

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	13
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.4	Les marchés boursiers	16
1.5	Les taux de change de l'euro	17
1.6	L'évolution des prix à la consommation	18
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	19
1.8	Projections des experts de la BCE pour la zone euro	21
1.9	Le commerce extérieur	23
1.10	La balance des paiements	24
2	La situation économique au Luxembourg	26
2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	26
2.1.2	Les prix à la production industrielle	32
2.2	L'industrie	33
2.3	La construction	34
2.4	Le commerce et les autres secteurs	35
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	36
2.6	Le marché du travail	37
2.6.1	L'emploi	37
2.6.2	Le chômage	40
2.6.3	Les coûts salariaux	44
2.7	Le secteur financier	45
2.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	45
2.7.2	L'évolution du nombre d'établissements de crédit	46
2.7.3	La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	46
2.7.4	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	49
2.7.5	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	54
2.7.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	56
2.7.7	Les organismes de placement collectif	58
2.7.8	Les OPC monétaires	60
2.8	Le commerce extérieur	61
2.9	La balance des paiements	63
2.9.1	Le compte courant	63
2.9.2	Le compte financier	63
2.10	La croissance économique	64
2.11	Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2010	66
2.12	Les finances publiques	67



Encadré 1.1

L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises

51

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

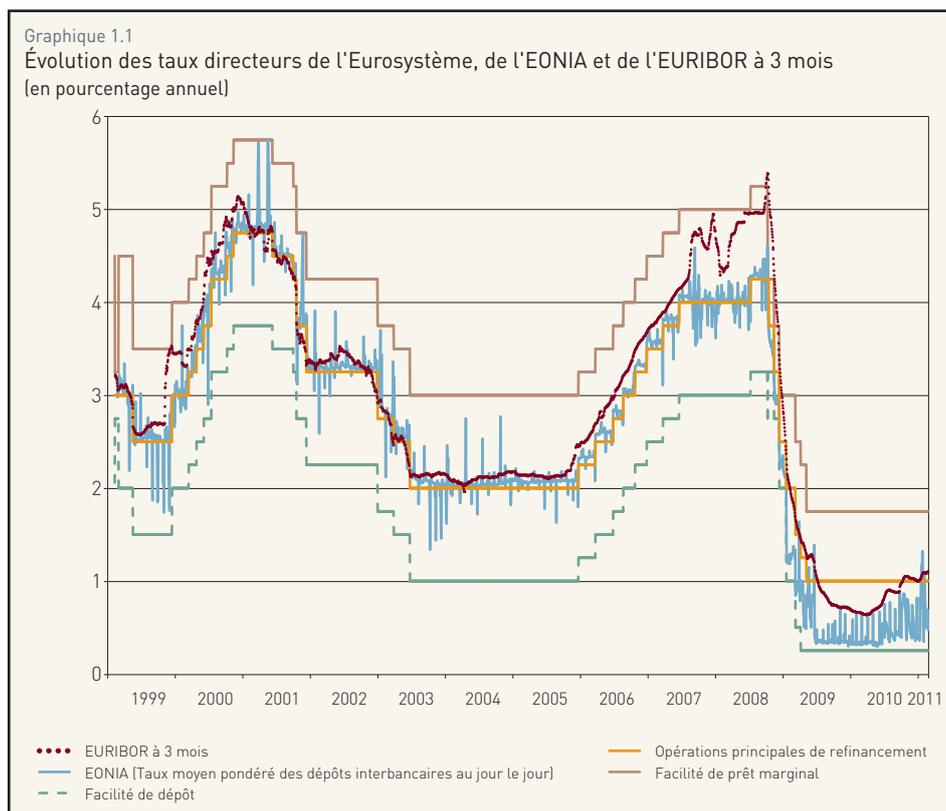
1.1 LES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME ET LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont inchangés depuis mai 2009. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 1,00 %, tandis que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,25 % et 1,75 %.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé en mars de continuer à conduire les opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la sixième période de constitution de réserves de 2011, le 12 juillet 2011. Cette procédure sera également maintenue pour les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, qui continueront d'être effectuées aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2011. Le taux fixe de ces opérations sera identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours. De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit intervenir le 27 avril, le 25 mai et le 29 juin 2011 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations d'une durée de trois mois sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée des opérations à plus long terme.

La BCE et la Banque d'Angleterre ont mis en place, en décembre 2010, un dispositif temporaire d'échange de devises (accord de swap). Dans le cadre de cet accord, la Banque d'Angleterre pourrait fournir, le cas échéant, jusqu'à 10 milliards de livres sterling à la BCE en échange d'euros. L'accord viendra à expiration fin septembre 2011. La BCE a également décidé, en coordination avec la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse, de proroger au 1^{er} août 2011 les accords de swap de liquidité avec le Système fédéral de réserve et de continuer à conduire des opérations d'apport de liquidité en dollars d'une durée de sept jours. Comme les précédentes, ces opérations de l'Eurosystème revêtiront la forme d'opérations de pension contre remise de garanties éligibles et seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

L'inflation s'est progressivement accrue dans la zone euro, s'inscrivant à 2,2 % en décembre 2010 et à 2,3 % en janvier 2011. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH a progressé de 2,4 % en rythme annuel en février 2011. Les projections de mars 2011 établies par



Sources : BCE, Bloomberg



les services de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 2,0% et 2,6% en 2011 et entre 1,0% et 2,4% en 2012. Par rapport aux projections de décembre 2010, les fourchettes de prévision ont été révisées à la hausse. Cette évolution découle essentiellement de la hausse considérable des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Le Conseil des gouverneurs tient à souligner que les anticipations d'inflation à moyen et long terme doivent demeurer solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, les données et les résultats d'enquête publiés récemment continuent de confirmer la tendance positive au début de l'année en cours. La progression trimestrielle du PIB en volume s'est élevée à 0,3% aux troisième et quatrième trimestres 2010. Selon les projections macroéconomiques de mars 2011 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre 1,3% et 2,1% en 2011 et entre 0,8% et 2,8% en 2012. Par rapport aux projections de décembre 2010 établies par les services de la BCE, les chiffres inférieurs de ces deux fourchettes ont été révisés à la hausse. Cette révision reflète non seulement l'amélioration des perspectives d'évolution des exportations de la zone euro, mais aussi de la demande intérieure.

S'agissant de l'analyse monétaire, la croissance de l'agrégat large (M3) et celle du crédit confirment le diagnostic d'un rythme d'expansion monétaire sous-jacent encore modéré et de tensions inflationnistes à moyen et long terme qui devraient rester contenues. En décembre 2010 et en janvier 2011, le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 1,7% et 1,5% respectivement. La progression annuelle des prêts au secteur privé s'éleva à 1,9% en décembre et à 2,4% en janvier.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat étroit (M1) a de nouveau fléchi pour s'établir à 3,2% en janvier 2011, reflétant la faible rémunération actuelle des dépôts à vue. Parallèlement, la pente de la courbe des rendements s'est encore légèrement accentuée, impliquant une nouvelle diminution de l'attractivité des dépôts à court terme inclus dans M3 par rapport à des actifs à plus long terme mieux rémunérés non compris dans l'agrégat large.

Quant aux contreparties de M3, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non-financières est devenue positive en janvier (0,4%, par rapport à -0,2% en décembre). La progression des crédits à l'habitat est passée de 3,7% en décembre à 3,9% en janvier et celle des crédits à la consommation de -1,0% à -0,8%.

1.2 LES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS PAR LES IFM

Suite à la baisse observée au cours de l'année 2009, l'ensemble des taux d'intérêt offerts par les banques de la zone euro aux ménages et aux sociétés non financières présente des évolutions contrastées au cours de l'année 2010.

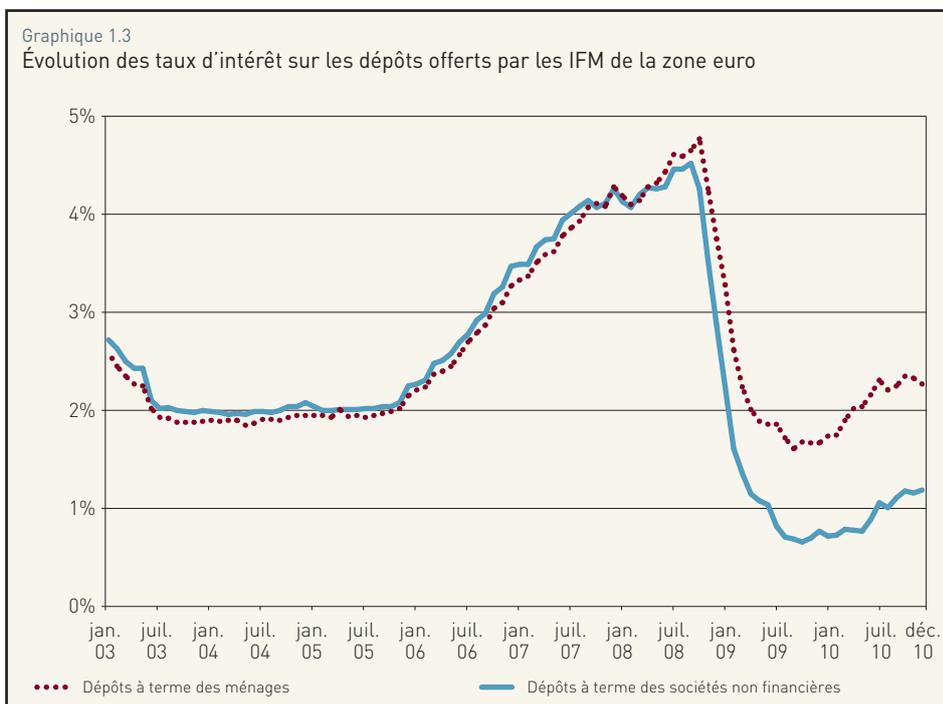
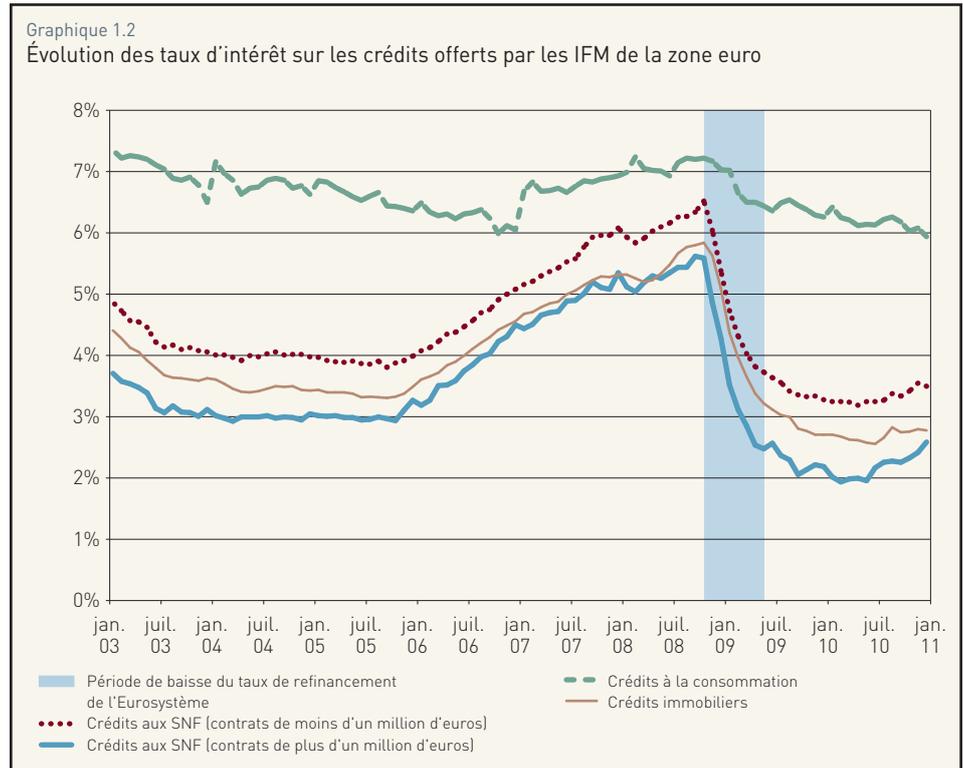
Le coût des crédits immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro était en légère hausse, passant de 2,71% en décembre 2009 à 2,78% en décembre 2010. Suite à une forte hausse observée entre juin et août 2010 (+ 27 points de base), les taux des crédits immobiliers à taux variable se sont stabilisés au cours du dernier trimestre de 2010.

Le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans (cette période de fixation est retenue afin de pouvoir faciliter la comparaison avec les données luxembourgeoises), a affiché un recul de 32 points de base entre décembre 2009 (6,26%) et décembre 2010 (5,94%). Par nature, contrairement aux crédits immobiliers, les crédits à la consommation font rarement l'objet d'un nantissement. La prime de risque intégrée au coût de cette catégorie de contrats reste ainsi plus élevée.

En ce qui concerne les taux d'intérêt offerts aux sociétés non financières à taux variable ou dont la période de fixation du taux est inférieure ou égale à un an, ils étaient en hausse de 22 points de base entre décembre 2009 et décembre 2010 (de 3,28% à 3,50%) pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros, et de 40 points de base (de 2,19% à 2,59%) pour la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros.

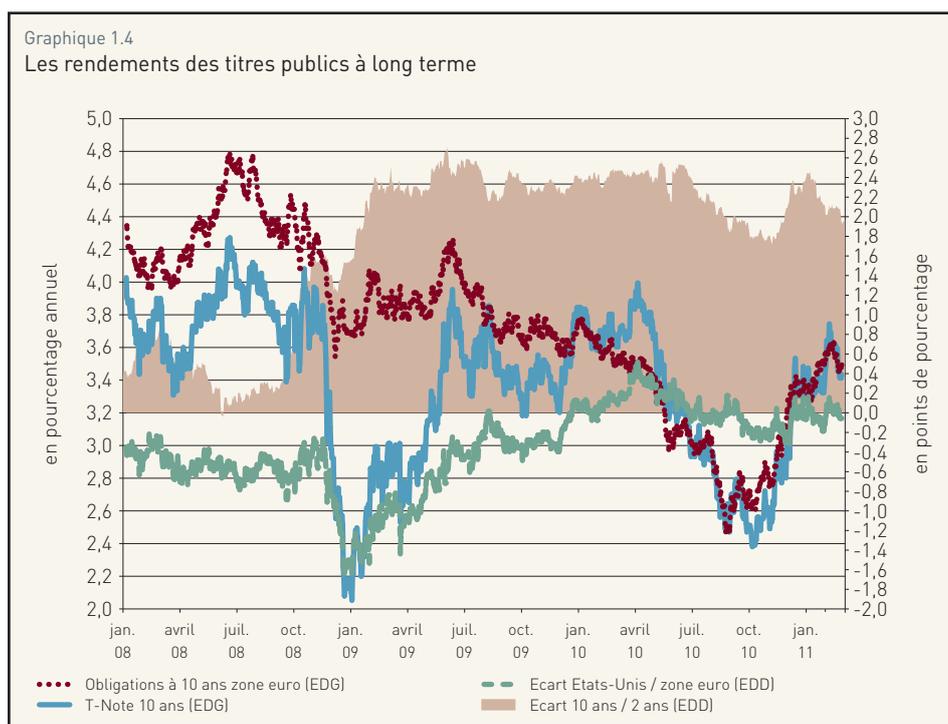
Au passif, les taux des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an des ménages sont passés de 1,67% en décembre 2009 à 2,27% en décembre 2010, soit une hausse de 60 points de base. Suite à une forte baisse en 2009, les taux des dépôts à terme des ménages suivent une tendance haussière au cours de l'année 2010.

Enfin, les taux des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an des sociétés non financières ont évolué entre 0,77% en décembre 2009 et 1,19% en décembre 2010, soit une hausse de 42 points de base. Ces derniers suivent également une tendance haussière au cours de l'année 2010.



1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Malgré la volatilité persistante qui a caractérisé les marchés obligataires depuis la fin du mois de novembre 2010, les rendements des Bons du Trésor à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis ont dans l'ensemble connu une tendance haussière pour s'établir respectivement à 3,49 % et 3,43 % au 28 février 2011. La publication d'indicateurs macroéconomiques rassurants sur le plan de la reprise économique et l'apaisement des inquiétudes relatives à la propagation de la crise de la dette dans certains pays de la zone euro ont notamment ravivé l'appétit pour le risque des opérateurs de marché au cours de cette période. Le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis s'est quant à lui resserré, pour revenir à un niveau proche de la parité et ce en dépit des mesures d'assouplissement quantitatif mises en œuvre par la Réserve fédérale américaine.



Sources : BCE, Bloomberg

Du côté de la zone euro, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans s'est légèrement réduit en raison, notamment, de la remontée des taux courts inhérente aux anticipations de hausse des taux d'intérêt par la BCE. Après le regain de tension observé au cours des mois d'octobre et de novembre 2010, les écarts de rendements des différents pays de la zone euro se sont quant à eux maintenus à un niveau historiquement élevé en fin de période. Malgré les rachats de titres effectués par l'Eurosystème sur les marchés secondaires et le relatif succès remporté par les émissions de titres de l'Espagne, de l'Italie et du Portugal, l'apaisement des inquiétudes relatives aux risques de contagion de la crise de la dette des pays périphériques

de la zone euro demeurerait suspendue aux attentes des opérateurs de marché concernant les détails du mécanisme européen de stabilité (MES), qui remplacera le fonds européen de stabilité financière (FESF) et le mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) à partir de 2013.

1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

Au cours de la période étudiée, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro ont dans l'ensemble connu une tendance haussière, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 affichant respectivement des gains de 12,2 %, 12,4 % et 6,9 % entre le 30 novembre 2010 et le 28 février 2011.

La poursuite du rebond observé sur les marchés boursiers s'est globalement inscrite dans un environnement favorable, marqué par la publication d'indicateurs macroéconomiques satisfaisants et l'annonce de résultats supérieurs aux attentes de la part des entreprises. L'injection de liquidités supplémentaires par la Fed dans le cadre de son programme d'achats de titres publics, avec une rallonge de 600 milliards de dollars jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2011, et le regain d'appétit pour le risque des opérateurs de

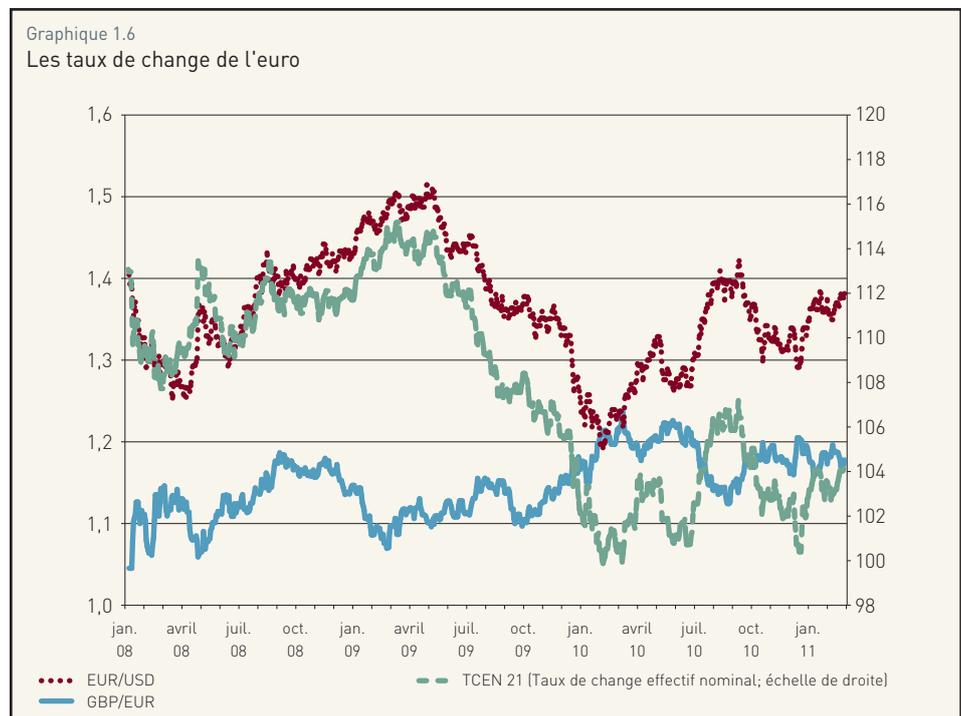
marché ont également permis d'alimenter cette tendance haussière. En fin de période, les inquiétudes relatives à l'instabilité politique dans les pays arabes et leur impact sur l'évolution du cours du pétrole ont toutefois pesé sur l'évolution des principaux indices boursiers.



1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a gagné près de 2% entre le 30 novembre 2010 et le 28 février 2011 en raison, notamment, de l'évolution du cours de la monnaie unique par rapport au dollar américain.

Au cours de la période étudiée, la monnaie unique s'est appréciée de près de 6,3% vis-à-vis du billet vert, poursuivant ainsi la tendance qui avait été amorcée depuis le mois de juin 2010. Cette évolution a dans l'ensemble été suscitée par les divergences d'anticipations quant à l'orientation de la politique monétaire de la Fed et de la



BCE et par l'apaisement relatif des inquiétudes concernant les risques de contagion de la crise des dettes souveraines de certains pays membres de la zone euro. Au 28 février 2011, l'euro s'échangeait ainsi contre 1,38 USD, soit à un niveau supérieur de 4 % à sa moyenne de 2010.

Depuis la fin du mois de novembre 2010, l'euro s'est également apprécié de respectivement 1,8 % et 3,9 % par rapport à la livre sterling et au yen alors qu'il connaissait dans le même temps une dépréciation de 1,6 % vis-à-vis du franc suisse. La plupart des devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien, le lats letton et la couronne estonienne) sont quant à elles restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro. La couronne estonienne a ainsi continué de s'échanger à un niveau proche du cours pivot de 15,6466 EEK/euro, cours qui a servi de référence comme taux de conversion lors du passage à l'euro de l'Estonie le 1^{er} janvier 2011. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) se sont pour leur part distinguées par un mouvement d'appréciation par rapport à la monnaie unique marqué, notamment, par une revalorisation de plus de 4 % de la couronne suédoise.

1.6 L'ÉVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est fortement accélérée depuis la mi-2009. Elle est passée de -0,6 % en juillet 2009 à +0,9 % en fin 2009 pour se hisser à 2,3 % en janvier 2011, son niveau le plus élevé depuis novembre 2008. Une accélération supplémentaire à 2,4 % au mois de février est envisagée selon l'estimation préliminaire d'Eurostat. En moyenne annuelle, le taux d'inflation s'est chiffré à 1,6 % en 2010.

Tableau 1.1

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

	2008	2009	2010	10 T1	10 T2	10 T3	10 T4	Jan-11
IPCH global	3,3	0,3	1,6	1,1	1,5	1,7	2,0	2,3
Produits alimentaires non transformés	3,5	0,2	1,2	-0,8	0,7	2,3	2,8	2,1
Produits alimentaires transformés	6,1	1,1	0,9	0,6	0,8	0,9	1,3	1,8
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,6	0,4	0,1	0,3	0,5	0,8	0,5
Energie	10,3	-8,1	7,4	4,8	8,1	7,3	9,1	12,0
Services	2,6	2,0	1,4	1,5	1,2	1,4	1,3	1,5
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,4	1,3	1,0	0,9	0,8	1,0	1,1	1,2

Source : Eurostat

Le renversement de la tendance des prix à la consommation depuis la mi-2009 résulte presque exclusivement de la sensible progression du cours du pétrole et de l'accélération subséquente des prix de l'énergie. Le taux de variation annuel de la composante énergie s'est ainsi progressivement accéléré, passant de -14 % en juillet 2009 à 1,8 % en décembre 2009 et autour de 12 % en janvier 2011. Dans une première étape, l'impact inflationniste en provenance des prix de l'énergie s'est limité aux effets directs, car le recul de l'inflation des autres biens et services s'est poursuivi jusqu'au début de 2010. La période de désinflation s'est néanmoins achevée vers la mi-2010 et depuis lors le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est à nouveau orienté à la hausse. Il s'est hissé progressivement de 0,8 % au deuxième trimestre 2010 à 1,2 % en janvier 2011. Ce retournement s'est aussi généralisé, même si les mouvements des composantes ne sont pas parfaitement synchronisés. Si les prix des biens alimentaires et des biens industriels non-énergétiques ont déjà subi une accélération au deuxième trimestre, la remontée de l'inflation des prix des services ne s'est amorcée qu'au troisième trimestre.

Le renversement de la tendance inflationniste sous-jacente est vraisemblablement imputable à plusieurs facteurs, en l'occurrence des effets indirects et retardés de la progression soutenue du prix du pétrole depuis plus de deux ans, l'envolée des prix des matières premières agricoles depuis le début 2010, des

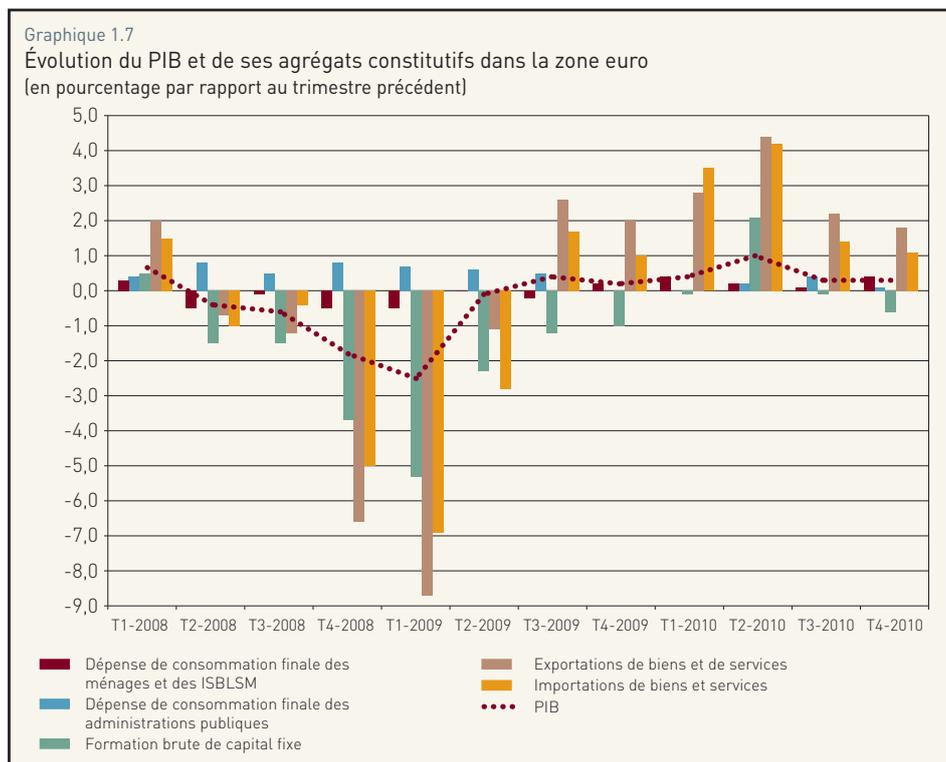
conditions cycliques plus clémentes ainsi qu'un relèvement de la taxation indirecte dans plusieurs pays de la zone euro.

Selon les récentes projections des services de la BCE, la progression de l'inflation se poursuivrait en moyenne en 2011 par rapport à 2010. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 2,0% à 2,6% en 2011, contre 1,6% en 2010. Pour 2012, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 1,0% et 2,4%. Comparé à l'exercice de décembre 2010, ces projections ont été sensiblement revues à la hausse, en raison notamment de l'envolée récente du prix du pétrole.

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

La plus récente estimation pour le quatrième trimestre 2010 fait état d'un accroissement du PIB réel de 0,3% en glissement trimestriel et de 2,0% en rythme annuel. Malgré une certaine stabilisation de la croissance économique en comparaison avec le trimestre précédent, le repositionnement de l'activité économique de la zone euro sur un sentier de croissance semble se confirmer.

En glissement annuel, la croissance économique s'est accélérée dans la plupart des Etats membres de la zone euro en fin d'année 2010, à l'exception de la Belgique, la France, le Portugal et la Slovaquie, où la progression annuelle du PIB a légèrement décéléré¹. Par ailleurs, la situation économique a poursuivi sa dégradation en Grèce (-6,6% de progression annuelle au quatrième trimestre 2010 contre -5,7% le trimestre précédent). En termes trimestriels et selon les données disponibles à la date de rédaction de ce bulletin, seuls le Portugal et la Grèce ont enregistré des taux de croissance négatifs (avec respectivement -0,3% et -1,4%) par rapport au trimestre précédent. Par ailleurs, à l'exception de l'Espagne, des Pays-Bas et de la Slovénie, l'ensemble des pays ont enregistré soit une stabilisation, soit une légère décélération de leur taux de croissance trimestriel.



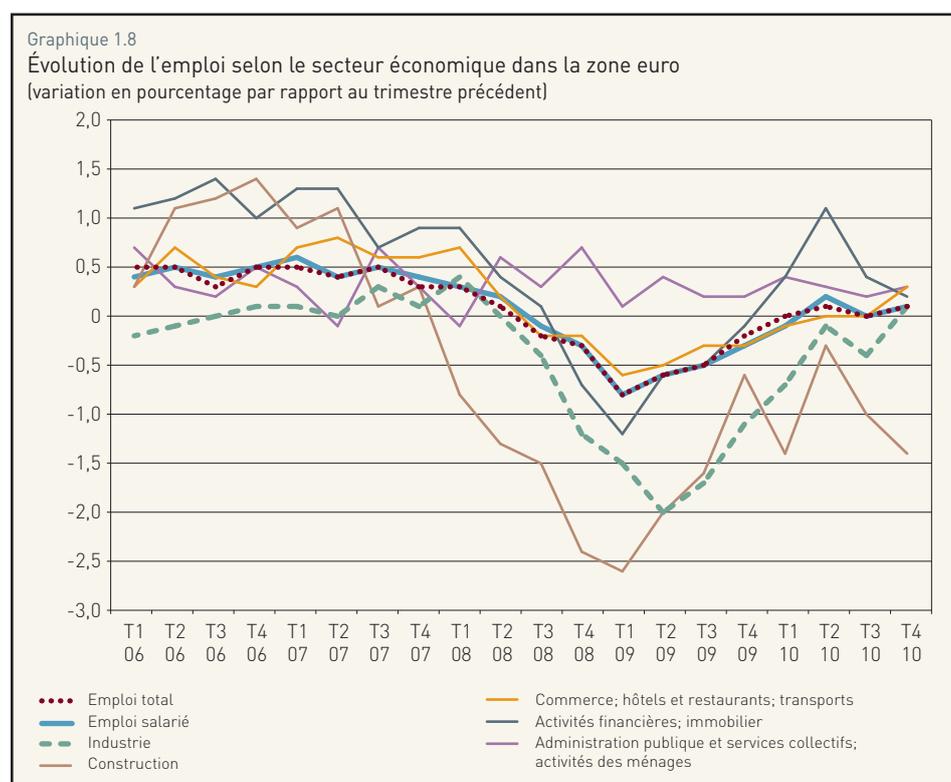
L'examen de la décomposition du PIB sous son optique dépenses indique que l'ensemble des composantes de la demande ont évolué positivement au quatrième trimestre 2010 par rapport au même trimestre de l'année précédente. La plus forte progression a été enregistrée du côté du commerce extérieur, dont la contribution à la croissance a été positive en raison d'une évolution légèrement plus dynamique des exportations (11,7%) que des importations (10,5%). En glissement trimestriel, à l'exception de

¹ En ce qui concerne l'Irlande, Malte et le Luxembourg, les chiffres pour le quatrième trimestre 2010 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce bulletin.

l'investissement et de la consommation privée, l'ensemble des composantes ont enregistré une croissance positive, bien qu'en légère décélération par rapport au trimestre précédent. Par ailleurs, alors que l'investissement a légèrement baissé pour le deuxième trimestre consécutif (-0,6%), la consommation privée a vu sa croissance s'accélérer (0,4% contre 0,1% le trimestre précédent et 0,2% au quatrième trimestre 2009).

D'un point de vue sectoriel et en glissement annuel, la croissance économique était essentiellement attribuable au regain de dynamisme observé dans le secteur industriel (6,1%) et dans une moindre mesure à la croissance enregistrée dans le secteur «activités financières et services aux entreprises» (2,0%) et le secteur «commerce, hôtels et restaurants, transports» (1,6%). L'activité dans le secteur de la construction a poursuivi sa baisse au quatrième trimestre 2010 (-3,5%). En glissement trimestriel, l'activité économique a évolué positivement dans l'ensemble des branches à l'exception de la construction (-1,7%). La détérioration de la situation dans ce secteur est probablement en partie liée aux conditions météorologiques particulièrement mauvaises en fin d'année 2010. L'activité a par ailleurs poursuivi sa tendance ascendante dans le secteur industriel (1,4% contre 0,3% le trimestre précédent).

En écho à la reprise conjoncturelle, les premiers signes d'une stabilisation sur le marché du travail semblent se confirmer en ce début d'année. De fait, pour la première fois depuis fin 2008, l'emploi salarié et l'emploi total ont légèrement augmenté en glissement annuel au quatrième trimestre 2010 (de respectivement 0,3% et 0,2%). Par ailleurs, en comparaison par rapport au troisième trimestre 2010, la croissance de l'emploi salarié et de l'emploi total s'est établie à 0,1%.



Source : Eurostat

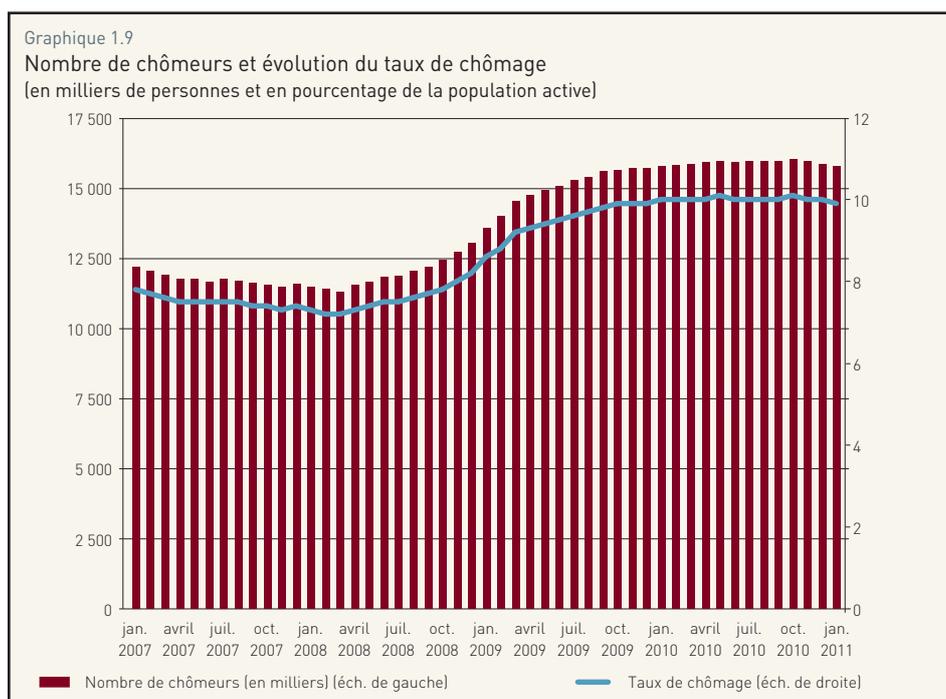
D'un point de vue sectoriel, au quatrième trimestre 2010, seul le secteur de la construction a enregistré une baisse l'emploi salarié (-1,4% en glissement trimestriel et -4,1% en glissement annuel). La poursuite de la dégradation de l'emploi dans le secteur de la construction est sans doute en partie liée aux conditions météorologiques qui ont été particulièrement mauvaises fin 2010. Par ailleurs, pour la première fois depuis la généralisation de la crise, le secteur industriel a connu une légère hausse de l'emploi salarié au quatrième trimestre 2010 en comparaison avec le trimestre précédent. Bien que l'emploi salarié dans le secteur industriel continue d'évoluer négativement par rapport au même trimestre de l'année précédente, on constate une nette décélération de cette tendance négative.

L'amélioration des perspectives sur le marché du travail trouve son reflet également du côté du taux de chômage, qui s'est établi à 9,9% de la population active en janvier 2011, en baisse de 0,1 p.p. par rapport au mois précédent. Après avoir augmenté de 2,3 p.p. entre septembre 2008 et janvier 2010, le taux de chômage de la zone euro a stagné tout au long de l'année 2010 autour des 10,0%-10,1%. En jan-

vier 2011, le nombre de chômeurs s'est établi à 15,8 millions de personnes, en quasi-stabilisation par rapport à la même période de l'année précédente. On constate par ailleurs une forte décélération de la tendance négative observée jusqu'en décembre 2010. Cette amélioration des perspectives sur le front du chômage est visible dans la plupart des pays de la zone euro. Ainsi, au mois de janvier 2011, à l'exception de Chypre, l'ensemble des membres de la zone euro ont enregistré une stagnation voire même une légère baisse de leur taux de chômage par rapport au mois précédent². En glissement annuel, la situation est plus contrastée. Alors que sept Etats membres de la zone euro ont connu une baisse de leur taux de chômage (l'Autriche, la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, la Finlande, la France, Malte et les Pays-Bas), celui-ci s'est aggravé dans les dix pays restants. Malgré l'embellie constatée sur le marché du travail, la situation demeure préoccupante dans certains pays européens, en particulier l'Espagne où le taux de chômage s'est établi à 20,4 % en janvier 2011, la Slovaquie (14,6 %), l'Irlande (13,6 %) et le Portugal (11,2 %).

L'analyse de l'évolution du coût du travail au cours du quatrième trimestre 2010 dans la zone euro confirme la poursuite d'une certaine modération salariale. La progression annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 1,7 % au quatrième trimestre 2010 quasiment stable rapport au trimestre précédent (1,6 %).

De plus, étant donné que la productivité du travail (par personne employée) a poursuivie sa tendance haussière au cours du dernier trimestre 2010 (malgré une légère décélération par rapport au trimestre précédent) et a augmenté légèrement plus vite que le coût salarial moyen, les coûts salariaux unitaires ont sensiblement baissé au quatrième trimestre 2010 en glissement annuel.



Sources : Eurostat, Eurosystem

1.8 PROJECTIONS DES EXPERTS DE LA BCE POUR LA ZONE EURO

Les récentes projections de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre 1,3 % et 2,1 % en 2011 et entre 0,8 % et 2,8 % en 2012. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2010 établies par les services de l'Eurosystem, les chiffres inférieurs de ces deux fourchettes ont été révisés à la hausse, reflétant l'amélioration des perspectives d'évolution de l'économie mondiale – donc des exportations de la zone euro – ainsi que de la demande intérieure. Les projections de mars 2011 établies par les services de la BCE sont assez proches des prévisions des organisations internationales.

² A la date de rédaction de ce bulletin, les dernières données disponibles pour la Grèce font référence au mois de septembre 2010. Elles indiquent une poursuite de la dégradation du chômage.

Tableau 1.2

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

	2010	2011	2012
IPCH	1,6	2,0 - 2,6	1,0 - 2,4
PIB réel	1,7	1,3 - 2,1	0,8 - 2,8
Consommation privée	0,7	0,6 - 1,4	0,4 - 2,2
Consommation publique	0,8	-0,3 - 0,5	-0,5 - 0,9
Investissement	-0,8	0,4 - 3,4	0,7 - 5,5
Exportations	10,9	4,9 - 9,5	3,0 - 9,2
Importations	9,0	3,5 - 7,7	2,8 - 8,4

Source : BCE

Après la progression de 0,3% en glissement trimestriel enregistrée par le PIB en volume de la zone euro au troisième trimestre comme au quatrième trimestre 2010, les données statistiques et les résultats d'enquêtes publiés récemment continuent de confirmer la tendance positive de l'activité économique au sein de la zone euro au début de l'année 2011. Dans les mois à venir, les exportations de la zone euro devraient continuer de bénéficier de la reprise en cours de l'économie mondiale. En parallèle, au vu du niveau relativement élevé de confiance des chefs d'entreprise de la zone euro, la demande intérieure privée devrait contribuer de plus en plus à la croissance, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire et les mesures adoptées pour améliorer le fonctionnement du système financier. Toutefois, le redressement de l'activité devrait être légèrement freiné par le processus d'ajustement des bilans dans différents secteurs. Au total, la croissance du PIB de la zone euro évoluerait entre 1,3% et 2,1% en 2011 et entre 0,8% et 2,8% en 2012. Le taux de croissance potentielle devrait, en rythme annuel, être significativement plus faible que les taux observés avant la crise et l'écart de production devrait se réduire sur l'horizon de projection.

Pour ce qui est des risques entourant les projections de la BCE, le Conseil des gouverneurs estime qu'ils sont globalement équilibrés, dans un contexte d'incertitude élevée. Certes, le commerce mondial pourrait continuer à progresser plus rapidement que prévu, soutenant par là même les exportations de la zone euro. En outre, la forte confiance affichée par les chefs d'entreprise pourrait apporter à l'activité économique intérieure de la zone euro un soutien plus important qu'on ne le prévoit actuellement. Néanmoins, des risques à la baisse sont liés aux tensions persistantes sur certains compartiments des marchés financiers et à leurs répercussions potentielles sur l'économie réelle de la zone euro. Des risques à la baisse ont trait également à de nouveaux renchérissements des matières premières, compte tenu en particulier du regain de tensions géopolitiques, ainsi qu'à des pressions protectionnistes et à la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux.

S'agissant de l'évolution des prix dans la zone euro, les services de la BCE tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,0% et 2,6% pour 2011 et entre 1,0% et 2,4% pour 2012. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2010 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes de progression de l'IPCH ont été révisées à la hausse. Cette évolution est imputable essentiellement à la hausse considérable des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Il convient de souligner que les projections se fondent sur les contrats à terme sur matières premières à mi-février 2011, et ne prennent donc pas en compte les augmentations les plus récentes des cours du pétrole. Par ailleurs, il faut noter que les projections tablent sur la poursuite d'un processus modéré de fixation des salaires et des prix intérieurs.

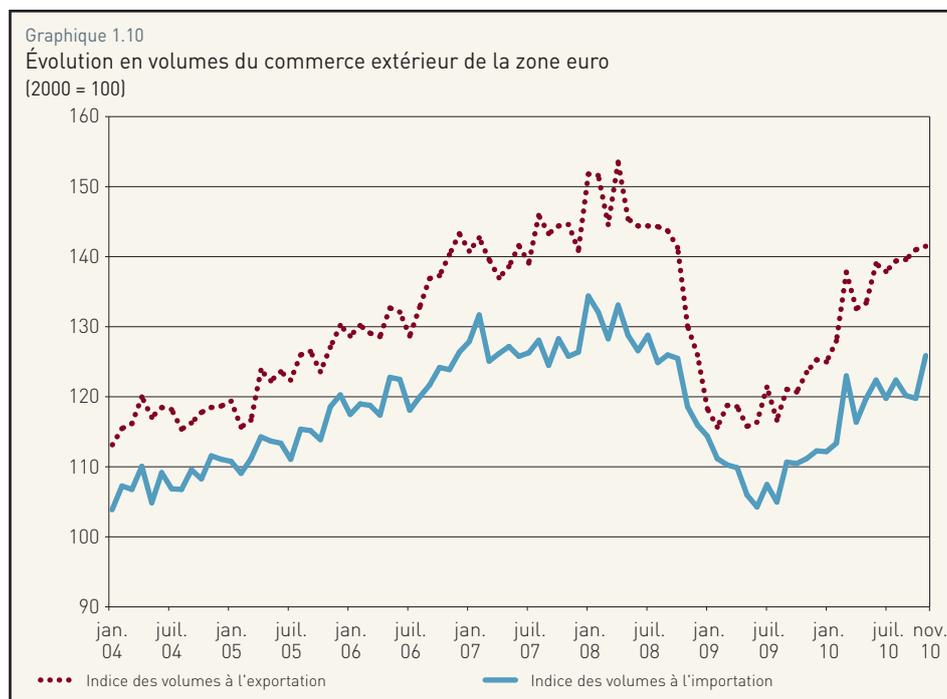
Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme sont orientés à la hausse. Ils tiennent, en particulier, à des hausses plus importantes que prévu des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie. En outre, les majorations de la fiscalité indirecte et les relèvements des prix administrés pourraient être plus importants que prévu actuellement, en raison de l'assainissement budgétaire auquel il faudra nécessairement procéder au cours des prochaines années. Enfin, les risques sont également liés à des tensions plus importantes que prévu sur les prix intérieurs, dans le contexte de

la reprise actuelle de l'activité. Le comportement des agents impliqués dans le processus de fixation des prix et des salaires ne devrait pas entraîner d'effets de second tour généralisés découlant de la hausse des prix des matières premières.

1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Après s'être fortement contracté au cours de l'année 2009, le commerce extérieur de la zone euro a connu une croissance soutenue sur toute l'année 2010. Les exportations et les importations de biens ont ainsi progressé de respectivement 20 % et de 21,6 % par rapport à leurs niveaux de l'année 2009, pour atteindre 1 534,7 et 1 534 milliards d'euros en 2010. Les données trimestrielles montrent que les taux de croissance (par rapport au même trimestre de l'année précédente) des exportations et des importations de biens sont redevenus positifs depuis le premier trimestre 2010, après cinq trimestres de baisses successives. Malgré cette évolution positive des échanges, le solde du commerce extérieur de la zone euro s'est fortement dégradé en dégageant un excédent à peine positif (0,7 milliard d'euros) sur toute l'année 2010, comparé à un surplus de 16,6 milliards en 2009. Cette évolution est consécutive à une détérioration des termes de l'échange résultant de la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières.

L'évolution des indices moyens des prix met en évidence une croissance plus rapide des valeurs unitaires à l'importation (+10 % sur les onze³ premiers mois de 2010) qu'à l'exportation (+4,5 %). Les termes de l'échange se sont par conséquent détériorés de 5,5 % sur les onze premiers mois de 2010. Ce résultat s'explique essentiellement par une hausse du prix de l'énergie et des autres matières premières. La répartition du solde commercial par principales catégories de biens indique ainsi une hausse de 24 % du déficit des combustibles minéraux, lubrifiants et produits annexes, qui a atteint 255 milliards d'euros sur toute l'année 2010, contre 206 milliards en 2009. Le déficit dans les matières brutes non comestibles (hors carburants) s'est lui aussi fortement accru (+73 %, à 34 milliards d'euros sur toute l'année 2010). Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans les produits manufacturés est en hausse de 17 %, pour s'établir à 262 milliards d'euros sur toute l'année 2010.

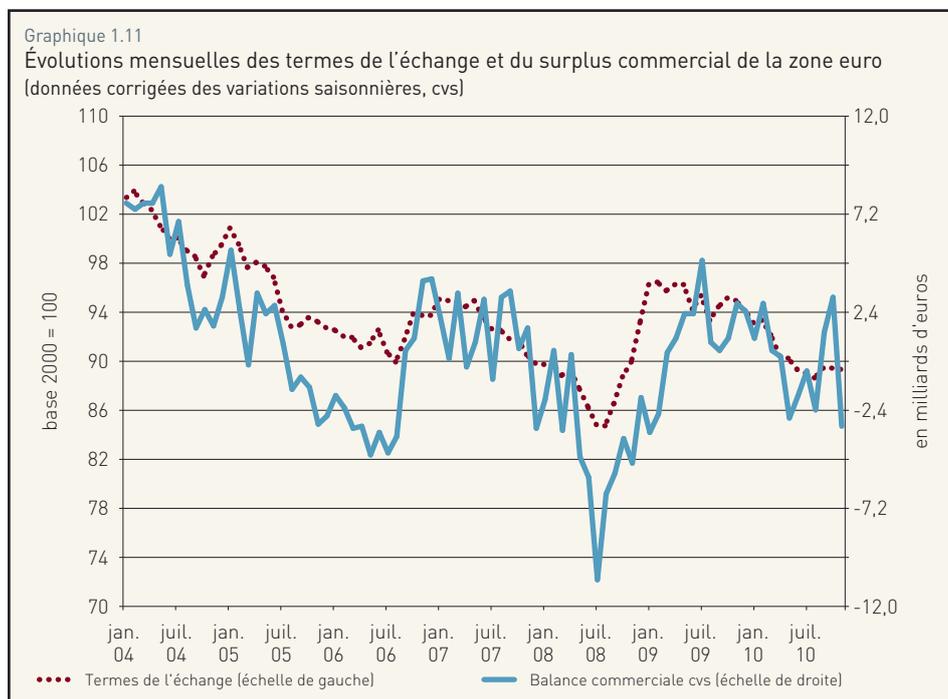


L'évolution des indices des volumes du commerce montre une hausse marquée à la fois des volumes à l'exportation et à l'importation à partir du troisième trimestre de 2009, après la chute brutale enregistrée entre le dernier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, période pendant laquelle la crise financière internationale s'était intensifiée (voir graphique). Sur les onze⁴ premiers mois de 2010, l'indice moyen des

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

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

volumes exportés s'est ainsi accru de 14 % contre 9,5 % pour les volumes importés. Malgré cette importante progression, les volumes exportés et importés restent bien en deçà de leurs sommets atteints avant la crise (voir graphique).



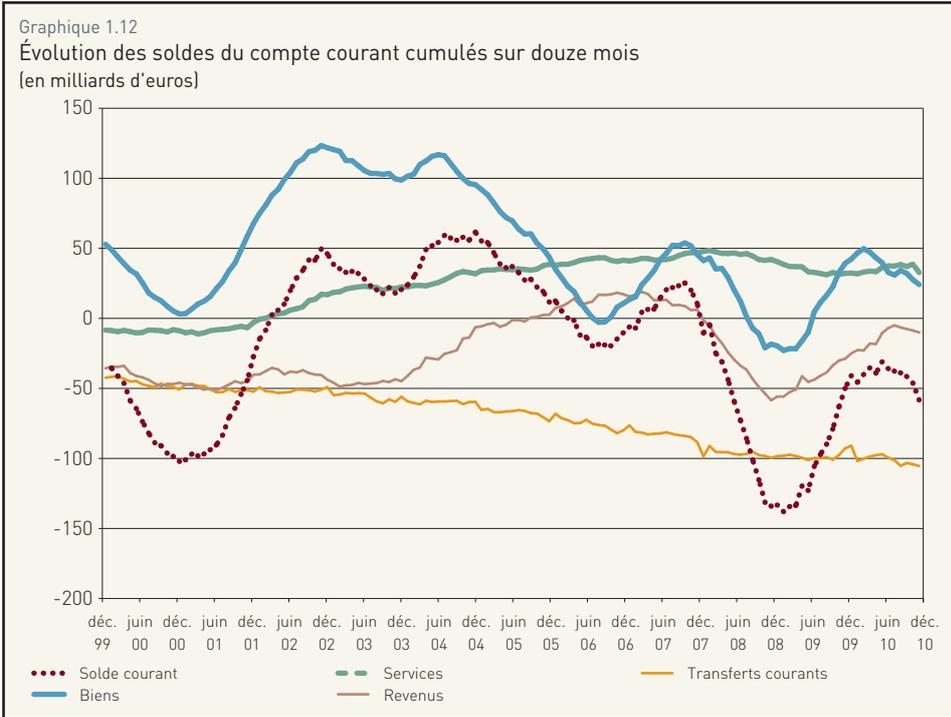
Source : Eurostat

La ventilation du commerce par principaux partenaires montre une hausse des surplus vis-à-vis de presque tous les principaux partenaires avec lesquels les échanges restent habituellement excédentaires: les États-Unis (+45 %, à 53 milliards sur toute l'année 2010), la Suisse (+42 %, à 20 milliards) et la Turquie (+102 %, à 17 milliards). L'excédent commercial vis-à-vis des autres pays membres de l'UE (principalement le Royaume-Uni) n'a par contre progressé que légèrement (+4 %, à 69 milliards d'euros sur toute l'année 2010). Les déficits commerciaux se sont alourdis dans les échanges avec la Chine (+28 %, à 114 milliards sur toute l'année 2010), la Russie (+28 %, à 43 milliards) et les pays membres de l'OPEP (23 milliards).

1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

Au cours de l'année 2010, la balance courante de la zone euro s'est soldée par un déficit de 58 milliards d'euros (0,6 % du PIB), soit une hausse de 17 % par rapport à l'année 2009. Ce développement est le résultat des détériorations survenues dans les soldes des marchandises et des transferts courants, qui ont toutefois été partiellement compensées par une amélioration du solde des revenus. L'excédent des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante de la zone euro, s'est contracté de 39 % pour retomber à 24 milliards sur toute l'année 2010. Ceci est notamment dû à une hausse plus importante des importations que des exportations, sous l'effet du renchérissement du prix des produits pétroliers et des autres matières premières (cf. section 1.1.9 ci-dessus). A cela s'ajoute la contribution négative de la balance des transferts courants, dont le déficit s'est accru de 13 % pour atteindre 105 milliards d'euros sur toute l'année 2010. Ces deux évolutions négatives ont été néanmoins compensées en partie par une forte contraction du déficit des revenus, qui a chuté de 65 % à 10 milliards sur toute l'année 2010. Cette diminution marquée s'explique en grande partie par les niveaux relativement bas des taux de rendement. Quant à l'excédent des services, il est demeuré quasiment stable à 33 milliards d'euros sur toute l'année 2010.

Dans le compte financier, les flux de capitaux se sont soldés par des entrées nettes en hausse à 68 milliards d'euros sur toute l'année 2010 contre 31 milliards en 2009. Dans un contexte où les entrées nettes liées aux achats de titres de dette de la zone euro se sont fortement réduites, le solde positif du compte financier s'explique largement par une forte réduction des sorties au titre de prêts et dépôts classiques.



2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

2.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

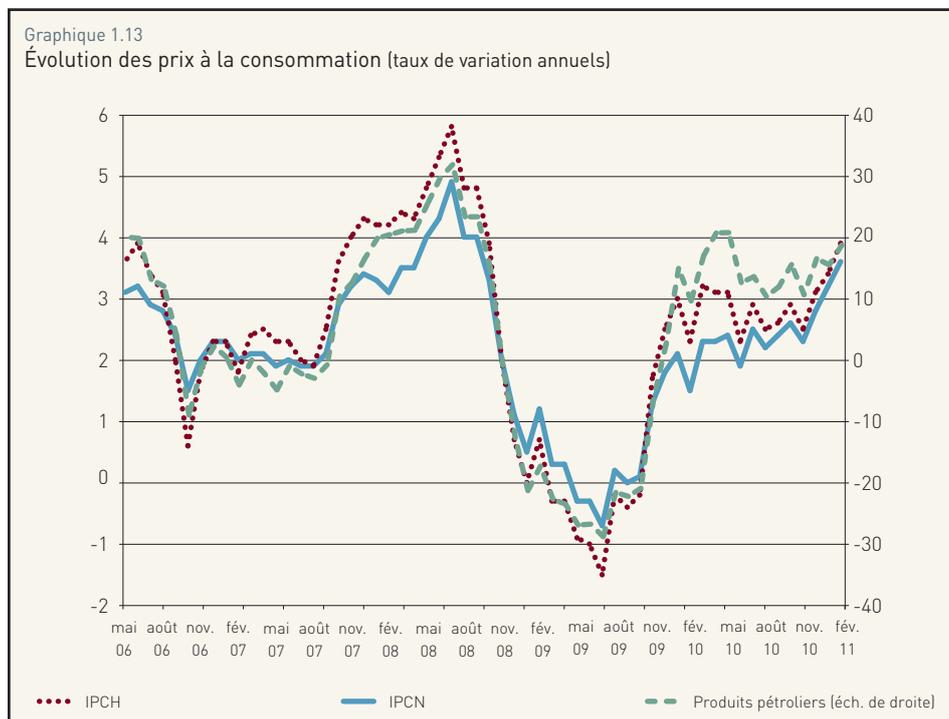
En 2010, l'inflation globale s'est établie à un niveau élevé et elle s'est caractérisée par une accélération graduelle et continue tout au long de l'année. Le taux de variation annuel de l'IPCN est passé de 2,1 % en janvier à 2,5 % en juillet pour terminer l'année à 2,8 %. L'accélération s'est poursuivie par la suite et le taux d'inflation s'est hissé à 3,6 % en février 2011, soit environ 1,0 p.p. de plus que l'inflation dans la zone euro. En moyenne annuelle, les prix ont progressé de 2,3 % en 2010.

L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a été supérieure à celle mesurée par l'IPCN mais avec un profil intra-annuel plus stable. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCH est passé de 3,0 % en janvier 2010 à 2,9 % en juillet pour s'établir à 3,1 % en fin d'année. En février 2011 toutefois, le taux a atteint 3,9 %. En moyenne annuelle, les prix calculés selon la variante IPCH auraient progressé de 2,8 % en 2010.

L'évolution défavorable de l'inflation globale, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, résulte à la fois de l'accélération de l'inflation des produits énergétiques et du revirement de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie.

Les produits pétroliers ont affiché un recul particulièrement important vers la mi-2009. Le recul des taux de variation annuels des prix des produits pétroliers s'est cependant modéré par la suite, pour se transmuter en une variation positive en fin d'année 2009 (voir graphique). Cette accélération s'est accentuée au début de l'année 2010 et le taux de variation annuel s'est ensuite maintenu à un niveau élevé. En moyenne annuelle, la progression des prix des produits pétroliers a été pratiquement de 15 % en 2010.

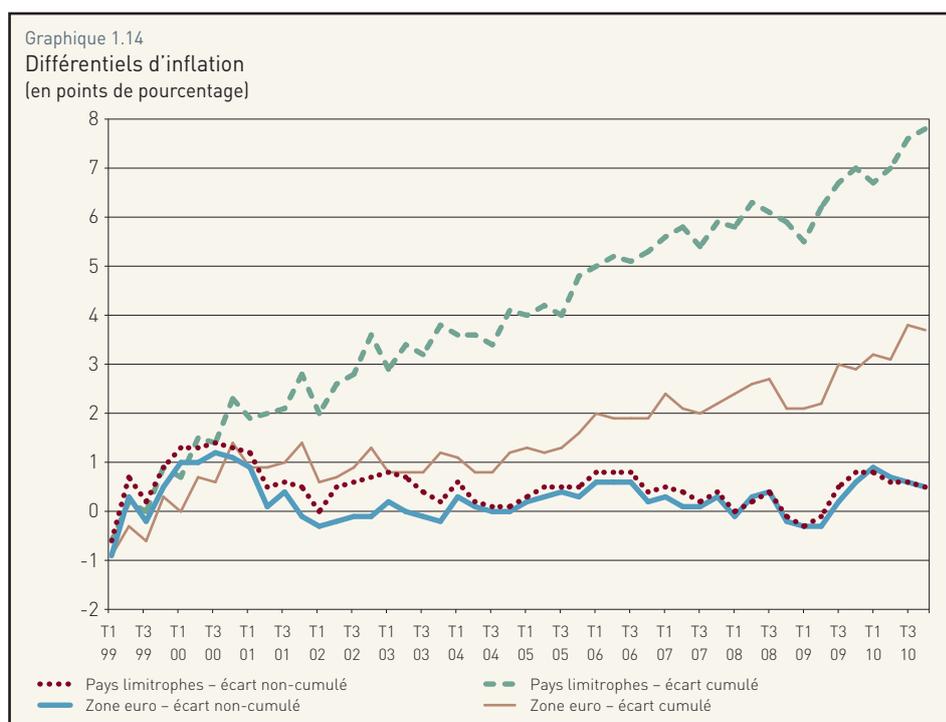
Parallèlement, l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques a reculé lors de la première moitié de l'année, pour se redresser par la suite. Ainsi, le taux de variation annuel a baissé de 1,7 % de fin 2009 à 1,0 % au deuxième trimestre 2010 pour s'établir à nouveau à 1,7 % en fin d'année 2010. Cette accélération s'est poursuivie par la suite et le taux s'est hissé à 2,4 % en février 2011. Le regain d'inflation résulte principalement de l'incidence du paiement de la tranche indiciaire du mois de juillet 2010 sur les prix de certains services ainsi que du relèvement des prix administrés. Ces derniers ont progressé de plus de 2 % sur base mensuelle en juillet 2010, principalement à cause de la hausse des tarifs communaux pour l'alimentation en eau et de



Source : Statec

la reprise des eaux usées. Depuis décembre 2009, les tarifs de ces deux composantes ont progressé en moyenne de 37 % et de 82 %. En janvier 2011, la hausse des prix administrés a été de 3,0 %, entre autres en raison de l'adaptation de la participation financière des patients aux soins de santé dans le contexte de la récente réforme du système de santé.

Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes⁵ sont redevenus défavorables au deuxième semestre 2009. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au quatrième trimestre 2010 ont atteint respectivement 3,7 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 7,8 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

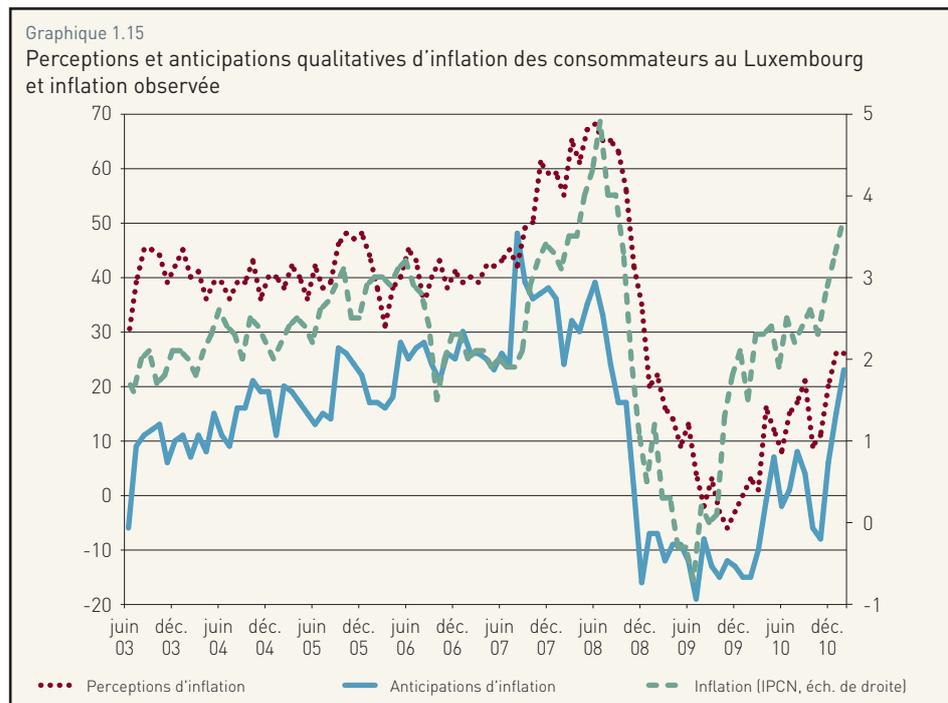


Sources : Statec, Eurostat, calculs BCL

Selon l'enquête de conjoncture de la BCL⁶, les consommateurs ont perçu la remontée importante de l'inflation globale avec un retard de plusieurs mois. Ainsi, les perceptions qualitatives d'inflation des ménages ne se sont redressées que vers la fin 2009 et les anticipations – après plusieurs tentatives abrogées – n'ont rebondi de manière conséquente que vers la fin de l'année 2010. En ce qui concerne ces dernières, et contrairement aux deux années précédentes, il semble que les consommateurs écartent désormais toute possibilité de baisse générale des prix. En février 2011, avec l'ascension du prix du pétrole, les deux indicateurs ont atteint leur niveau le plus élevé depuis le tournant de l'année 2008/2009.

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

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



Sources : BCL, Statec

Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-février 2011, l'euro cotait aux environs de 1,37 USD/EUR, ce qui correspond pratiquement aux hypothèses de l'exercice datant de décembre 2010⁷. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 100\$/bl et les marchés à terme anticipent une progression supplémentaire de ce prix, qui s'établirait à un niveau proche de 103\$/bl au premier trimestre 2012. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollars augmenterait de 24 % en 2011 après son bond de 36 % en 2010. Par rapport à l'exercice de décembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en dollars ont été revues à la hausse de l'ordre de 14 %. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 1.3
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2009	2010	2011	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1
Prix du pétrole (Brent) en \$	62	80	101	87	99	102	102	102	103
Taux de change \$/€	1,39	1,33	1,37	1,36	1,36	1,37	1,37	1,37	1,37
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-33	36	24	26	32	20	26	17	2

Source : BCL

L'inflation à l'exclusion de l'énergie, qui s'est nettement accélérée depuis la mi-2010, pourrait continuer sa progression dans le court terme avant de se modérer graduellement par après. Cette poussée inflationniste additionnelle semble d'autant plus probable que plusieurs facteurs inflationnistes qui ont émergé récemment ont tardé à affecter les prix à la consommation. Ils risquent donc de se manifester au cours des prochains mois.

⁷ Voir BCL, Bulletin 2010/3, pp.28-31

A l'heure actuelle, l'envolée des prix des matières premières agricoles ne s'est pas encore répercutée en une hausse des prix des biens alimentaires traités à l'exclusion du tabac. Il est admis qu'un tel impact se manifesterait au cours du premier semestre 2011. Un indice composite des prix de matières premières indique que le niveau des prix s'est fortement accéléré depuis ses creux de début 2009 et a nettement dépassé les maxima de début 2008. Les prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents indiquent aussi que les prix persisteraient aux niveaux élevés sur le reste de l'horizon de projections. Les matières premières ne comptent certes que pour une partie infirme du prix de vente final des biens à la consommation. Leur hausse pourrait aussi être absorbée par une compression des marges de profit⁸ et ceci à différentes étapes de la chaîne de production. Mais un ajustement des prix à la consommation devient d'autant plus probable que les prix des matières persistent à un niveau élevé et que les producteurs sont simultanément confrontés à une hausse de leurs coûts salariaux. Une tendance à la hausse de ces prix a d'ailleurs été récemment observée en Allemagne et en Belgique. Si, à l'heure actuelle, une nouvelle hausse des prix de biens alimentaires semble probable, son impact global sur l'inflation serait toutefois plus faible qu'en 2007/2008. A l'époque, sous l'effet conjoint de l'envolée des prix du blé et du lait, le niveau des prix de biens alimentaires traités avait augmenté d'environ 7%. De nos jours, le prix du lait connaît une évolution assez modérée et de ce fait le choc se limiterait aux prix des pains et céréales. D'autres composantes telles que le café, le sucre ou le chocolat pourraient aussi être affectés. Leurs pondérations dans l'IPC sont néanmoins négligeables, ce qui éviterait un impact sensible sur l'indice global même en cas de forte progression du prix de ces composantes.

La détente de l'inflation des biens industriels non-énergétiques s'est vraisemblablement achevée. Leur taux d'inflation pourrait au mieux se stabiliser au cours des prochains mois. Si récemment les facteurs déterminants de l'évolution de ce taux étaient encore orientés à la baisse, ils ont tous dépassé leur point de retournement. Ainsi, les prix à la production – au Luxembourg comme dans la zone euro – se sont déjà redressés et ils pourraient progresser davantage sous l'effet d'un prix du pétrole qui – exprimé en euros – a plus que doublé depuis la fin 2008. L'ampleur de la répercussion des coûts de production sur les prix à la consommation sera fonction de la demande à laquelle les entreprises seront confrontées. La reprise conjoncturelle – au Luxembourg comme dans la zone euro – a été plus forte qu'attendue et les répercussions positives sur le marché de l'emploi se sont manifestées. La reprise du volume de travail, à travers la baisse du chômage partiel et la hausse de l'emploi, sera de nature à soutenir la demande domestique. Le Luxembourg importe principalement des biens industriels non-énergétiques et leur taux d'inflation au Luxembourg dépend par conséquent aussi de l'inflation importée. En général, l'inflation importée est susceptible de s'accélérer en 2011. Selon les plus récentes projections des services de la BCE, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre 2,0% et 2,6% en 2011 contre 1,6% en 2010. Par rapport à l'exercice de décembre, ces projections ont été fortement ajustées à la hausse.

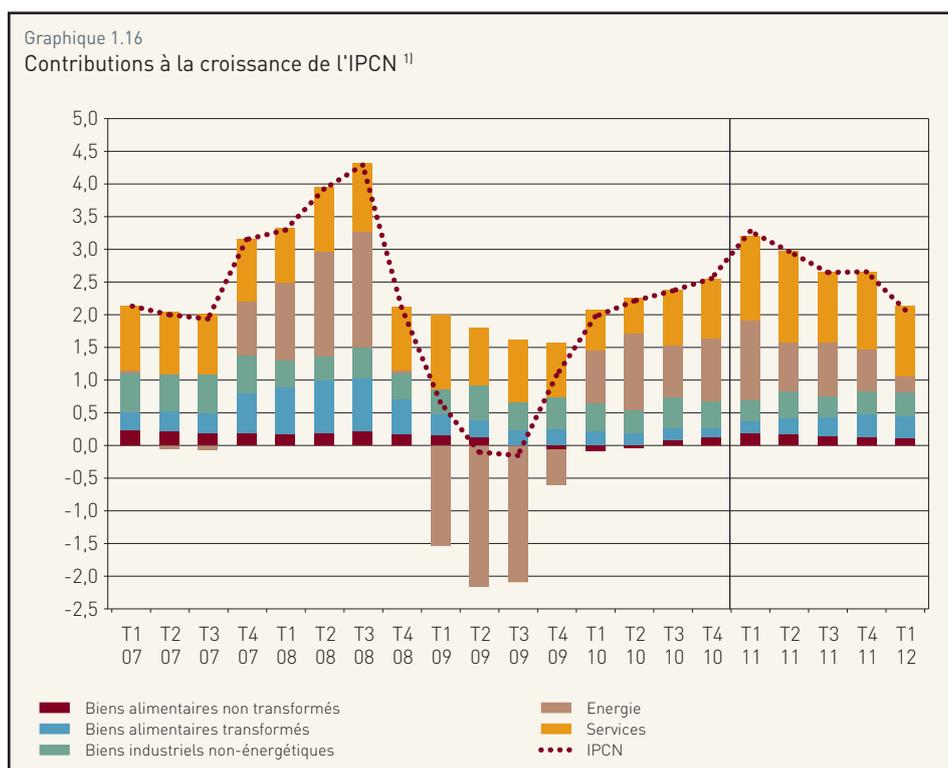
L'inflation des services s'accélérait fortement sous l'effet conjoint de la progression des coûts salariaux et des hausses des prix administrés. En ce qui concerne les salaires, ils ont d'abord été augmentés de 2,5% au mois de juillet 2010 avec l'échéance d'une tranche indiciaire⁹. Puis, le salaire minimum a été ajusté à concurrence de 1,9% au 1^{er} janvier 2011. En dépit des effets retardés de la récession de 2008/2009, la dynamique du salaire minimum resterait donc proche de celle des années précédentes. En ce qui concerne la dynamique des prix administrés, il est difficile d'établir une projection en l'absence d'informations détaillées. En revanche, le rehaussement très marqué des prix administrés en juillet 2010 et janvier 2011 va induire au cours des prochains mois un puissant effet de base, qui ne manquera pas d'affecter à la hausse les taux d'inflation subséquents. En conséquence, l'inflation des services s'accélérait en moyenne à 3,1% en 2011.

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

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

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques, qui s'était fortement accélérée depuis la mi-2009, devrait s'estomper au cours des prochains trimestres. Si les prix des produits pétroliers devaient encore progresser au cours des prochains mois et s'approcher de leurs niveaux de la mi-2008, leur taux de variation annuel reculerait tout de même, tout en demeurant positif jusqu'à la fin de l'horizon de projection. L'inflation annuelle des produits énergétiques reculerait progressivement, pour passer de 13% au premier trimestre 2011 à environ 2% un an plus tard. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, positive tout au long de 2010, le resterait sans discontinuer jusqu'à l'issue de 2011, avant de s'estomper par après (voir le graphique). En moyenne annuelle, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à environ 9% en 2011. Par rapport à l'exercice de décembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été fortement ajustées à la hausse.



Sources : Statec, projections BCL

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

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques, qui s'était fortement accélérée depuis la mi-2009, devrait s'estomper au cours des prochains trimestres. Si les prix des produits pétroliers devaient encore progresser au cours des prochains mois et s'approcher de leurs niveaux de la mi-2008, leur taux de variation annuel reculerait tout de même, tout en demeurant positif jusqu'à la fin de l'horizon de projection. L'inflation annuelle des produits énergétiques reculerait progressivement, pour passer de 13% au premier trimestre 2011 à environ 2% un an plus tard. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, positive tout au long de 2010, le resterait sans discontinuer jusqu'à l'issue de 2011, avant de s'estomper par après (voir le graphique). En moyenne annuelle, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à environ 9% en 2011. Par rapport à l'exercice de décembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été fortement ajustées à la hausse.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures s'est légèrement détérioré. En moyenne, le taux d'inflation afférent pourrait passer de 1,2% au premier trimestre de 2010 à 2,3% lors de la même période en 2011 pour converger vers 2,1% à la fin de 2011. Cette accélération résulterait largement du redressement des prix des services et dans une moindre mesure des prix des biens alimentaires. Par rapport à l'exercice précédent, ces projections ont été adaptées marginalement. La hausse plus importante qu'anticipé des prix administrés a été compensée par une absence d'impact du choc des prix des matières premières agricoles sur les prix des biens alimentaires.

Avec un taux de 3,6% en février 2011, l'inflation mesurée par l'IPCN global a vraisemblable-

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

	2010	2011	2010-2 ^e sem	2011-1 ^{er} sem	2011-2 ^e sem
IPCN	2,3	2,9 (0,6)	2,5 (-)	3,1 (0,5)	2,7 (0,6)
IPCN hors énergie	1,5	2,2 (0,1)	1,7 (-)	2,3 (-)	2,1 (0,2)
IPCH	2,8	3,2 (0,7)	2,8 (0,1)	3,4 (0,7)	3,1 (0,7)
IPCH énergie	11,7	8,7 (5,5)	10 (0,6)	10 (5,8)	7,5 (5,2)
IPCH hors énergie	1,7	2,5 (0,1)	1,8 (-)	2,5 (-)	2,5 (0,1)
Impact des mesures gouvernementales ¹⁾ sur l'IPCN, en p.p.	0,4	0,8			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en p.p.	0,6	1,0			

Source : BCL

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

En vertu de nos projections d'inflation, le paiement de la prochaine tranche indiciaire sur base du mécanisme automatique serait dû pour mai 2011, soit deux mois plus tôt qu'anticipé lors de l'exercice précédent. L'accord entre partenaires sociaux – conclu lors de réunions bilatérales entre le gouvernement et les syndicats puis entre le gouvernement et le patronat – prévoit que le paiement de cette tranche indiciaire soit repoussé jusqu'en octobre 2011. *Ceteris paribus* et sur base de ces projections d'inflation, cette mesure contribuerait à contenir la progression des salaires nominaux de l'ordre de 1,0 p.p. en 2011.

Les projections d'inflation désagrégées ne couvrent que le court terme. Au-delà du premier trimestre 2012, des calculs simplistes permettent néanmoins de dégager quelques pistes. En supposant par exemple un niveau inchangé des hypothèses techniques relatives au taux de change et au prix du pétrole, l'inflation globale pourrait à nouveau reculer en 2012. La contribution des prix de l'énergie – largement positive en 2011 – se dissiperait à partir du deuxième trimestre 2012. Dans ce cas de figure, la dynamique de l'inflation globale serait aussi dictée par la dynamique de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie.

En vertu de ce scénario, le paiement de la tranche indiciaire subséquente serait dû pour le deuxième trimestre 2012, donc plusieurs mois plus tôt qu'envisagé en décembre 2010¹⁰. Il en résulterait une accélération très nette de la dynamique des salaires en 2012, et une variation de plus de 1 p.p. par rapport au scénario antérieur. La modulation du mécanisme d'indexation pour l'année 2011 a permis de temporiser les effets de la hausse récente du prix du pétrole sur la progression de salaires. En raison de son caractère temporaire toutefois, elle n'arriverait pas à contrer efficacement ces effets. Il est admis que le choc sévère sur le prix du pétrole persisterait au-delà de 2011, de sorte que la modulation reporterait uniquement à l'année 2012 l'impact sur l'échelle mobile des salaires. Il en résulterait des implications défavorables pour l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie. Le paiement de deux tranches indiciaires serait superposé sur une période de plusieurs mois et il serait à la base d'un rehaussement plus marqué des prix des services, amplifiant de ce fait les effets directs résultant du choc initial de la hausse du prix du pétrole.

Selon le Conseil des gouverneurs de la BCE, il s'agit d'éviter absolument un tel scénario. Ces effets – dits de second tour – perpétuent le choc initial et ils risquent de donner une dynamique auto-entretenu aux prix à la consommation – une spirale prix-salaires – qui pourrait s'avérer difficile à rompre. Un raisonnement analogue est sous-jacent au nouveau dispositif de surveillance macroéconomique, qui sera bientôt d'application au niveau européen. Si celui-ci ne peut influencer ex ante la formation des salaires, il veillera tout de même de près aux évolutions divergentes des prix et des coûts dans tous les pays de la zone euro. Ex post, le Conseil européen pourra aussi demander aux gouvernements des ajustements qu'il juge nécessaires. Finalement, dans ce double contexte préventif, l'extension de la modulation du mécanisme

10 Voir Bulletin BCL 2010/3, pp.76-82

de l'indexation automatique des salaires à l'année 2012 et également au-delà serait un strict minimum que le gouvernement devrait envisager. Celle-ci avait d'ailleurs été discutée lors des réunions bipartites au printemps 2010 sans que les partenaires sociaux n'aient pu s'accorder sur les modalités.

Analyse des risques

Les projections précitées ont été préparées sur base des hypothèses techniques datant de la mi-février et elles sont cohérentes avec les projections macroéconomiques des services de la BCE. Cependant, depuis la finalisation de cet exercice, les bouleversements politiques dans plusieurs pays arabes ont poussé considérablement à la hausse le prix du pétrole. Début mars, le prix du Brent cotait aux environs de 115 \$/bl contre à peu près 100\$/bl vers la mi-février.

Une mise à jour des projections d'inflation sur base du seul impact de l'ajustement des hypothèses du prix du pétrole sur la composante énergie impliquerait une détérioration supplémentaire des projections d'inflation. Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH seraient revus à la hausse de 0,4 p.p. et de 0,6 p.p., pour atteindre respectivement 3,3 % et 3,8 % en 2011. Ces révisions potentielles constitueraient aussi une borne inférieure de l'impact total, car, compte tenu de l'ampleur de la hausse du prix du pétrole, des effets indirects sur les prix des autres biens et services deviendraient également plus probables. Par rapport au scénario de base précité, l'échéance de la tranche indiciaire de 2012 serait encore une fois avancée de deux mois, poussant davantage les salaires à la hausse et amplifiant de la sorte les effets de second tour.

2.1.2 Les prix à la production industrielle

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

Les données les plus récentes, relatives au quatrième trimestre de l'année 2010, montrent une baisse des prix des biens industriels du fait notamment du repli des prix dans les secteurs des biens intermédiaires et énergétiques. Une analyse plus détaillée indique qu'un sous-secteur en particulier a vu ses prix nettement reculer au quatrième trimestre. Il s'agit du secteur des produits sidérurgiques, tubes et autres produits de première transformation de l'acier.

Au total, les prix à la production industrielle se sont redressés en moyenne sur l'ensemble de l'année 2010, à hauteur de 3,7%.

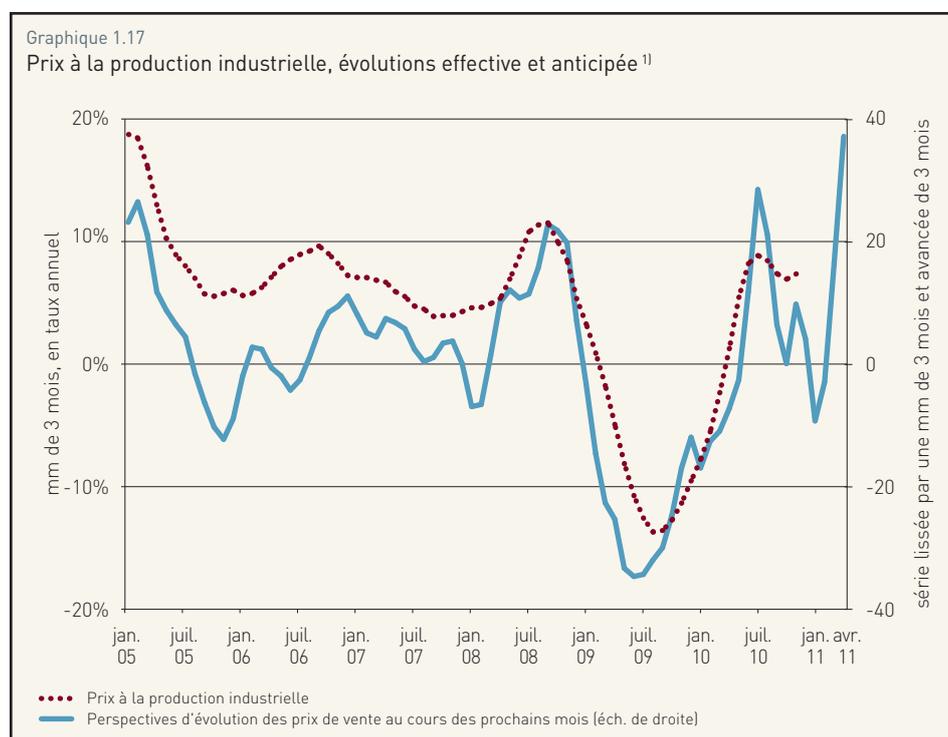
Tableau 1.5

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

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

Source : STATEC

Après avoir atteint un point bas en mars 2009, les enquêtes de conjoncture harmonisées indiquaient clairement jusqu'en mai dernier que le taux de variation annuel de l'indice global des prix au Luxembourg devrait poursuivre sa progression au cours des prochains mois. Depuis, le solde d'opinion relatif aux évolutions anticipées des prix à la production dans l'industrie est apparu très volatil. Il n'en reste pas moins qu'en février 2011, il continuait à évoluer à des niveaux extrêmement élevés. Aussi, il semblerait que le recul observé des prix à la production au quatrième trimestre 2011 ne soit que temporaire. Par ailleurs, les tensions politiques et sociales qui ont émergé au Maghreb et au Moyen-Orient depuis le début de l'année ont conduit le cours du baril vers des niveaux extrêmement élevés. Ces événements, s'ils se prolongeaient, devraient mettre fin à la baisse du prix de l'énergie observée au cours de ces derniers trimestres.



Sources : Statec, calculs BCL

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

2.2 L'INDUSTRIE

La production industrielle a nettement rebondi en 2010, après s'être littéralement effondrée en 2009. Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches de l'industrie ont vu leur production se redresser en 2010, même si les trajectoires infra-annuelles ont quelque peu varié d'un secteur à l'autre. Deux secteurs ont ainsi vu leurs rythmes de production ralentir fortement entre le premier et le deuxième semestre de l'année 2010. Il s'agit de l'industrie des biens intermédiaires et de la sidérurgie. Il convient de rappeler que les évolutions de la production dans ces deux secteurs sont en partie liées, puisque le secteur des biens intermédiaires en matériaux utilisés dans la construction et l'automobile constituent deux importants débouchés de la sidérurgie.

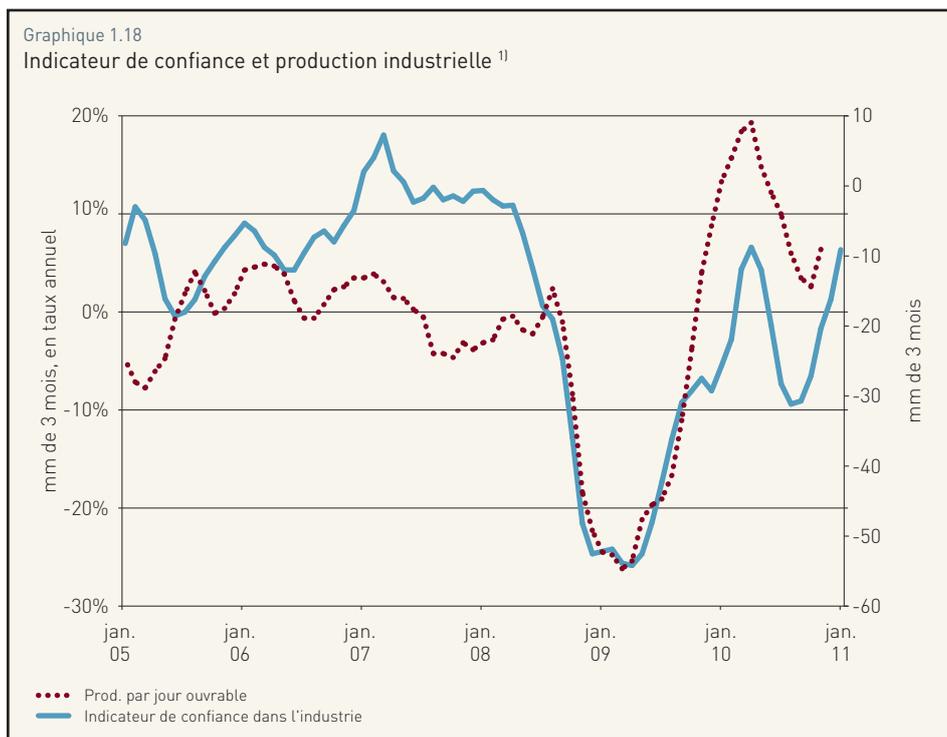
Tableau 1.6

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

	2009	2010	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-15,9	10,2	-16,5	2,8	15,6	14,5	5,2	6,2
Pjo - Biens intermédiaires	-16,6	10,0	-17,4	12,8	23,3	16,6	-0,1	2,2
Pjo - Biens d'équipement	-29,9	12,8	-31,9	-22,2	-0,7	17,9	22,1	12,4
Pjo - Biens de consommation	-5,3	11,8	-5,7	7,0	17,2	6,2	11,0	13,6
Pjo - Energie	-2,7	11,8	-2,3	0,7	9,2	22,9	4,1	12,1
Pjo - Industrie hors sidérurgie	-14,8	9,6	-15,7	-0,6	13,4	12,2	6,5	6,7
Pjo - Sidérurgie	-24,2	15,8	-22,8	46,1	36,9	35,7	-5,7	1,7

Source : STATEC

Graphique 1.18
Indicateur de confiance et production industrielle ¹⁾



Sources : Statec, calculs BCL

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

Sur l'ensemble de l'année 2010, la croissance de l'activité industrielle a été nettement plus dynamique au Luxembourg que dans la zone euro, où la production n'a progressé que de 7,1% (contre 10,2% au Luxembourg). Il n'en reste pas moins que le niveau de la production industrielle du Luxembourg se situe fin décembre 2010 à un niveau qui reste de 7% inférieur au point observé en août 2008, tout comme la zone euro sur la même période.

D'après les récentes enquêtes mensuelles de conjoncture dans l'industrie, il semblerait que l'embellie du moral des industriels soit de retour. L'indicateur de confiance dans l'industrie, qui s'était fortement dégradé au troisième trimestre 2010, est à nouveau favorablement orienté depuis octobre dernier. Depuis le mois de décembre 2010, il évolue au-des-

sus de sa moyenne historique [-13,1]. Les plus récentes enquêtes trimestrielles dans l'industrie indiquent quant à elles que le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) a nettement progressé en janvier, alors qu'il avait reculé en octobre mettant ainsi fin à cinq trimestres consécutifs de hausse. Le TUC s'établit désormais à 82,0% au Luxembourg (contre 80% dans la zone euro), soit légèrement en dessous de sa moyenne historique, qui est estimée à 83% (81,2% pour la zone euro) par la Commission européenne.

2.3 LA CONSTRUCTION

L'activité dans le secteur de la construction a fait preuve d'une relative résistance en 2008 et en 2009 par rapport à l'industrie, avant d'afficher des résultats décevants en 2010. Le niveau de la production a en moyenne quasiment stagné en 2010 par rapport à 2009 et ce en dépit d'un redressement des heures travaillées. Les plus récentes enquêtes de conjoncture dans le secteur de la construction semblent indiquer, malgré une volatilité accrue sur la période récente, que la confiance des entrepreneurs a cessé de s'améliorer depuis octobre dernier.

Dans le secteur résidentiel, les permis de construire de logements ont reculé de 21,0% au quatrième trimestre de l'année 2010. Sur cette même période, les autorisations de construction de maisons individuelles et maisons à appartements ont diminué de respectivement 11,2% (après +28,9% au troisième trimestre) et de 25,3% (après -12,6% au troisième trimestre). Sur l'ensemble de l'année 2010, les permis ont progressé de manière dynamique sur le segment des maisons individuelles (+32,9%) tandis qu'ils ont reculé pour les maisons collectives (-11,7%). Au total, sur l'ensemble de l'année 2010, le nombre total de permis de bâtir enregistre une quasi-stabilisation par rapport à la même période un an plus tôt en se situant à 3551.

Dans le même temps, les plus récentes statistiques relatives aux prix de vente des appartements indiquent qu'au troisième trimestre 2010, les prix des appartements ont augmenté de 1,2% par rapport au trimestre précédent. Ainsi, fin septembre 2010, le prix des appartements se situait à un niveau de 4,8% supérieur à celui que l'on observait un an auparavant.

Les statistiques bancaires, quant à elles, indiquent que l'encours des crédits immobiliers accordés aux ménages a enregistré une hausse régulière dans un passé récent, oscillant autour de 7% depuis la fin de l'année 2009. En termes de contrats, les nouveaux crédits accordés s'étaient inscrits en très nette progression en 2009 par rapport au nombre de contrats signés en 2008, dans un contexte de taux hypothécaires historiquement bas. Sur l'ensemble de l'année 2010, le nombre de nouveaux crédits accordés a baissé de 15,8% par rapport à la même période en 2009.

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

	2009	2010	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Chiffre d'affaires - Total	12,0	2,9	2,4	29,1	-2,4	1,3	15,5	-1,4
Production par jour ouvrable -Total	1,1	0,2	5,6	3,1	-1,3	4,0	1,6	-3,8
Heures travaillées	-0,9	1,2	3,5	-5,0	-2,6	9,1	-6,0	4,9
Permis de bâtir ¹⁾	-8,5	0,3	-2,8	-4,4	40,4	13,7	-3,8	-21,0
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	6,4	7,0	5,8	6,7	6,9	7,0	6,6	7,4
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	34,2	-15,8	41,7	70,0	6,4	-9,6	-31,4	-19,7
Taux hypothécaires	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9

Source : STATEC

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

2.4 LE COMMERCE ET LES AUTRES SECTEURS

En 2009, le commerce de gros – hors automobiles et motocycles – a enregistré sa deuxième année consécutive de baisse. Le commerce de détail fait preuve de plus de résistance, son chiffre d'affaires (CA) accusant une quasi-stabilisation en 2009.

Les plus récentes statistiques, plus encourageantes, indiquent que sur les onze premiers mois de l'année 2010, le chiffre d'affaires a nettement progressé dans le commerce de détail (+11,3%) et le commerce de gros hors automobiles et motocycles (+23,4%). Dans le secteur des services, les évolutions apparaissent aussi encourageantes sur les onze premiers mois de l'année. Ainsi, le chiffre d'affaires a progressé de 24% dans les transports aériens, de 7% dans la « programmation, conseil et autres activités informatiques » et de 7,9% dans les activités juridiques, comptables et conseil de gestion ».

Dans le secteur automobile, les statistiques font apparaître un redressement plus modéré du chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile sur les onze premiers mois de l'année 2010 (+3,6%). Les immatriculations automobiles ont baissé de 7,8% sur l'ensemble du quatrième trimestre 2010 (par rapport au trimestre correspondant un an plus tôt), après avoir enregistré un léger repli au troisième. Il semblerait que la non-reconduction par le gouvernement des régimes d'aides financières CAR-e au-delà du 31 juillet 2010 ait contribué au dynamisme des immatriculations au premier semestre 2010 et aux baisses observées depuis lors. Au total, les immatriculations automobiles au Luxembourg ont tout de même progressé de 4,8% sur l'ensemble de l'année 2010, alors que la zone euro dans son ensemble affiche une baisse d'environ 5,5% sur la même période (-23,2% en Allemagne et -2,2% en France).

Selon les dernières statistiques, les immatriculations ont enregistré en janvier une nouvelle baisse au Luxembourg par rapport au même mois de l'année passée (-5,2%).

Tableau 1.8

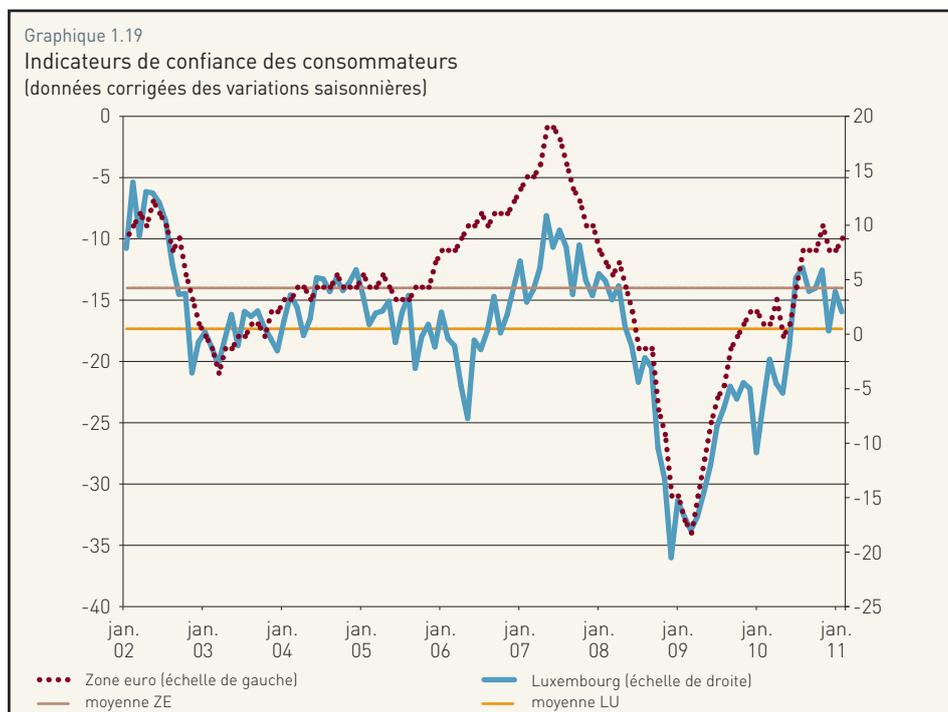
Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs* (en taux de variation annuel)

	2009	2010	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Immatriculations de voitures	-9,3	4,8	-11,8	-0,7	11,0	13,0	-1,2	-7,8
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-9,8	-	-14,0	-6,0	-3,3	10,7	6,2	-
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-20,7	-	-29,0	-3,9	14,2	35,1	25,6	-
Commerce de détail	0,1	-	-1,5	9,7	11,1	11,8	11,4	-
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et des ventes de cms)	-0,4	-	-2,1	4,1	3,0	2,7	3,8	-
Hôtels et restaurant	-2,1	-	-1,9	-2,3	1,1	0,3	1,4	-
Transport aérien	-23,1	-	-23,9	-18,0	13,6	38,2	21,7	-
Transport par eau	-16,5	-	2,8	-22,4	6,9	22,5	-25,4	-
Transport terrestre	-6,8	-	-12,2	1,3	-3,0	8,4	5,2	-
Services auxiliaires des transports	-19,5	-	-24,7	-12,1	20,6	36,1	41,6	-

Source : STATEC

* En valeur.

2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS



Sources : BCL et Commission européenne

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs¹¹ du Luxembourg au second semestre 2007 a coïncidé avec l'apparition des turbulences financières. L'indicateur de confiance des consommateurs a atteint son minimum historique en décembre 2008. Ensuite, il a été favorablement orienté jusqu'à la fin de l'année 2010, même si ses évolutions au mois le mois sont apparues nettement plus volatiles que celles observées au niveau de la zone euro. Les données récentes indiquent que la progression de la confiance des consommateurs semble avoir marqué une pause depuis décembre dernier au Luxembourg et dans la zone euro.

La plus récente enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date de février 2011. Elle indique que l'indicateur de confiance, après correction des variations saisonnières, a faiblement reculé.

11 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.

Les composantes de l'indicateur ont affiché des évolutions contrastées en février. Les anticipations des consommateurs relatives à la situation économique générale au Luxembourg se sont nettement améliorées par rapport à janvier. En revanche, la composante « situation financière des ménages » s'est quelque peu repliée en février, tandis que celle relative à leur capacité d'épargner a enregistré une forte baisse. La composante relative à l'évolution future du chômage n'a enregistré aucune variation en février.

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

Tableau 1.9

Indicateur de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)

	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	
2009	février	-17	-33	70	-6	43
	mars	-18	-36	70	-6	41
	avril	-17	-34	75	-3	46
	mai	-14	-29	66	-4	40
	juin	-12	-23	64	-3	41
	juillet	-8	-19	57	-1	43
	août	-7	-17	53	1	41
	septembre	-5	-13	54	2	45
	octobre	-6	-12	53	-1	42
	novembre	-5	-8	52	0	43
	décembre	-5	-11	58	-1	49
	2010	janvier	-11	-17	62	1
février		-6	-14	52	1	39
mars		-2	-7	48	1	45
avril		-5	-7	41	-3	33
mai		-5	-25	31	-10	44
juin		-1	-12	26	-7	40
juillet		5	-9	19	-4	52
août		6	-1	18	-1	43
septembre		4	-7	18	3	38
octobre		4	-1	22	-5	46
novembre		6	1	24	0	46
décembre		0	-1	35	-6	43
2011	janvier	4	-2	30	-4	52
	février	2	2	30	-5	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 des attentes.

2.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

2.6.1 L'emploi

Le repositionnement de la conjoncture sur un sentier de croissance commence à porter ses fruits sur le front de l'emploi. De fait, après avoir subi de plein fouet les conséquences de la crise, la progression annuelle de l'emploi total s'est accélérée tout au long de 2010 pour atteindre 2,4% en janvier 2011. De même, l'emploi salarié a progressé de 2,6% en janvier 2011 par rapport au même mois de l'année précédente et s'est établi à 344 718 salariés (après 0,3%, soit 336 078 un an plus tôt).

Tableau 1.10

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

	Emploi salarié*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «strict» désaisonnalisé	Taux de chômage «large»	Taux de chômage «large» désaisonnalisé
2005	3,2	0,2	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%	6,1%
2006	4,1	-0,7	3,8	6,7	1,9	2,1	4,4%	4,4%	6,3%	6,3%
2007	4,6	0,5	4,4	7,9	2,4	2,4	4,4%	4,4%	6,1%	6,1%
2008	5,0	2,5	4,8	7,2	3,2	3,2	4,4%	4,4%	5,7%	5,7%
2009	1,2	1,4	1,2	1,0	1,4	2,7	5,7%	5,7%	7,0%	7,0%
2010	1,8	1,3	1,8	1,8	1,8	2,2	6,1%	6,0%	7,7%	7,7%
2008-T3	5,1	2,7	4,9	7,2	3,3	3,4	4,2%	4,4%	5,5%	5,7%
2008-T4	4,2	2,0	4,1	5,7	2,9	3,3	4,7%	4,6%	6,0%	5,9%
2009-T1	2,7	0,8	2,6	3,4	2,0	3,2	5,6%	5,2%	6,8%	6,9%
2009-T2	1,5	1,4	1,5	1,4	1,5	2,9	5,4%	5,6%	6,7%	6,9%
2009-T3	0,3	1,7	0,4	-0,3	1,0	2,5	5,6%	5,8%	6,9%	7,2%
2009-T4	0,2	1,9	0,3	-0,6	0,9	2,4	6,1%	5,9%	7,5%	7,4%
2010-T1	0,7	3,3	0,8	0,3	1,2	2,1	6,3%	6,0%	7,8%	7,5%
2010-T2	1,7	1,4	1,7	1,6	1,7	2,1	5,7%	6,0%	7,4%	7,5%
2010-T3	2,2	0,4	2,1	2,2	2,0	2,2	5,8%	6,1%	7,4%	7,7%
2010-T4	2,5	0,6	2,3	2,7	2,1	2,2	6,3%	6,1%	7,9%	7,8%
Jan-10	0,3	3,2	0,4	-0,2	0,9	1,9	6,4%	6,0%	7,8%	7,4%
Fév-10	0,7	3,4	0,9	0,4	1,2	2,1	6,4%	6,0%	7,9%	7,5%
Mars-10	1,0	3,2	1,2	0,8	1,5	2,2	6,2%	6,0%	7,7%	7,5%
Avr-10	1,5	1,7	1,5	1,4	1,6	2,1	5,9%	6,0%	7,5%	7,5%
Mai-10	1,7	1,2	1,6	1,4	1,8	2,1	5,6%	6,0%	7,3%	7,5%
Juin-10	1,9	1,3	1,9	1,9	1,9	2,2	5,6%	6,0%	7,3%	7,6%
Juil-10	2,0	0,6	1,9	2,0	1,9	2,2	5,7%	6,1%	7,4%	7,7%
Août-10	2,3	0,5	2,2	2,3	2,0	2,3	5,8%	6,1%	7,4%	7,7%
Sep-10	2,3	0,3	2,2	2,4	2,0	2,2	5,9%	6,1%	7,6%	7,8%
Oct-10	2,4	0,7	2,3	2,6	2,1	2,2	6,1%	6,1%	7,8%	7,8%
Nov-10	2,5	0,6	2,4	2,8	2,1	2,2	6,2%	6,1%	7,9%	7,8%
Déc-10	2,5	0,5	2,3	2,7	2,1	2,2	6,5%	6,0%	8,1%	7,8%
Jan-11	2,6	-0,4	2,4	2,9	2,1	2,1	6,5%	6,0%	8,2%	7,9%

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

* Les données concernant l'emploi pour les mois de novembre 2010 à janvier 2011 sont des estimations.

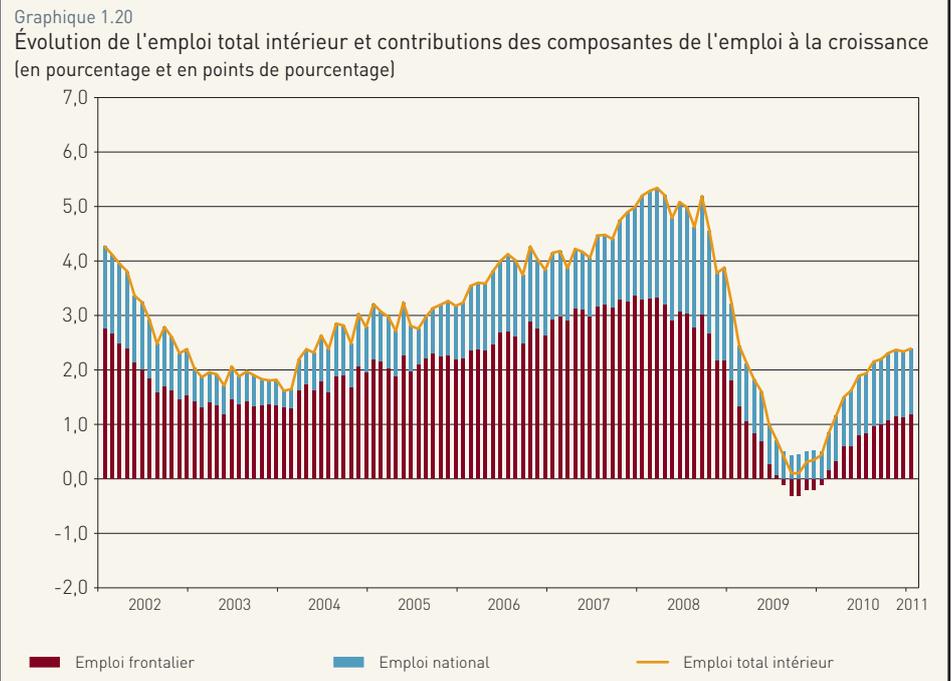
Le regain de dynamisme observé du côté de l'emploi a abouti à la création nette de plus de 8 500 postes entre janvier 2010 et janvier 2011, soit la meilleure performance enregistrée depuis début 2009. Tout en demeurant largement en deçà de sa moyenne historique¹², le poids des salariés frontaliers dans les postes nouvellement créés (en net) a progressivement augmenté tout au long de l'année 2010, pour s'établir à 49 % en janvier 2011. Comme le témoigne le graphique suivant, après avoir évolué négativement au cours de la deuxième moitié de 2009, la contribution de l'emploi frontalier à la croissance de l'emploi n'a cessé de s'améliorer par la suite pour atteindre 1,2p.p. en ce début d'année 2011. Selon les dernières estimations, la progression annuelle de l'emploi frontalier s'est établie à 2,9% en janvier 2011, contre 2,1% du côté de l'emploi résident.

L'évolution favorable de l'emploi frontalier trouve son reflet du côté du travail intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés non-résidents. Les données disponibles à ce stade font état d'une progression annuelle de 5,3% de l'emploi intérimaire entre novembre 2009 et novembre 2010, soit l'équivalent d'une hausse de 332 emplois. Le nombre d'intérimaires s'est établi à 6 631 en novembre 2010, contre seulement 6 299 un an plus tôt et 5 497 en janvier 2010. Par rapport au mois d'octobre 2010 on constate néanmoins une baisse du nombre d'intérimaires de l'ordre de 14,2%, soit l'équivalent de 1 095 personnes. Les mois à venir permettront de déterminer si cette récente baisse est liée à des effets saisonniers ou si au contraire elle signale une éventuelle décélération de l'emploi.

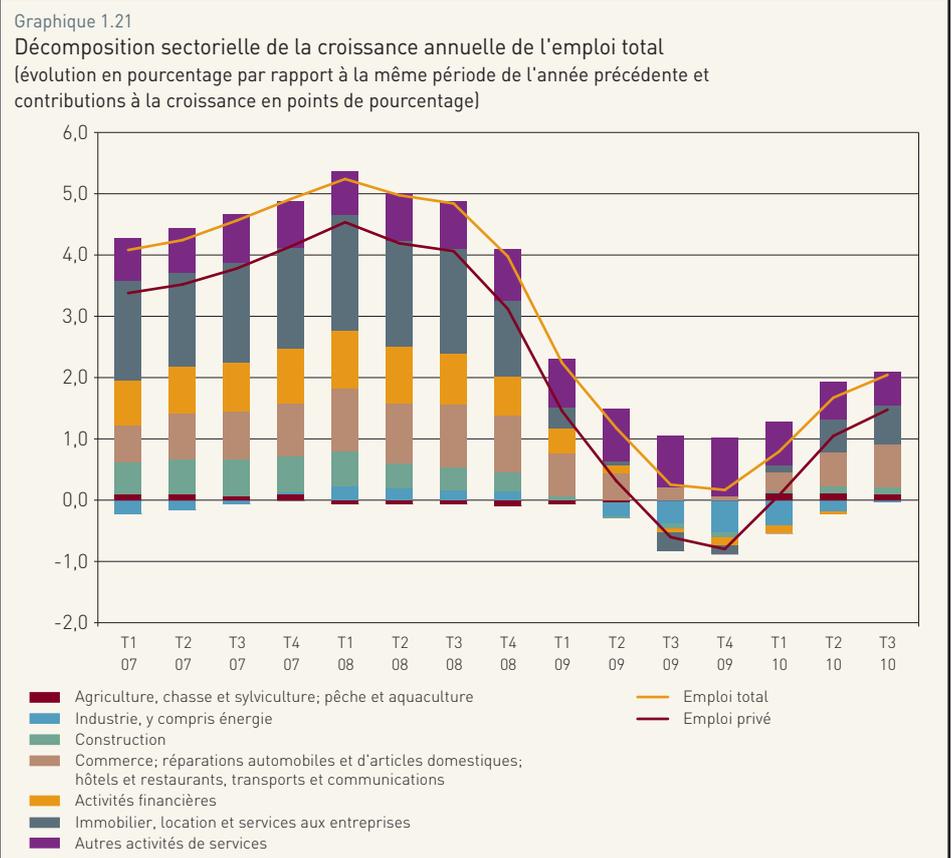
12 Entre janvier 1998 et septembre 2008, les frontaliers représentaient en moyenne 67% des créations nettes d'emplois.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle qu'au troisième trimestre 2010, la croissance annuelle de l'emploi (2,0%) a essentiellement trouvé son origine dans le secteur du commerce et assimilés (expliquant 0,7 p.p. de la progression annuelle de l'emploi au cours du trimestre sous revue). Par ailleurs, les secteurs « autres activités de services » et « immobilier, location et services aux entreprises » ont pour leur part chacun contribué à hauteur de 0,6 p.p. à la croissance annuelle de l'emploi. Il convient de noter que l'évolution enregistrée par le secteur « immobilier, location et services aux entreprises » est probablement en grande partie liée à la forte hausse de l'emploi intérimaire.

Par rapport au même trimestre de l'année précédente, à l'exception de l'industrie (-0,3%) l'emploi a évolué favorablement dans l'ensemble des secteurs économiques. A noter également que l'emploi a cessé de se dégrader dans le secteur financier (0,0%). Par rapport au trimestre précédent, la progression de l'emploi total s'est établie à 0,2% au troisième trimestre 2010. La baisse de l'emploi dans les « autres activités de services » (-0,4%) a été compensée par une légère hausse de l'emploi dans le secteur commercial (0,6%), le secteur de l'immobilier (0,4%) ainsi que dans l'industrie (0,3%) où l'emploi augmente légèrement pour le deuxième trimestre consécutif. Par ailleurs, le secteur « activités financières » enregistre pour le quatrième trimestre consécutif une stagnation de l'emploi (0,0%).



Sources : ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL



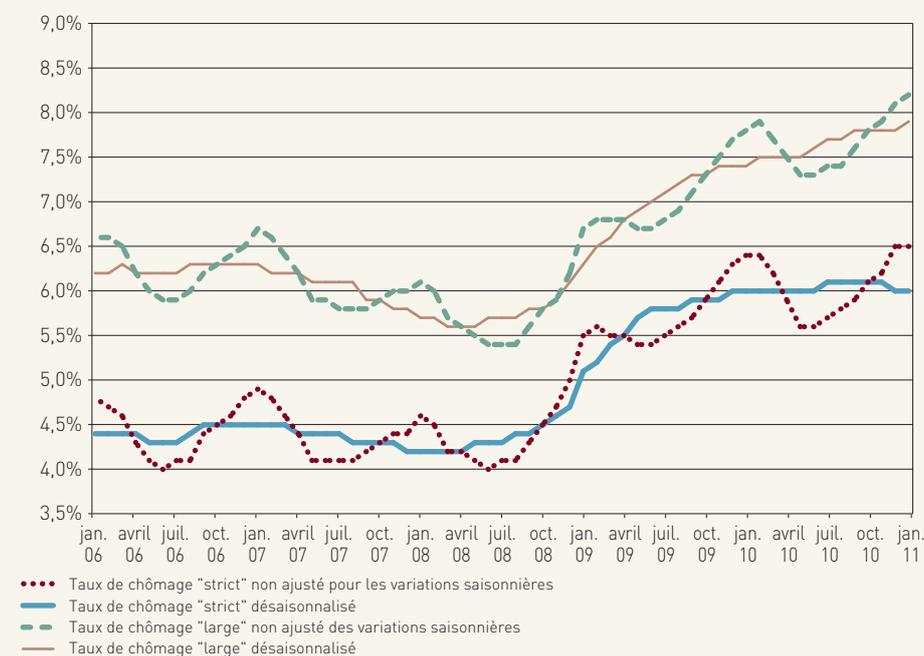
Sources : Statec, calculs BCL

Remarque : les données ne sont pas ajustées pour les variations saisonnières

2.6.2 Le chômage

Graphique 1.22

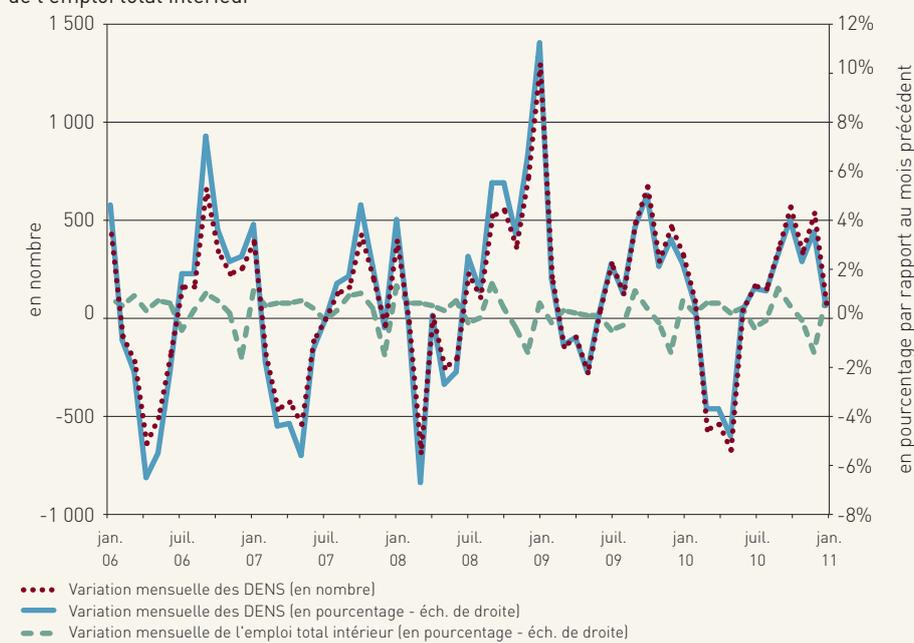
Taux de chômage « strict » et taux de chômage « large »



Sources : ADEM, IGSS, Statec

Graphique 1.23

Évolution mensuelle du nombre de demandes d'emploi non satisfaites (DENS) et de l'emploi total intérieur



Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

En écho à la reprise graduelle de l'emploi, la situation sur le front du chômage est entrée dans une phase de quasi-stabilisation au cours des derniers mois. En effet, selon les plus récentes estimations, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé s'est établi à 6,0% en janvier 2011. Depuis le mois de décembre 2009, le taux de chômage désaisonnalisé stagne autour des 6,0%-6,1%, ce qui corrobore une certaine stabilisation de la situation fondamentale.

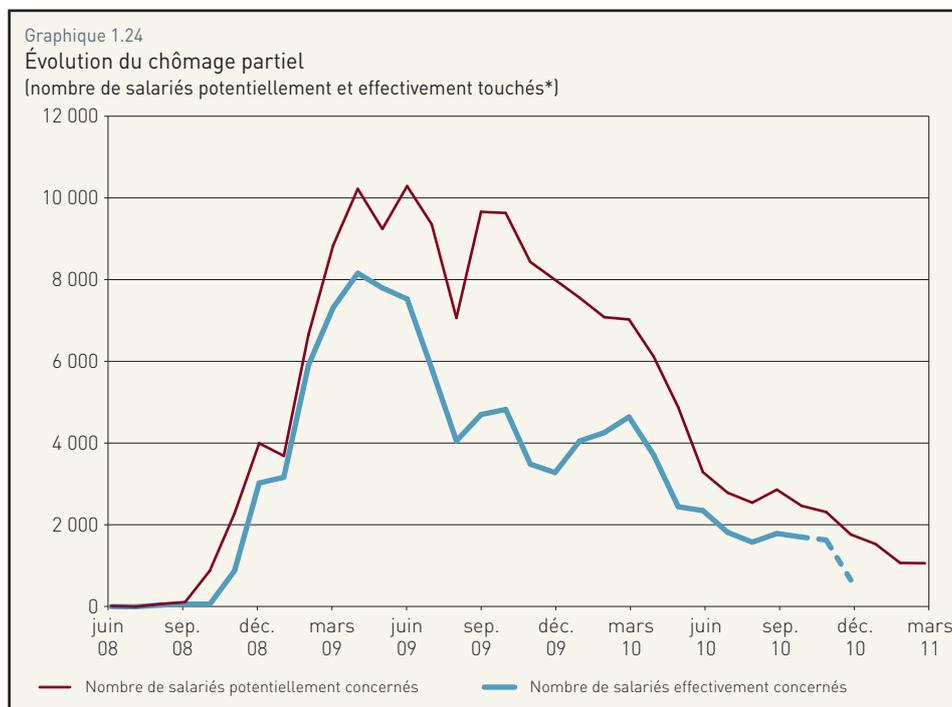
Nonobstant cela, le taux de chômage « strict » non-ajusté pour les variations saisonnières a poursuivi sa tendance ascendante entamée à nouveau depuis le mois de juillet 2010, pour s'établir à 6,5% en janvier 2011. Dès lors, selon les données provisoires, 15 641 personnes étaient inscrites en tant que demandeurs d'emploi auprès de l'ADEM en ce début d'année. Par rapport à la même période de l'année précédente, cela revient à une augmentation de 3,3%, soit l'équivalent de 504 personnes. Par ailleurs, le record historique précédent, qui avait été atteint en février 2010 (15 222 demandeurs d'emploi) a été dépassé pour le deuxième mois consécutif.

A ce stade, il convient néanmoins de relativiser ces évolutions *a priori* négatives et de les replacer dans leur contexte. De fait, comme en témoigne le graphique suivant, les fins d'années – et notamment les mois de décembre – sont en général caractérisées par une baisse significative de l'ensemble des composantes de l'emploi intérieur et par une hausse concomitante du chômage. Ceci s'explique en particulier par le fait que de

nombreux contrats de travail, notamment dans l'emploi intérimaire, arrivent à leur terme en fin d'année. De plus, il est possible qu'il existe un léger décalage temporel entre la baisse de l'emploi et la hausse du nombre de chômeurs en raison de la date d'inscription auprès de l'ADEM, ce qui explique la poursuite de la hausse du chômage au mois de janvier 2011. Les prochains mois permettront de déterminer si la récente accélération du chômage est due à des effets purement saisonniers et temporaires ou si celle-ci est susceptible de persister dans le temps. Comme indiqué précédemment, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé demeure quant à lui stable à 6,0% en ce début d'année 2011.

De son côté, le taux de chômage « large » ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 7,9% au mois de janvier 2011, en hausse de 0,5p.p. par rapport à la même période de l'année précédente. Cette évolution s'explique essentiellement par la forte progression enregistrée du côté des mesures de soutien à l'emploi. De fait, le nombre de chômeurs bénéficiant d'une telle mesure s'est établi à 4 154 en janvier 2011, en hausse de 23,7% (soit l'équivalent de 796 personnes) par rapport à janvier 2010. En ce début d'année, les demandeurs d'emploi bénéficiant de telles mesures étaient répartis comme suit dans les différentes mesures existantes : 25,8% étaient affectés à des mesures spéciales destinées à des demandeurs d'emplois non indemnisés par l'ADEM et pris en charge par des associations sans but lucratif, 20,8% étaient affectés à des contrats d'initiation-emploi destinés aux jeunes chômeurs, 14,7% étaient affectés à des mesures de formation et 12,8% faisaient l'objet d'affectations temporaires (incluant des travaux d'utilité collective et des stages en entreprise). Les 25,8% restants étaient répartis entre les mesures de soutien restantes.

La tendance baissière empruntée du côté du chômage partiel, en particulier au cours de la deuxième moitié de l'année 2010 semble témoigner d'une certaine amélioration de la situation sur le marché du travail. Au mois de mars 2011, le nombre de demandes introduites par les entreprises s'est établi à 30 (dont 23 ont été avisées favorablement par le Comité de conjoncture). Les demandes d'autorisation ont ainsi été divisées par trois en l'espace d'un an. Par ailleurs, au mois de mars 2011, 1 066 salariés étaient potentiellement concernés par des mesures de chômage partiel contre 7 029 un an auparavant. La ventilation sectorielle des demandes de chômage partiel révèle qu'en mars 2011, ces demandes proviennent essentiellement du secteur industriel (de l'industrie manufacturière) et dans une moindre mesure de la construction, du secteur commercial¹³ ainsi que du secteur « transports et entreposage ».

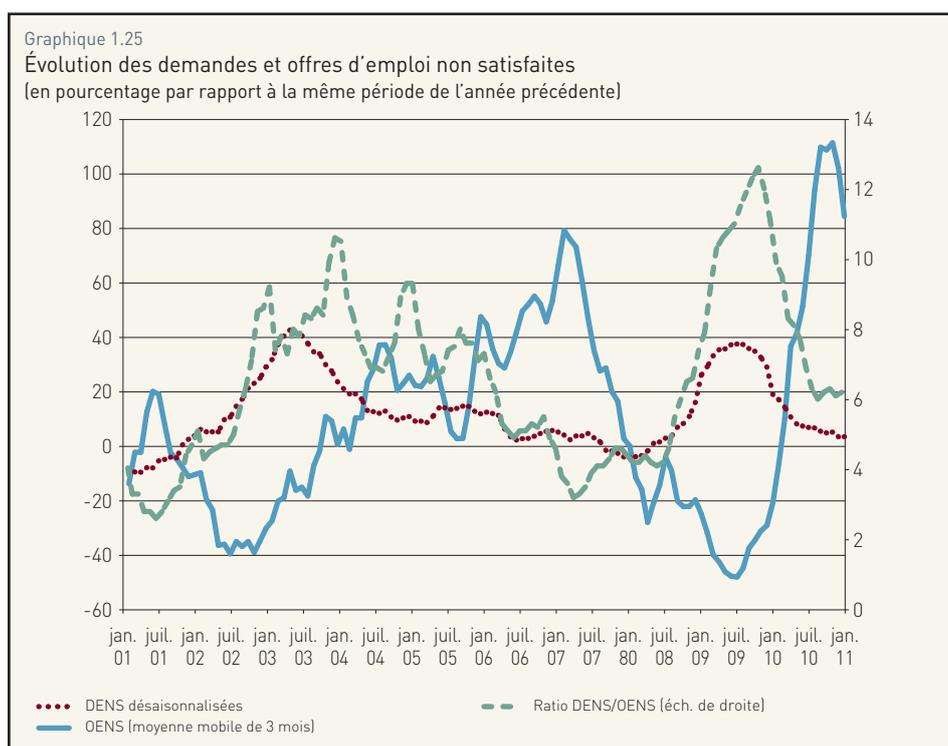


Source : Comité de conjoncture

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

¹³ Ces demandes de chômage partiel proviennent du secteur « Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles » ainsi que du sous-secteur « Commerce de gros, à l'exception des automobiles et des motocycles ».

Selon la base de données mensuelle de l'IGSS, la durée moyenne de travail a augmenté en glissement annuel de 0,4% au troisième trimestre 2010, après avoir augmenté de 1,3% (également en variation annuelle) au cours du trimestre précédent et avoir légèrement baissé au premier trimestre 2010 (-0,8%). Ces chiffres font référence au nombre d'heures travaillées en moyenne par salarié et par mois. En raison d'une rupture statistique engendrée par l'introduction du Statut Unique au 1^{er} janvier 2009 et afin de pouvoir faire des comparaisons entre les différentes années, ces chiffres incluent également les heures rémunérées mais non effectuées¹⁴. Dans la limite des informations disponibles, en corrigeant la durée moyenne de travail du nombre d'heures rémunérées mais non effectuées, on peut estimer le nombre d'heures effectivement prestées par les salariés (incluant les heures supplémentaires). Ces chiffres corrigés font état d'une baisse du nombre d'heures travaillées par salarié et par mois de 1,0% au premier trimestre 2010 suivi d'une hausse de 0,9% au deuxième et d'une légère augmentation de 0,2% au troisième trimestre 2010 (en variation par rapport à la même période de l'année précédente). Les données préliminaires relatives au quatrième trimestre 2010 pointent vers une baisse de la durée moyenne de travail en variation annuelle.



Sources : ADEM, calculs BCL

Remarque : les chiffres relatifs aux DENS sont ajustés pour les variations saisonnières. De plus, afin de tenir compte d'effets saisonniers, nous avons calculé une moyenne mobile de trois mois pour les OENS.

Dans ce contexte, les offres d'emploi non satisfaites (OENS) ont augmenté graduellement en 2010, après s'être largement détériorées au cours de l'année précédente. De fait, 1 959 emplois ont été proposés en moyenne au cours de l'année 2010 (après 1 270 postes offerts en moyenne l'année précédente). En janvier 2011, les offres d'emploi se sont établies à 2 410, soit à un niveau proche de ceux enregistrés avant la crise. Dans le même temps, bien que la dégradation constatée du côté des demandes d'emploi non satisfaites (DENS) se soit fortement ralentie au cours des derniers mois, celles-ci continuent d'évoluer à des niveaux historiquement élevés. Le ratio entre les DENS et les OENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre et la demande de travail. Les plus récentes données révèlent une

amélioration de ce ratio. En moyenne, en 2010, un emploi a été offert pour sept candidats potentiels inscrits à l'ADEM, contre un poste offert pour dix chômeurs au cours de l'année précédente.

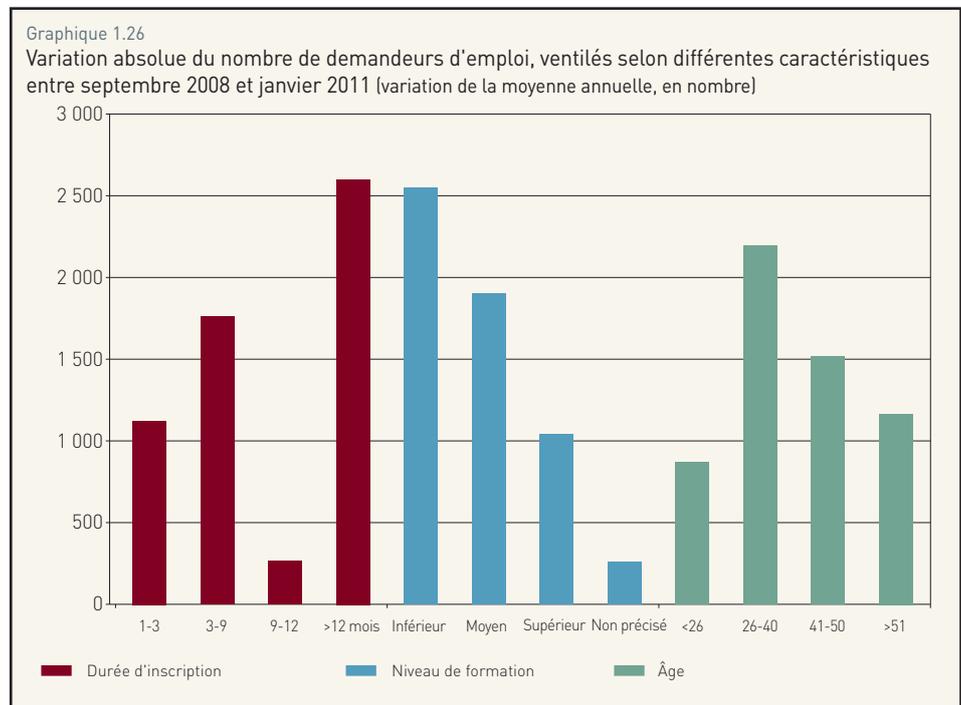
L'analyse sectorielle révèle que l'inadéquation demeure importante dans les professions suivantes : «travailleurs des transports» (19 chômeurs potentiellement intéressés pour une offre), «artisans, ouvriers (alimentaire, chimie, production, machiniste)» (16/1), «vendeurs», «autres services» ainsi que «agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés» (15/1), «artisans, ouvriers (précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois et bâtiments)» (14/1) et «travailleurs des communications»

14 Ces heures rémunérées mais non effectuées incluent les incapacités de travail pour cause de maladie, les congés pour raisons familiales, les congés d'accompagnement ainsi que les congés pour cause d'accident.

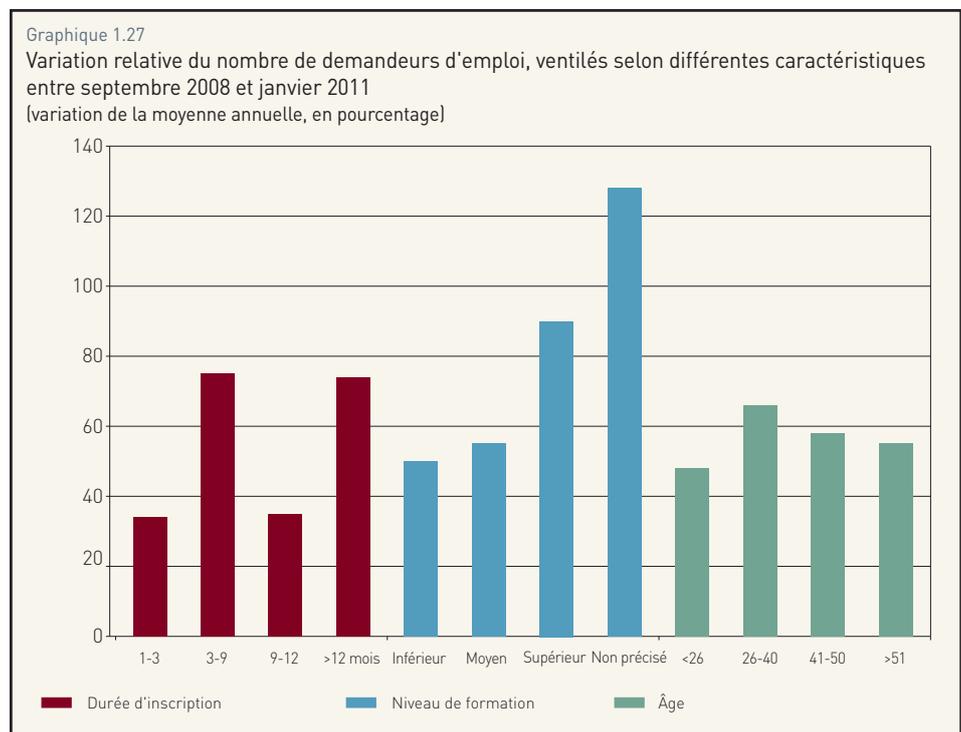
(10/1). Au contraire, les secteurs ou les métiers qui présentent les meilleures performances en matière d'adéquation entre l'offre et la demande de travail au cours de la période sous revue sont les suivants : «hôtellerie et restauration» (6/1), «employés de bureau» (5/1) ainsi que «professions libérales, techniciens et assimilés» et «directeurs et cadres administratifs supérieurs» (3 demandes d'emploi potentielles pour 1 offre).

En dépit du fait que l'appariement entre l'offre et la demande de travail se soit amélioré au cours des derniers mois, l'inadéquation demeure importante. Les difficultés à sortir du chômage peuvent être liées aux caractéristiques individuelles et professionnelles des demandeurs d'emploi. De fait, la crise a particulièrement touché les travailleurs *a priori* plus vulnérables.

Entre septembre 2008 et janvier 2011, le nombre de chômeurs bénéficiant d'un niveau de qualification inférieur a augmenté de 50,1%, soit l'équivalent de 2 550 personnes, pour s'établir à 7 743 chômeurs. Bien qu'en termes relatifs, la crise ait particulièrement touché les demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de qualification supérieur, en valeur absolue, leur nombre a augmenté de manière moins importante. Parallèlement, le nombre de chômeurs âgés a également fortement progressé suite à la crise (de 54,6%, soit l'équivalent de 1 167 personnes) pour s'établir à 3 303 chômeurs en janvier 2011. De surcroît, 64,6% des chômeurs âgés de plus de 51 ans sont au chômage depuis plus de 12 mois. De son côté, le chômage de longue durée a augmenté 74,1% et s'est établi à 6 111 personnes en janvier 2011 et représente ainsi près de 40,0% du total des demandeurs d'emploi.



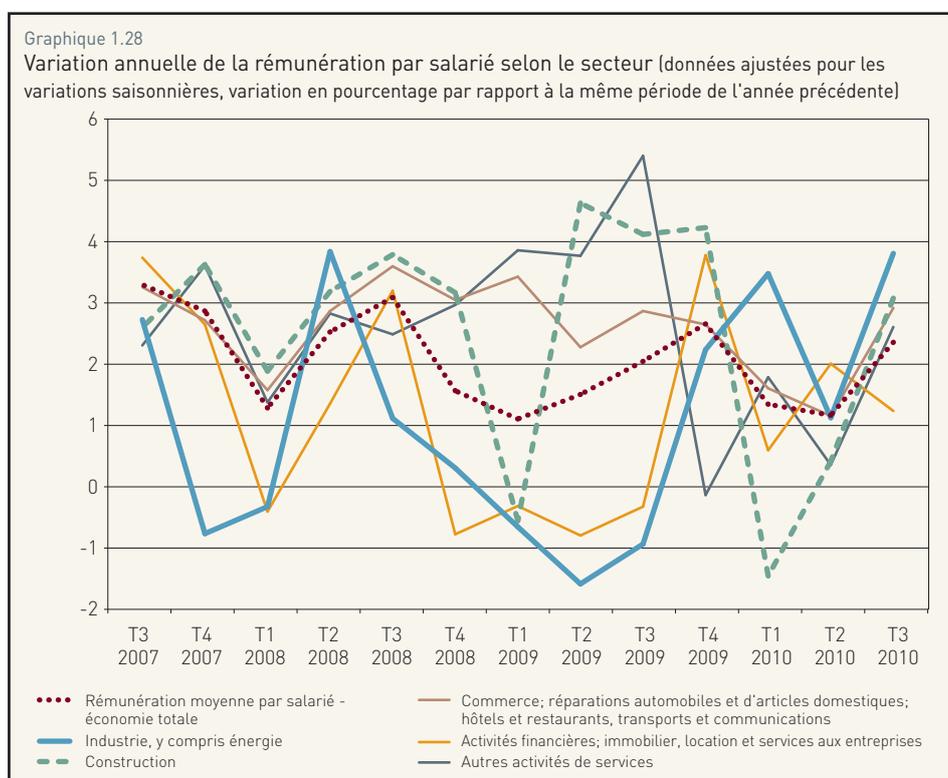
Sources : ADEM, calculs BCL



Sources : ADEM, calculs BCL

Les mois à venir permettront de savoir si la reprise de l'emploi permettra d'enrayer la récente hausse du chômage, qui dès lors serait de nature conjoncturelle ou si au contraire cette hausse est susceptible d'alimenter le chômage structurel.

2.6.3 Les coûts salariaux



Sources : Statec, calculs BCL

La plus récente estimation de la comptabilité nationale met en lumière une accélération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié au troisième trimestre 2010. De fait, selon les plus récentes estimations, le coût salarial moyen a progressé de 2,4% au troisième trimestre 2010, après 1,2% le trimestre précédent et 2,0% au cours de la même période de l'année précédente. La progression trimestrielle de la rémunération par tête de 2,0% entre le deuxième et le troisième trimestre 2010 confirme le renchérissement du coût salarial.

En comparaison avec la même période de l'année précédente, le coût salarial moyen a connu une accélération dans l'industrie et le secteur «activités financières; immobilier, location et services aux entreprises» au cours du

troisième trimestre 2010 (avec respectivement 3,8% et 1,2% contre -0,9% et -0,3% un an plus tôt). Par ailleurs, malgré une légère décélération de la croissance annuelle de la rémunération par tête dans la construction et les «autres activités de services», ces secteurs continuent d'enregistrer des taux de croissance élevés avec respectivement 3,1% et 2,6% au troisième trimestre 2010.

Tableau 1.11
Evolution de la rémunération par tête selon le secteur (données ajustées pour les variations saisonnières)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent					Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente				
	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
Industrie, y compris énergie	-1,0	1,2	1,3	-0,3	1,6	-0,9	2,2	3,5	1,1	3,8
Construction	-0,3	1,1	-3,2	2,9	2,3	4,1	4,2	-1,5	0,4	3,1
Commerce; réparations automobiles et d'articles domestiques; hôtels et restaurants, transports et communications	1,3	-0,2	0,1	0,0	3,0	2,9	2,7	1,6	1,2	2,9
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	1,7	0,6	-2,5	2,3	1,0	-0,3	3,8	0,6	2,0	1,2
Autres activités de services	1,1	-3,1	2,2	0,2	3,4	5,4	-0,1	1,8	0,4	2,6
Rémunération moyenne par salarié - économie totale	0,8	0,0	-0,5	0,9	2,0	2,0	2,7	1,3	1,2	2,4

Source : Statec, calculs BCL

Les résultats de l'indicateur de court terme issu des données mensuelles de l'IGSS témoignent également d'une accélération des coûts salariaux au troisième trimestre 2010. De fait, la progression annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 3,0% au troisième trimestre 2010, stable par rapport au taux observé un an plus tôt mais en accélération par rapport au deuxième trimestre 2010 (1,1%)¹⁵. On constate ainsi un renversement de la tendance constatée depuis la généralisation de la crise, à savoir une certaine modération salariale. Le paiement de la tranche indiciaire en juillet 2010 a probablement été le facteur déterminant dans l'accélération du coût salarial moyen. Par ailleurs, l'ajustement de 1,9% du salaire social minimum et des pensions au 1^{er} janvier 2011¹⁶ ainsi que la hausse des cotisations patronales de 0,1 point de pourcentage risquent de peser fortement sur l'évolution du coût salarial moyen dans les mois à venir.

Selon les chiffres les plus récents de la comptabilité nationale trimestrielle, le coût salarial unitaire (réel et ajusté pour les variations saisonnières) aurait baissé de 5,6% au troisième trimestre 2010 en glissement annuel, après une baisse de 7,0% le trimestre précédent. Cependant, cette baisse du coût unitaire réel doit être fortement relativisée. En effet, dans le sillage de la crise, la croissance annuelle du coût salarial unitaire réel s'était fortement accélérée, pour s'établir à 10,8% au deuxième trimestre 2009 et à 5,2% au troisième trimestre, soit très largement au-dessus de la moyenne enregistrée au cours des années précédentes.

2.7 LE SECTEUR FINANCIER

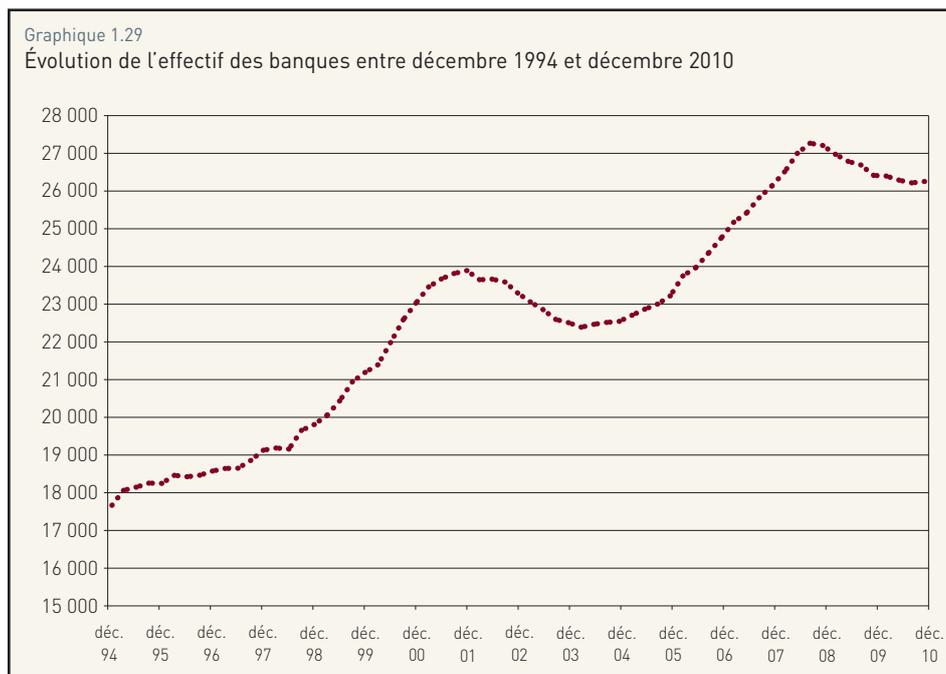
2.7.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Le secteur bancaire luxembourgeois, qui était créateur net d'emplois depuis la fin du premier semestre 2004, a vu ses effectifs reculer de 3,6% en deux ans, entre décembre 2008 et décembre 2010, soit une perte de 953 emplois.

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

Au 31 décembre 2010, 26 255 personnes occupent un emploi bancaire au Luxembourg dans les 147 établissements de crédit recensés, contre 26 416 un an auparavant, soit 161 employés de moins.

Le dernier trimestre de l'année 2010 enregistre pourtant une hausse de 37 emplois par rapport au troisième trimestre de l'année.



Source : BCL

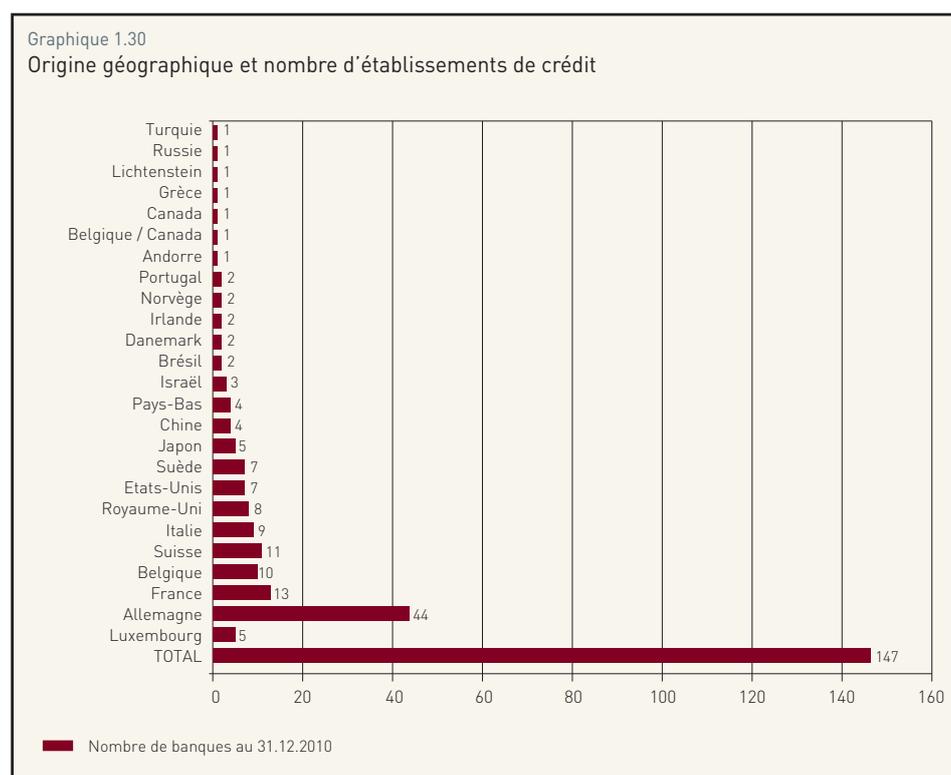
¹⁵ L'indicateur de court terme de l'IGSS confirme l'évolution du coût salarial moyen telle que retracée par la comptabilité nationale. Ces chiffres sont néanmoins à interpréter avec prudence puisqu'il s'agit de chiffres non-ajustés pour les variations saisonnières.

¹⁶ L'ajustement des pensions au coût de la vie se fera progressivement. Cet ajustement aura lieu en deux tranches, à savoir +0,95% au 1^{er} janvier 2010 et +0,95% au 1^{er} janvier 2011.

Il s'agit d'un premier revirement de tendance, après huit trimestres marqués par des baisses de l'emploi. Cependant, cette hausse est due à un effet de base. En effet, un établissement de crédit a augmenté son effectif de plus de 100 personnes au cours du dernier trimestre, en rémunérant désormais directement des employés qui travaillaient auparavant pour un sous-traitant de son service d'administration de fonds d'investissement. En neutralisant cette opération non-récurrente, l'emploi au 31 décembre 2010 serait en baisse de près de 80 unités, comparé au trimestre précédent.

2.7.2 L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Le dernier trimestre 2010 a été caractérisé par deux fusions, un retrait et une constitution résultant du retrait.



Le nombre d'établissements de crédit a donc diminué de deux unités entre début octobre et fin décembre 2010, passant de 149 à 147 unités. Les deux fusions observées montrent, par ailleurs, que le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire se poursuit.

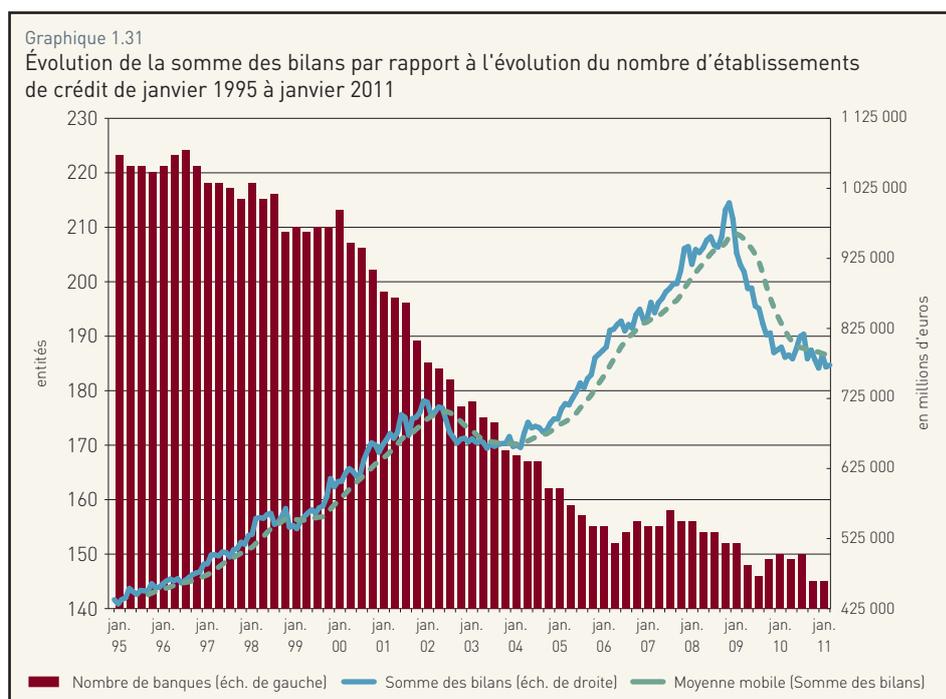
En ce qui concerne la répartition géographique des banques, avec 44 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, on dénombre 5 banques luxembourgeoises, 10 banques belges, 13 banques françaises, 11 banques suisses et 9 banques italiennes.

Source : CSSF

2.7.3 La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

Le graphique 1.31, qui reprend en bleu l'évolution de la somme des bilans des banques, montre un recul du volume des activités au cours des années 2002 et 2003, puis une hausse entre fin 2004 et octobre 2008, suivie d'une baisse jusqu'en mars 2010. Il apparaît que les mois d'avril à juin 2010 se sont caractérisés par une légère hausse de la somme des bilans, qui ne s'est pas poursuivie. Au mois de décembre, la somme des bilans est de 769 256 millions d'euros

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



Source : BCL

Actif

Entre les mois de décembre 2009 et de décembre 2010, la somme des bilans des établissements de crédit s'est contractée de 3,5%, passant de 797 461 à 769 256 millions d'euros. Le portefeuille de titres des banques ainsi que les créances interbancaires expliquent cette baisse. Les créances sur la clientèle et les autres actifs sont par contre en hausse, par rapport à l'année précédente.

Contrairement aux trimestres précédents, la réduction en glissement annuel du volume des activités ne s'est pas essentiellement matérialisée par le biais de l'interbancaire. Depuis le début de l'année 2010, le portefeuille de titres des banques s'est contracté de 12,5%, soit de 26 743 millions d'euros pour atteindre un total de 187 683 millions d'euros au 31 décembre 2010. Cette contraction résulte en partie de la baisse de certains indices boursiers depuis le mois d'avril 2010. En mars 2010, la valeur du portefeuille de titres s'élevait à 218 807 millions d'euros, soit un volume supérieur à celui observé fin 2009. Par ailleurs, cette contraction s'inscrit également dans un contexte où les banques cherchent à se libérer de certains titres, afin de réduire le volume de leurs actifs à risques et d'améliorer la qualité de leurs expositions. Le portefeuille-titres des banques est investi à 92,4% en valeurs mobilières à revenus fixes. Les 7,6% restants sont des valeurs mobilières à revenus variables (actions et participations).

En ce qui concerne la réduction du volume des créances interbancaires, le rythme annuel de la baisse s'est quelque peu amoindri. En effet, entre janvier 2009 et janvier 2010, les créances interbancaires ont diminué de 19,3%, tandis qu'entre décembre 2009 et décembre 2010, la baisse n'est plus que de 2,8%. Cependant, l'encours des créances interbancaires, de 364 047 millions d'euros fin décembre 2010, est à mettre en relation avec l'encours de 509 120 millions d'euros du troisième trimestre 2008. Ce recul met en lumière l'ampleur de la dégradation des créances interbancaires depuis la crise.

Au cours de l'année 2010, les créances sur la clientèle ont augmenté de 1,6 %, pour s'élever à 191 174 millions d'euros au 31 décembre 2010. Le volume des crédits accordés aux résidents luxembourgeois a augmenté de 12 % au cours de la période, tandis que le volume des crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro a baissé de 4,3 %. Fin décembre 2010, les créances sur la clientèle représentent 24,9 % de l'actif des établissements de crédits.

L'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une évolution fortement positive entre décembre 2009 et décembre 2010, passant de 20 497 à 26 353 millions d'euros. La vente de produits dérivés par les banques est relativement contracyclique. Un contexte d'incertitude sur les marchés financiers incite en effet les investisseurs à se protéger contre les risques et donc à acquérir des produits dérivés ayant pour objet cette protection. Notons cependant qu'entre le troisième et le quatrième trimestre 2010, l'encours des autres actifs a diminué de 10 %. Le poids relatif des autres actifs reste modeste, ils représentent, à la fin de l'année, 3,4 % du total de l'actif des établissements de crédit.

Tableau 1.12

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

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	12/2009	09/2010	12/2010	12/2009 – 12/2010		09/2010 – 12/2010		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	374 389	362 410	364 047	-10 342	-2,8	1 636	0,5	47,3
Créances sur la clientèle	188 149	190 736	191 174	3 024	1,6	438	0,2	24,9
Portefeuille titres	214 425	197 156	187 683	-26 743	-12,5	-9 473	-4,8	24,4
Autres actifs	20 497	29 274	26 353	5 856	28,6	-2 921	-10,0	3,4
Total de l'actif	797 461	779 576	769 256	-28 205	-3,5	-10 320	-1,3	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Passif

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

Entre décembre 2009 et décembre 2010, les encours de dettes interbancaires ont diminué de 22 350 millions d'euros (soit de 6 %), atteignant ainsi 348 243 millions d'euros. Les positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg, qui a réduit son apport de liquidités aux banques depuis septembre 2009, quand les concours aux établissements de crédit de la zone euro représentaient 18 448 millions d'euros, contre 2 769 millions d'euros fin décembre 2010. Les dépôts interbancaires représentent près de la moitié (45,3 %) du passif du bilan des banques.

Les dettes envers la clientèle ont faiblement diminué entre décembre 2009 et décembre 2010, pour atteindre 265 804 millions d'euros. La diminution des dépôts de la clientèle non bancaire est essentiellement due à la clientèle étrangère résidant dans les autres pays membres de la zone euro. Le refinancement des banques reste cependant toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle non bancaire, qui représentent un poids relatif de 34,6 % de la somme du passif.

Entre décembre 2009 et décembre 2010, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 11,8 %. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, les positions en titres faisant l'objet de fluctuations dues à la valorisation comptable des titres. De plus, avec un encours de 72 278 millions d'euros à la fin de l'année, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (9,4 % de la somme du passif).

A la fin de l'année 2010, 82 931 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Comme les autres actifs, les autres passifs sont influencés par les normes IAS/IFRS appliquées depuis janvier 2008. Les autres passifs sont en hausse de 5,9 % entre les mois de décembre 2009 et de décembre 2010.

Tableau 1.13

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

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	12/2009	09/2010	12/2010	12/2009 – 12/2010		09/2010 – 12/2010		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	370 593	342 068	348 243	-22 350	-6,0	6 174	1,8	45,3
Dettes envers la clientèle	266 619	267 209	265 804	- 815	-0,3	-1 405	-0,5	34,6
Dettes représentées par un titre	81 914	78 251	72 278	-9 636	-11,8	-5 973	-7,6	9,4
Autres passifs	78 336	92 048	82 931	4 596	5,9	-9 116	-9,9	10,8
Total du passif	797 461	779 576	769 256	-28 205	-3,5	-10 320	-1,3	100,0

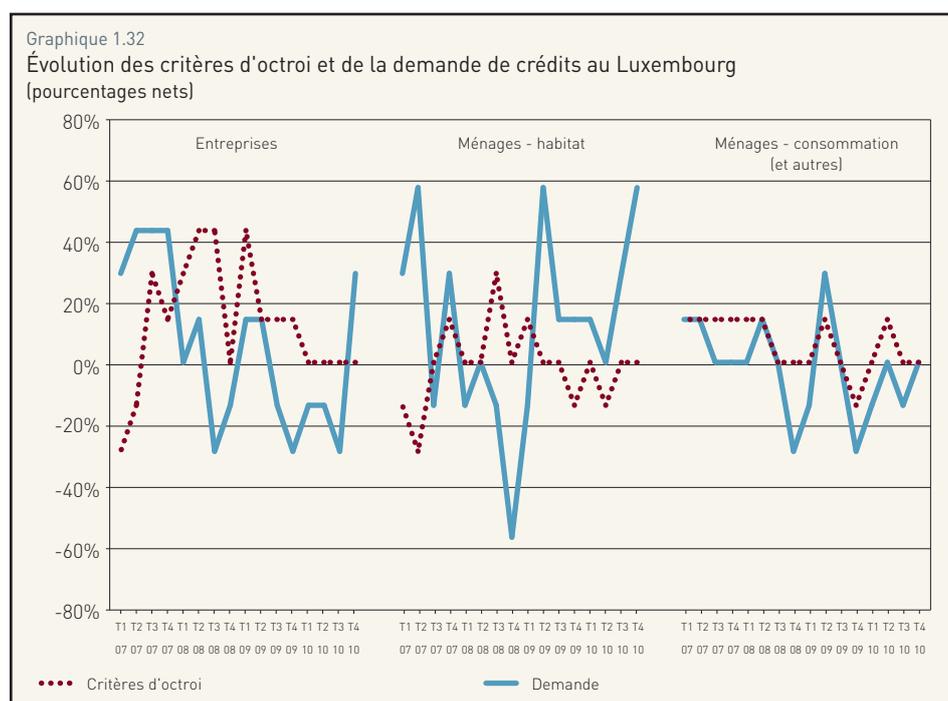
Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

2.7.4 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

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

Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. Pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et la part de celles ayant signalé un assouplissement. Pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et la part de celles qui ont rapporté une baisse. A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques. Les données sont donc à interpréter avec précaution.



Source : BCL



Les résultats les plus récents couvrent le quatrième trimestre 2010. Généralement, les résultats luxembourgeois relatifs à l'évolution des critères d'octroi des crédits sont en ligne avec ceux de la zone euro dans son ensemble, à l'exception des crédits immobiliers pour lesquels les résultats luxembourgeois sont plus propices. Les résultats relatifs à la demande sont également plus ou moins en ligne dans les deux échantillons. L'enquête se rapportant au quatrième trimestre comprenait également deux questions supplémentaires sur l'accès au financement du marché.

Pour les résultats dérivés des questions régulières de l'enquête, le graphique représente l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs au Luxembourg.

Entreprises: Les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises sont restés inchangés au quatrième trimestre, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble. Durant l'année passée entière, les critères d'attribution sont restés inchangés¹⁷ au Luxembourg, alors que dans la zone euro dans son ensemble la tendance baissière des pourcentages nets s'est poursuivie aux troisième et quatrième trimestres. Dans la dernière enquête, la baisse des pourcentages nets dans la zone euro découle de plusieurs facteurs et notamment d'une évolution moins défavorable des risques spécifiques concernant le secteur ou les entreprises.

Si les critères d'octroi sont restés inchangés, les banques de l'échantillon agrégé ont toutefois signalé une détérioration des marges sur les prêts plus risqués. Au Luxembourg, deux des sept banques ont indiqué avoir augmenté leurs marges sur les prêts plus risqués.

Pour ce qui est de la demande nette, les évolutions récentes sont plutôt favorables dans la zone euro ainsi qu'au Luxembourg. En effet, la demande nette – positive depuis le troisième trimestre 2010 – a continué sa tendance haussière dans la zone euro. La hausse enregistrée au dernier trimestre est principalement imputable à un besoin de financement accru qui découle de la restructuration de dettes des entreprises et de la gestion de stocks et des fonds de roulement. Au Luxembourg, la demande nette s'est inscrite à +29 %, après s'être repliée au trimestre précédent. Il s'agit de la première hausse depuis le deuxième trimestre 2009 et de la hausse la plus importante depuis fin 2007. Néanmoins, l'évolution des éléments explicatifs sous-jacents est relativement hétérogène.

Ménages (habitat): En ce qui concerne l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits à l'habitat accordés aux ménages, les critères d'octroi sont restés inchangés au Luxembourg, alors qu'un durcissement net a été enregistré au niveau de la zone euro. Le rebond des pourcentages nets dans la zone euro, de 1 % au troisième trimestre à 11 % au quatrième, est dû à un mélange de facteurs (perceptions de risque des banques, coûts des ressources et contraintes de bilan). Le durcissement s'est surtout traduit sur la marge perçue sur les prêts risqués.

Du côté de la demande, une hausse importante est discernable tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble. Cette évolution serait, pour partie, attribuable à une amélioration des perspectives sur le marché du logement.

Ménages (consommation et autres): Les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) accordés aux ménages sont restés inchangés au Luxembourg. Ils se sont marginalement durcis dans la zone euro (+2 %).

La demande nette est restée inchangée au Luxembourg, alors qu'elle s'est inscrite en baisse dans l'échantillon agrégé. Néanmoins, la baisse de la demande nette dans la zone euro est marginale (-2 %).

¹⁷ Les critères sont inchangés si les pourcentages nets s'inscrivent à zéro.

Questions supplémentaires: Depuis le troisième trimestre 2007, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également un certain nombre de questions supplémentaires, qui ont toutefois été ajustées plusieurs fois. Une des questions supplémentaires récurrentes a trait à l'accès au financement des banques. Les résultats indiquent que les banques luxembourgeoises ont surtout eu recours au marché monétaire pour se refinancer et que les conditions d'accès se sont améliorées davantage au quatrième trimestre, bien que légèrement. La majorité des banques ont indiqué que les événements survenus sur les marchés de capitaux n'ont guère eu d'impact sur les fonds propres et/ou sur leur propension à accorder des prêts. Les banques de l'échantillon de la zone euro ont signalé que les conditions d'accès se sont détériorées pour le marché monétaire à court terme d'une durée supérieure à une semaine, ainsi que pour le marché des titres de créance. Les conditions d'accès sont restées plus ou moins inchangées en ce qui concerne le marché monétaire à très court terme (durée inférieure ou égale à un an) et les marchés de la titrisation. Pratiquement 60% des banques de la zone euro ont signalé que les événements survenus sur les marchés de capitaux se sont répercutés sur leurs fonds propres et/ou sur leur propension à accorder des prêts.

Encadré 1.1

L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

Le présent encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits au Luxembourg, publié en décembre 2010 (voir Bulletin 2010/03).

Les sources exploitées ci-dessous ainsi que dans le cadre des publications antérieures comprennent les données bilantaires des institutions financières monétaires (collecte *BSI*), la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données *MIR*) qui couvre aussi les volumes de crédits nouvellement accordés, ainsi que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*BLS*) qui fournit des indications sur l'évolution de l'offre et de la demande de crédits. Les résultats *BLS* les plus récents datent du dernier trimestre 2010. Pour ce qui est des collectes *BSI* et *MIR*, les plus récentes données disponibles datent de janvier 2011.

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

LES CRÉDITS AUX MÉNAGES

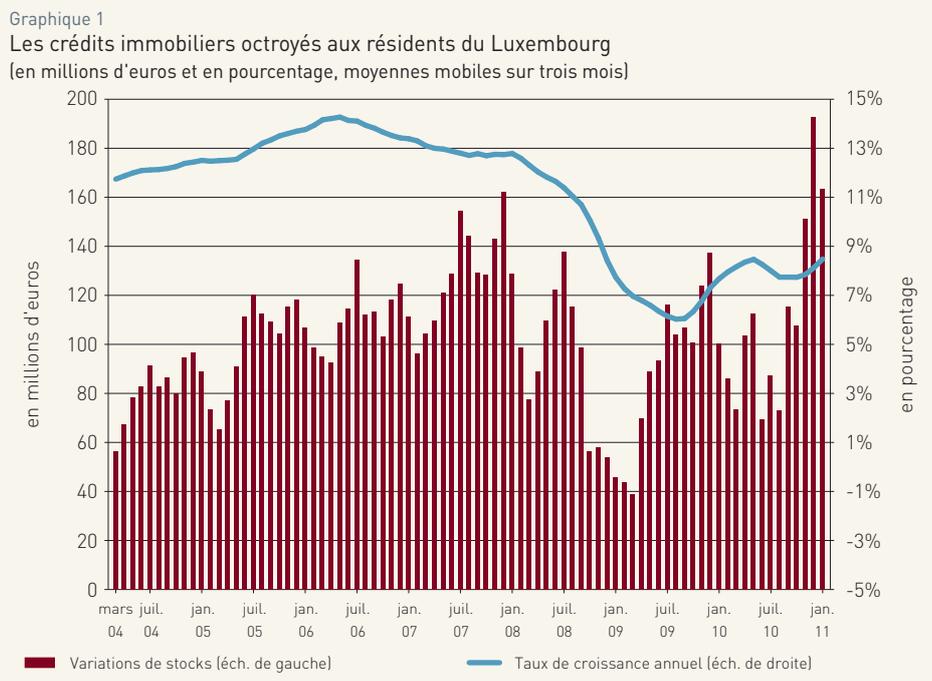
Le graphique 1 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou variations de stocks¹ (calculés à partir des données *BSI*) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

Après avoir repris de la vigueur courant 2009, les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents ont continué à progresser tout au long de l'année passée. Leur progression fut particulièrement forte au quatrième trimestre.

Si le taux de croissance annuel s'est stabilisé aux alentours de 7,7% entre juin et octobre 2010, il a de nouveau progressé à partir de novembre². Les variations de stocks se sont quant à elles fortement accrues au dernier trimestre 2010, avant de se tasser à un niveau moins élevé en janvier 2011.

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

2 La modération de la dynamique de crédit vers la mi-2010 est en partie un artefact statistique, dans la mesure où elle découle plutôt d'un ajustement des règles de reporting (voir Bulletin BcL 2010/02).



Source : BCL

a évolué dans une fourchette relativement étroite depuis le plus récent abaissement des taux directeurs en mai 2009, tant vers le haut que vers le bas, s'établissant à son nouveau creux historique de 1,87 % en janvier de cette année.

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

En ce qui concerne les crédits à la consommation octroyés aux ménages résidant au Luxembourg, tant les variations de stocks que le taux de croissance annuel se sont repliés à partir du deuxième semestre. Néanmoins, les crédits à la consommation se caractérisent par une forte saisonnalité, de sorte que les évolutions précitées doivent être appréhendées avec prudence.

Du côté des données *MIR*, les crédits à la consommation nouvellement accordés ont également perdu de la vigueur après le festival de l'automobile au premier trimestre 2010. Au total, quelque 750 millions d'euros ont été accordés en 2010 (41 millions d'euros en janvier 2011), par rapport à respectivement 564 millions et 768 millions en 2008 et en 2009.

Après avoir atteint son creux historique (à 3,66 %) en 2010, à l'occasion du festival de l'automobile, le coût des crédits assortis d'un taux d'intérêt dont la période de fixation initiale est comprise entre un et cinq ans s'est progressivement accru. A partir de la mi-2010, ce coût a évolué dans une fourchette très étroite, avant de fléchir à nouveau pour s'inscrire à 4,44 % en janvier 2011.

Les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) ainsi que la demande nette sont restés inchangés au quatrième trimestre.

Les données *MIR* indiquent que les volumes de nouveaux crédits accordés se sont également inscrits en hausse au dernier trimestre, s'établissant à 3 286 millions d'euros en 2010 (et à 243 millions d'euros en janvier 2011). En guise de comparaison, en 2008 et en 2009 les crédits immobiliers nouvellement accordés se sont respectivement établis à 2 893 millions et à 3 895 millions d'euros. Il convient cependant de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte *MIR* et la collecte *BSI*³.

Le taux d'intérêt variable appliqué aux crédits immobiliers nouvellement accordés

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

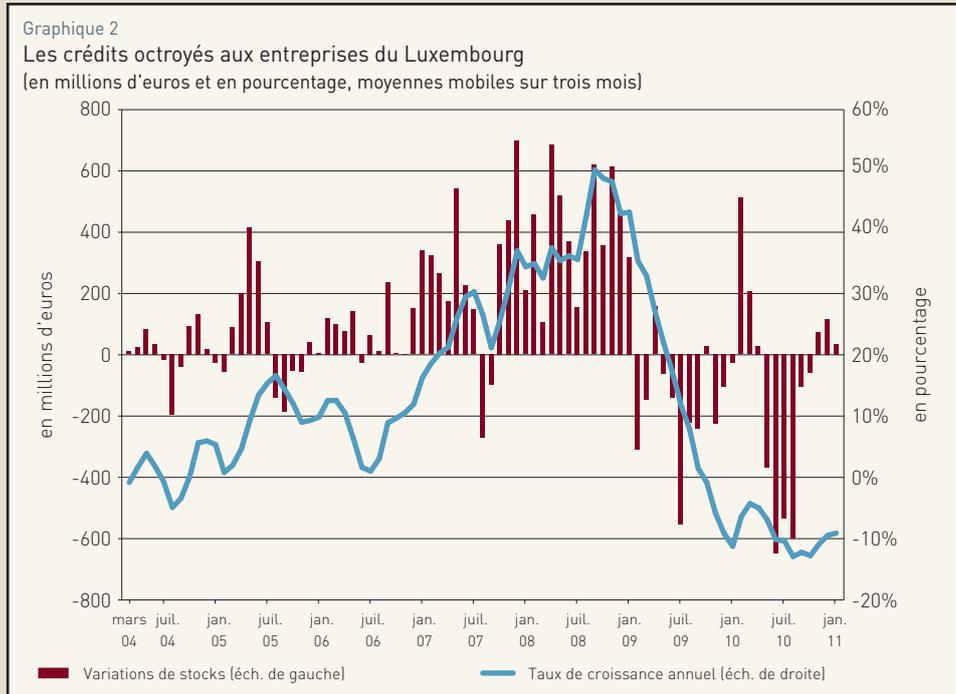
LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

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

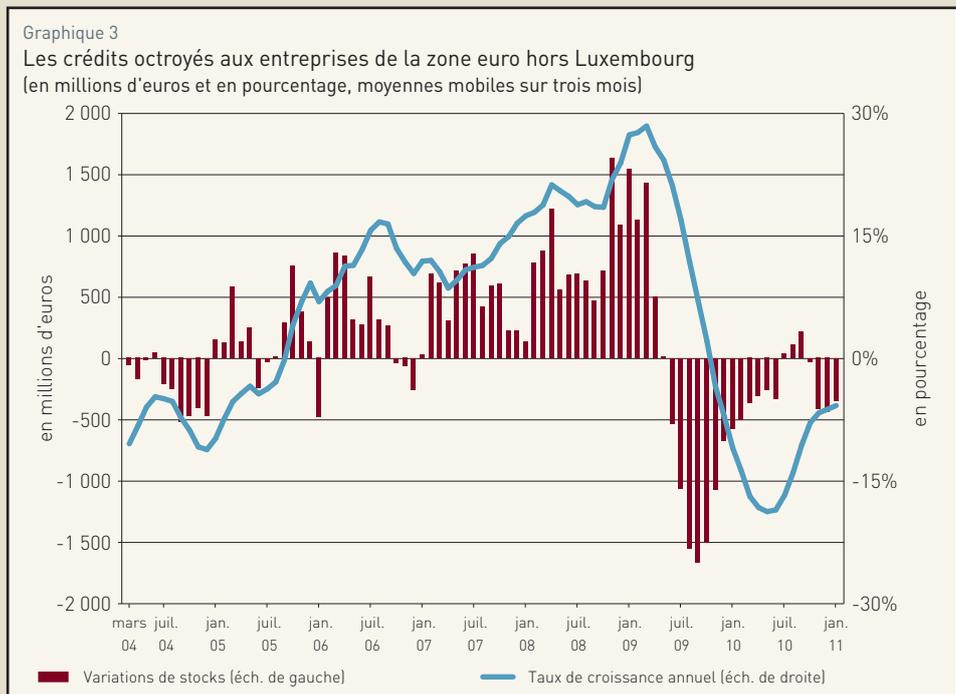
La progression annuelle des crédits octroyés aux entreprises résidentes demeure négative. Cependant, le taux de croissance s'est stabilisé depuis la mi-2010 et plus récemment une légère inflexion favorable est même discernable. Les variations mensuelles sont cependant toujours relativement faibles.

Les plus récentes données confirment le revirement de tendance relative à la progression annuelle des crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors Luxembourg, même si le taux de croissance demeure négatif. La tendance à l'amélioration du taux de croissance s'est toutefois décélérée et il demeure toujours prématuré de conclure qu'un retournement du cycle de crédit soit effectivement en cours. L'évolution des variations de stocks, qui demeurent généralement inférieures à leur niveau d'avant-crise, est en effet relativement volatile.

S'agissant des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte MIR, les volumes mensuels relatifs aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros étaient plutôt faibles



Source : BCL



Source : BCL

jusqu'en mai 2010. Alors que ces crédits ont repris de la vigueur depuis lors, une légère tendance à la baisse est discernable à partir de la deuxième moitié de l'année. Par contre, les gros volumes se sont inscrits à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009.

Si les taux variables appliqués aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros ont progressivement augmenté à partir du deuxième trimestre 2010, ils ont légèrement fléchi vers la fin de l'année et continuent à s'inscrire à des niveaux historiquement bas. En janvier 2011, le taux variable offert aux SNF pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros s'est inscrit à 2,65%, à comparer à un creux historique de 2,32% enregistré en 2010. Le coût variable des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros a généralement poursuivi sa tendance haussière, tout en se repliant en janvier 2011 pour s'inscrire à 2,20%.

Les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi inchangés en 2010. A rappeler que l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé. La demande nette a rebondi au quatrième trimestre. Il s'agit de la première hausse depuis le deuxième trimestre 2009 et de la hausse la plus importante depuis fin 2007. Les résultats agrégés de l'enquête ne permettent pas de différencier selon l'origine géographique des contreparties.

CONCLUSIONS

Les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents ont continué à progresser et leur progression fut particulièrement forte au dernier trimestre 2010. Si les crédits à la consommation se sont repliés, ils sont marqués par une forte saisonnalité. Les conditions de financement demeurent par ailleurs favorables pour les ménages, tant pour les crédits immobiliers que pour les crédits à la consommation. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que la demande pour les crédits immobiliers s'est fortement accrue au quatrième trimestre, alors que celle pour les crédits à la consommation (et autres crédits) est restée inchangée.

L'évolution des crédits octroyés aux entreprises résidentes demeure peu favorable, bien qu'une certaine inflexion soit discernable. Les plus récentes données confirment la poursuite de la tendance à l'amélioration du taux de croissance annuel des crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors Luxembourg, qui demeure cependant résolument négatif. L'évolution des variations de stocks, qui demeurent généralement inférieures à leur niveau d'avant-crise, est quant à elle relativement volatile.

Les taux variables appliqués aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros ont légèrement fléchi à partir du quatrième trimestre et continuent à s'inscrire à des niveaux historiquement bas. Le coût variable des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros a généralement poursuivi sa tendance haussière tout en se repliant en janvier 2011.

Les banques ont indiqué avoir laissé inchangés leurs critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises, alors que la demande nette émanant des entreprises a rebondi au quatrième trimestre.

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

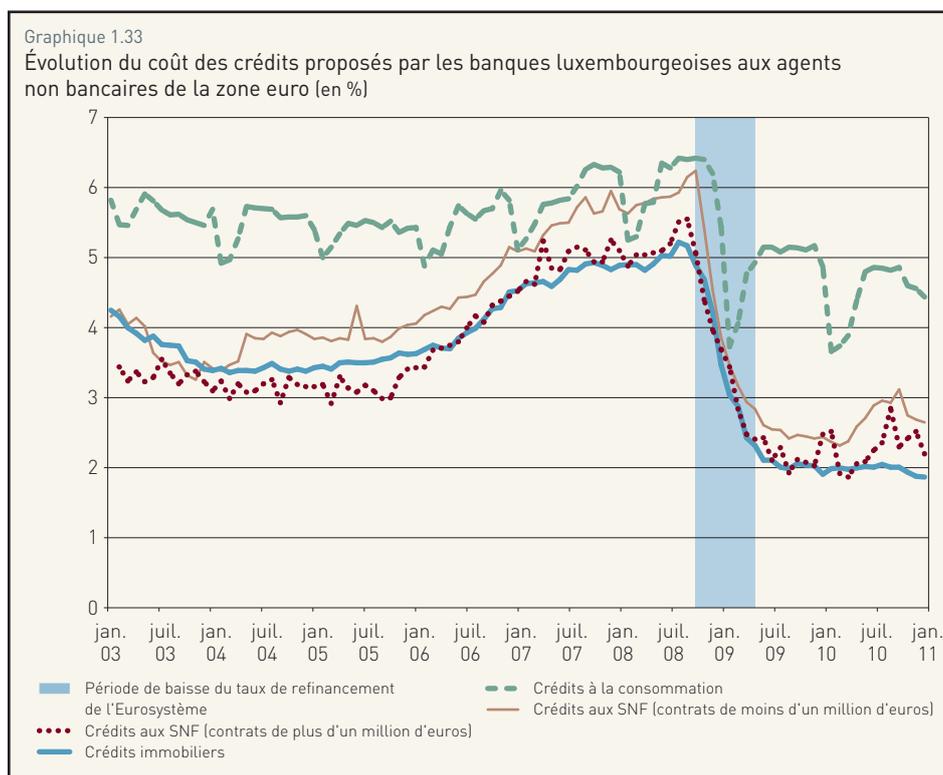
Après quatre baisses au cours des cinq premiers mois de l'année 2009, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été maintenu à 1,00%. Ces baisses successives du taux de refinancement se sont traduites par un très net assouplissement des conditions de financement des agents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

Ainsi, le coût des crédits immobiliers à taux variable, ou dont la période de fixation est inférieure à un an, portant sur les nouveaux contrats accordés par les banques luxembourgeoises aux ménages de la zone euro s'est légèrement détendu, passant de 1,91 % en janvier 2010 à 1,87 % en janvier 2011 (comme pour l'ensemble des taux évoqués ci-après, il s'agit du taux d'intérêt hors frais et assurances). Cela représente une baisse de 4 points de base sur un an. Au cours du dernier trimestre de l'année précédente, les taux d'intérêt des crédits immobiliers ont évolué dans un corridor plutôt étroit entre un minimum de 1,88 % (en décembre 2010) et un maximum de 2,01 % (en octobre 2010).

Le taux d'intérêt des nouveaux contrats de crédits à la consommation, dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans, est quant à lui passé de 4,87 % en janvier 2010 à 4,44 % en janvier 2011.

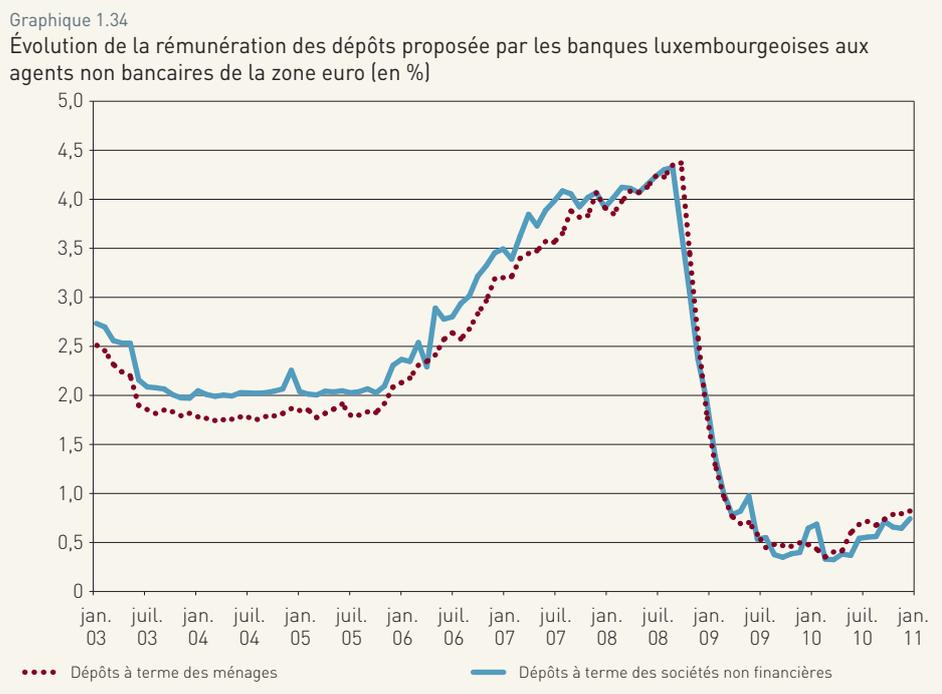
Deux catégories de contrats à taux variable sont prises en compte en raison de leur représentativité pour le coût des crédits aux sociétés non financières (SNF). En ce qui concerne les contrats dont le montant est inférieur à un million d'euros, leur coût a augmenté de 21 points de base entre janvier 2010 (2,44 %) et janvier 2011 (2,65 %). Au cours du dernier trimestre de l'année précédente, les taux ont évolué entre un minimum de 2,69 % en décembre 2010 et un maximum de 3,12 % en octobre 2010. Pour les contrats dont le montant est supérieur à un million d'euros, la baisse observée a atteint 28 points de base entre janvier 2010 (2,48 %) et janvier 2011 (2,20 %). Les taux observés au cours du dernier trimestre de l'année précédente étaient pour leur part compris entre un minimum de 2,30 % en octobre 2010 et un maximum de 2,52 % en décembre 2010.

Comme le montre le graphique 1.33, les taux d'intérêt des crédits immobiliers évoluent à des niveaux historiquement bas depuis la mise en place de la collecte statistique en janvier 2003. Cette situation prévaut depuis la fin du premier trimestre 2009.



Source : BCL

Les dépôts à un an des ménages comme ceux des sociétés non financières de maturité inférieure à un an ont vu leurs rémunérations augmenter de respectivement 34 et 10 points de base entre janvier 2010 (respectivement 0,48 % et 0,65 %) et janvier 2011 (respectivement 0,82 % et 0,75 %).



2.7.6 L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Sur base des chiffres provisoires, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois a diminué de 19,0% entre décembre 2009 et décembre 2010 pour s'élever à 4 947 millions d'euros.

Revenus

La baisse du volume d'activités, tel que mesuré par la somme des bilans des banques, cumulée aux moindres opportunités de transformations d'échéances au cours des années 2009 et 2010 ont donné lieu à une nette baisse des revenus d'intérêts. Ainsi, les intérêts perçus sont en baisse de 34,4%, soit 9 398 millions d'euros par rapport à l'année précédente alors que les intérêts bonifiés ont reculé de 8 384 millions d'euros ou 39,0% en 2010. Parallèlement, les dividendes, qui sont inclus dans la marge sur intérêts, s'élèvent à 745 millions d'euros, ce qui correspond également à une légère diminution par rapport à 2009 où ils s'élevaient à 765 millions d'euros. Partant, sur base annuelle, la marge sur intérêts (dividendes compris) est en baisse de 15,8%, soit 1 034 millions d'euros. En 2010, elle s'est élevée à 5 511 millions d'euros, contre 6 545 millions d'euros en 2009.

Contrairement à la marge sur intérêts, les revenus nets sur commissions (3 611 millions d'euros) ont nettement augmenté de 2009 à 2010 et convergent vers les niveaux atteints en 2008 (3 736 millions d'euros). Cette augmentation s'explique essentiellement par le développement des valeurs boursières, qui influent sur le volume des actifs sous gestion dont l'assiette sert de base au calcul des frais de gestion. De plus, l'évolution des valeurs boursières génère également une modification du volume des investissements de la clientèle privée qui, quant à lui, se traduit par des revenus de commissions accrus pour les banques. Ainsi, sous l'impulsion de la reprise des marchés financiers, les revenus nets sur commissions du secteur bancaire se sont accrus de 15,1%, soit 474 millions d'euros de 2009 à 2010.

L'impact de la crise financière et le recul des primes de risque demandées par les investisseurs ont fait augmenter les valeurs de marché des titres en question, ce qui a partiellement contrebalancé les réductions de valeur des titres souverains. Dans la mesure où les variations de la valeur des portefeuilles influent fortement sur les autres revenus nets, ces derniers, qui affichent un excédent net de 167 millions d'euros en 2010, sont en baisse de 539 millions d'euros, soit de 76,3% par rapport à 2009. Dans ce contexte, il convient toutefois de rappeler que la hausse des marchés financiers a généré des gains particulièrement élevés sur des titres en 2009. De plus, il convient de noter que ce résultat est favorable en comparaison avec celui réalisé au 30 juin 2010, lorsque les banques affichaient des moins-values de 179 millions d'euros. Finalement, il importe de garder à l'esprit que les autres revenus nets sont fortement influencés par les variations de juste valeur des portefeuilles de titres et se caractérisent dès lors par une volatilité élevée.

Le produit bancaire, regroupant l'ensemble des revenus bancaires, s'est élevé à 9 560 millions d'euros en 2010, soit 9,4% de moins que l'année précédente.

Tableau 1.14

Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit ¹⁾
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Rubrique des débits et des crédits	12/2009	12/2010	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	27 296	17 898	-34,4	-9 398
2	Dividendes perçus	765	745	-2,6	- 20
3	Intérêts bonifiés	21 516	13 132	-39,0	-8 384
4	Marge sur intérêts	6 545	5 511	-15,8	-1 034
5	Revenus nets sur commissions	3 137	3 611	15,1	474
6	Revenus nets sur opérations de change	160	271	69,4	111
7	Autres revenus nets	706	167	-76,3	- 539
8	Revenus hors intérêts	4 003	4 049	1,1	46
9	Produit bancaire	10 548	9 560	-9,4	- 988
10	Frais de personnel	2 457	2 499	1,7	42
11	Frais d'exploitation	1 723	1 851	7,4	128
12	Frais de personnel et d'exploitation	4 180	4 350	4,1	170
13	Amortissements sur immobilisé non financier	263	263	0,0	0
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	6 105	4 947	-19,0	-1 158

Source : BCL

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Coûts

Du côté des frais de fonctionnement, on note une augmentation de 4,1% des frais généraux, qui se compose d'une hausse de 1,7% des frais de personnel et de 7,4% des frais d'exploitation.

La dégradation sur les marchés financiers étant la raison principale des dépréciations et provisions nettes en 2008 et partiellement en 2009, l'amélioration des conditions sur les marchés a implicitement conduit à une baisse significative des dépréciations et provisions nettes en 2010. Ainsi, le poste dépréciations nettes recule de 76,6% (1 829 millions d'euros) entre les 31 décembre 2009 et 2010 pour s'élever à 559 millions d'euros. Les constitutions nettes de provisions chutent de 92,1% à 18 millions d'euros.



Il s'ensuit que le résultat avant impôts augmente fortement pour s'élever à 4 461 millions d'euros contre 3 504 millions d'euros en 2009.

2.7.7 Les organismes de placement collectif

L'évolution du nombre des OPC

Fin décembre 2010, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC s'élève à 3 667 contre 3 463 unités à la même période de l'année précédente. Le nombre d'OPC a donc augmenté de 204 unités. Au 31 décembre, le nombre de compartiments est de 12 937 unités, ce qui représente une hausse de 705 unités par rapport au 31 décembre 2009.

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

A la fin du quatrième trimestre 2010, la valeur nette d'inventaire (VNI) s'élève à 2 198 994 millions d'euros, par rapport à 1 840 993 millions d'euros une année auparavant. On observe donc un mouvement à la hausse de 358 001 millions d'euros, soit 19,4%. En janvier 2011, la valeur nette d'inventaire est en légère baisse (2 184 027 millions d'euros).

Rappelons que le niveau de la valeur nette d'inventaire des OPC le plus bas, depuis la crise financière, a été enregistré en mars 2009 (1 526 563 millions d'euros). De mars 2009 à la fin 2010, la VNI a donc augmenté de 672 431 millions d'euros, soit une hausse de 44% sur une période de 21 mois. En décembre 2010, le niveau de la valeur nette d'inventaire des OPC a atteint un nouveau sommet de 2 198 994 millions d'euros, dépassant nettement le niveau pic de l'avant-crise (2 059 144 millions d'euros) enregistré en septembre 2007.

La hausse observée de la VNI des OPC s'explique essentiellement par des conditions de marché favorables au cours des années 2009 et 2010. En effet, pour l'année 2009, un effet de marché de 196 971 millions d'euros a été observé. En 2010, cette évolution positive se confirme, avec un effet de marché de 196 433 millions d'euros.

En 2009, l'investissement net s'élevait à 84 369 millions d'euros. En 2010, l'investissement net poursuit son mouvement à la hausse à 161 568 millions euros. Ce doublement de l'investissement net au cours d'une seule année confirme que les investisseurs ont retrouvé confiance dans les marchés financiers.

Sur base trimestrielle, l'évolution de l'investissement net a été positive en 2010, excepté au deuxième trimestre de l'année quand l'investissement net s'est limité à 17 729 millions d'euros contre 49 879 millions d'euros au troisième trimestre et 39 950 millions d'euros au quatrième trimestre. Cet investissement faible au cours du deuxième trimestre 2010 pouvait être observé principalement au mois de mai, se traduisant par un désinvestissement important de 14 858 millions d'euros. Cette évolution négative en termes d'investissement net mais aussi en termes d'effet de marché trouve son explication dans la crise de la dette publique – notamment grecque – et traduit l'incertitude des investisseurs et des marchés. La crise de la dette publique en Irlande a eu beaucoup moins d'impact, sans doute à la faveur des mécanismes de stabilisation mis en place par l'Union européenne.

Finalement, si on observe l'évolution de la valeur nette d'inventaire par catégorie d'OPC, les catégories traditionnellement les plus importantes au Luxembourg confirment l'évolution des marchés. Ainsi, en 2010, la VNI des OPC par actions a évolué de 565 648 à 706 289 millions d'euros. Pour les OPC par obligations, elle est passée de 514 206 à 658 234 millions d'euros et pour les OPC mixtes, elle a évolué de 343 958 à 414 493 millions d'euros. Les OPC monétaires ont continué leur mouvement à la baisse de 319 155 à 284 554 millions d'euros, probablement en raison des conditions peu intéressantes du marché monétaire.

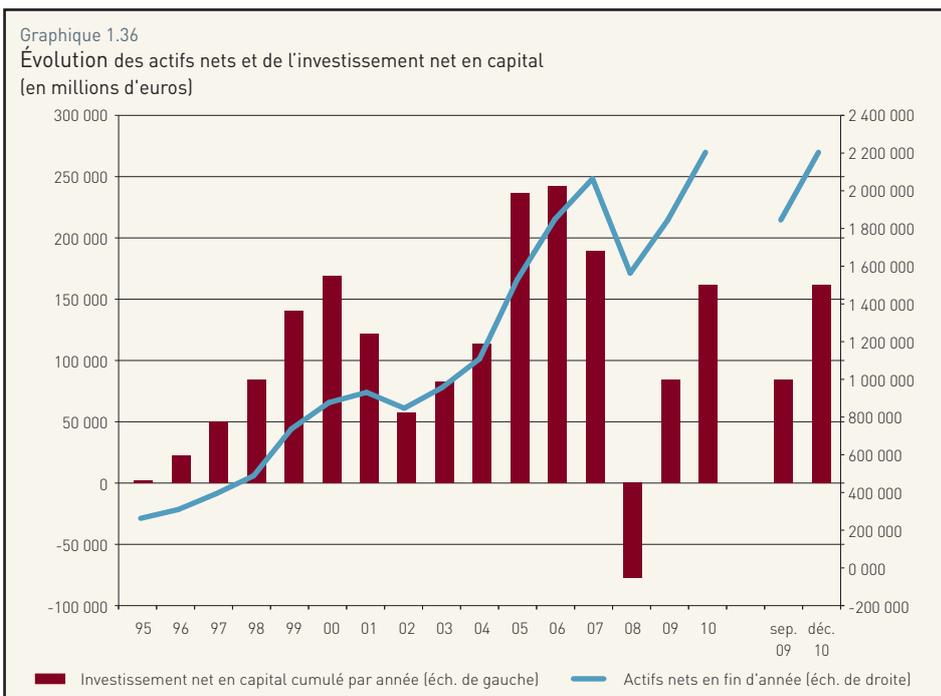
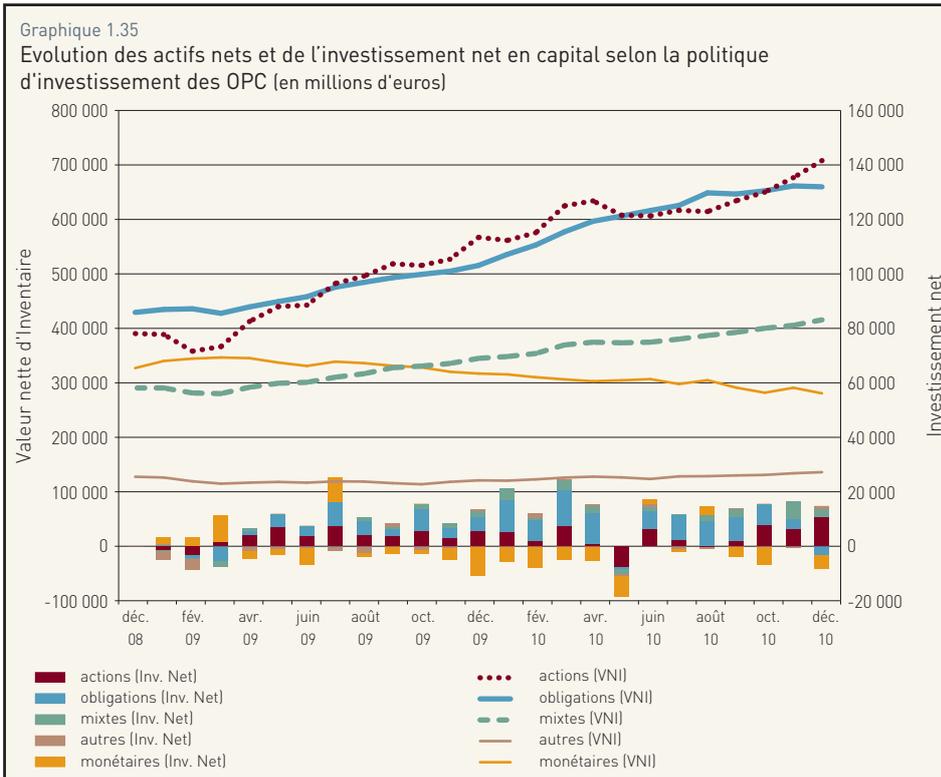


Tableau 1.15

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ^{1) 2)}	Variation des marchés financiers ^{2) 3)}	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010									
jan.	3 480	12 316	1 860 688	21 474	-1 779	289 154	18,4	19 695	1,1
fév.	3 498	12 425	1 897 934	12 688	24 558	367 643	24,0	37 246	2,0
mars	3 516	12 513	1 980 538	19 848	62 756	453 975	29,7	82 604	4,4
avril	3 521	12 552	2 012 887	13 803	18 546	419 955	26,4	32 349	1,6
mai	3 542	12 612	1 992 413	-14 858	-5 616	373 144	23,0	-20 474	-1,0
juin	3 550	12 628	2 010 637	18 784	-560	379 381	23,3	18 224	0,9
juil.	3 582	12 685	2 019 223	8 907	-321	313 193	18,4	8 586	0,4
août	3 614	12 718	2 068 990	31 383	18 384	329 573	18,9	49 767	2,5
sep.	3 633	12 755	2 083 740	9 589	5 161	309 906	17,5	14 750	0,7
oct.	3 645	12 814	2 107 575	15 457	8 378	330 047	18,6	23 835	1,1
nov.	3 656	12 877	2 160 872	16 263	37 034	371 962	20,8	53 297	2,5
déc.	3 667	12 937	2 198 994	8 230	29 892	358 001	19,4	38 122	1,8

Source : CSSF

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

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

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

2.7.8 Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin décembre 2010, 461 compartiments monétaires sont officiellement enregistrés auprès de la CSSF, contre 479 compartiments monétaires à la même période de l'année précédente.

La somme de bilan

Au 31 décembre 2010, la somme de bilan des OPC monétaires s'élève à 284 554 millions d'euros, par rapport à 319 155 millions d'euros au 31 décembre 2009 et 297 806 millions d'euros au 30 septembre 2010. Sur l'année, on constate donc une diminution de 34 601 millions d'euros, ce qui correspond à une baisse de 10,8%. Les OPC monétaires ont perdu de leur attrait pour les investisseurs lors de la reprise des marchés financiers. En effet, depuis avril 2009, face à la hausse des principaux indices boursiers, les investisseurs se tournent vers les OPC ayant une politique d'investissement plus orientée vers les instruments financiers, au détriment des OPC monétaires où les rendements sont en principe plus limités.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et de titres de créance dont l'échéance initiale et/ou résiduelle n'excède pas 12 mois. Fin décembre 2010, le portefeuille de titres autres que des actions représente 77,9% de l'actif, soit 221 791 millions d'euros. Parallèlement, les créances sur les établissements de crédit représentent un poids relatif de 20,2%, soit 57 409 millions d'euros. A titre d'information, fin décembre 2009, les créances sur les établissements de crédit représentaient un poids relatif de 31,1%. En effet, lors de la crise financière, la politique d'investissement des OPC monétaires avait basculé en faveur des placements bancaires, considérés comme moins risqués. Le portefeuille des titres autres que des actions se décompose en titres émis par des établissements de crédit (135 253 millions d'euros), en titres émis par le secteur public (40 221 millions d'euros) et en titres émis par le secteur privé non bancaire (45 578 millions d'euros). La part des titres émis par le secteur public s'établit à 18,1% au 31 décembre 2010. Ce chiffre est à mettre en relation avec celui d'octobre 2008, où la part des titres émis par le secteur public était de 8% et 5% en juin 2008. Cette évolution s'explique par la recherche de placements à faible risque en temps de crise et par le besoin accru de financement des administrations publiques, sous l'emprise notamment des programmes de relance économique.

Tableau 1.16

Bilan agrégé des OPC monétaires¹⁾ (en millions d'euros, encours en fin de période)

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	12/2009	09/2010	12/2010	12/2009 – 12/2010		09/2010 – 12/2010		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances	54 255	56 102	57 409	3 154	5,8	1 307	2,3	20,2
Portefeuille titres	260 301	235 453	221 791	-38 510	-14,8	-13 662	-5,8	77,9
Autres actifs	4 599	6 251	5 354	755	16,4	- 897	-14,3	1,9
Total de l'actif	319 155	297 806	284 554	-34 601	-10,8	-13 252	-4,4	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	12/2009	09/2010	12/2010	12/2009 – 12/2010		09/2010 – 12/2010		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes	1 046	593	808	- 238	-22,8	215	36,3	0,3
Parts émises	314 596	290 371	279 867	-34 729	-11,0	-10 504	-3,6	98,4
Autres passifs	3 513	6 842	3 879	366	10,4	-2 963	-43,3	1,4
Total du passif	319 155	297 806	284 554	-34 601	-10,8	-13 252	-4,4	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le commerce extérieur du Luxembourg a repris de la vigueur depuis le début de l'année 2010, après avoir lourdement subi les effets négatifs de la crise économique mondiale, entre les derniers trimestres de 2008 et 2009. Sur l'ensemble de l'année 2010, soutenues par l'amélioration de la conjoncture économique mondiale, les exportations et les importations de biens ont augmenté respectivement de 16,7% et de 17,2% par rapport à leurs niveaux de l'année 2009. Les échanges de biens n'ont toutefois pas encore atteint leurs niveaux d'avant la crise. Quant au solde du commerce extérieur, il a retrouvé sa tendance d'avant la crise, à savoir un creusement de son déficit, qui a atteint près de 5 milliards d'euros (+18%) sur toute l'année 2010. Cette aggravation s'explique par une détérioration des termes de l'échange et entre autres par une acquisition exceptionnelle d'un bien d'équipement (satellite).

L'évolution des indices moyens des prix montre en effet une évolution assez défavorable des prix à l'exportation, qui ont légèrement baissé, de 1%, sur les trois¹⁸ premiers trimestres de 2010. Sur la même période, l'indice moyen des prix à l'importation a progressé de 5%, occasionnant une nouvelle détérioration des termes de l'échange et en conséquence une aggravation du déficit commercial. Cette évolution s'explique essentiellement par la remontée du prix du pétrole et des autres matières premières, depuis le creux atteint au dernier trimestre de 2008. Quant aux indices moyens des volumes du commerce, sur les trois premiers trimestres 2010, ils montrent une hausse plus marquée des volumes à l'exportation (+16,6%) qu'à l'importation (+11%).

La ventilation du commerce par catégorie de biens montre que l'amélioration des exportations provient en grande partie des produits sidérurgiques, dont les ventes se sont accrues de 25% sur toute l'année 2010. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également bien portées, à l'exception du matériel de transport (-0,5%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 16% en 2010. Les livraisons vers l'Asie ont progressé de 31% tandis que celles à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont baissé de 3,5%.

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 23% sur toute l'année 2010. Toutes les catégories de biens importés sont aussi en hausse (+24% dans le matériel de transport suite à l'acquisition d'un satellite, +10% dans les machines et équipement, etc.). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (90% de toutes les importations) se sont accrues de 17%, tandis que celles en provenance d'Amérique et d'Asie ont augmenté de respectivement 7,6% et de 44%.

Tableau 1.17

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

	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2003	8 833,7	-1,9%	12 108,8	-1,4%	-3 275,1	0,1%
2004	9 785,2	10,8%	13 677,3	13,0%	-3 892,1	18,8%
2005	10 319,4	5,5%	14 187,1	3,7%	-3 867,7	-0,6%
2006	11 306,9	9,6%	15 644,1	10,3%	-4 337,2	12,1%
2007	11 848,6	4,8%	16 311,0	4,3%	-4 462,3	2,9%
2008	11 890,4	0,4%	17 290,3	6,0%	-5 399,9	21,0%
1 ^{er} trim	3 062,0	-1,9%	4 108,1	1,4%	-1 046,1	12,6%
2 ^e trim.	3 226,8	6,6%	4 543,9	6,1%	-1 317,1	5,0%
3 ^e trim.	3 040,5	10,1%	4 553,0	16,5%	-1 512,5	32,1%
4 ^e trim.	2 561,1	-12,8%	4 085,3	0,3%	-1 524,2	34,4%
2009	9 162,5	-22,9%	13 370,7	-22,7%	-4 208,2	-22,1%
1 ^{er} trim	2 245,2	-26,7%	3 307,5	-19,5%	-1 062,3	1,6%
2 ^e trim.	2 167,6	-32,8%	3 215,2	-29,2%	-1 047,6	-20,5%
3 ^e trim.	2 393,1	-21,3%	3 220,2	-29,3%	-827,1	-45,3%
4 ^e trim.	2 356,7	-8,0%	3 627,8	-11,2%	-1 271,1	-16,6%
2010	10 691,2	16,7%	15 675,9	17,2%	-4 984,6	18,5%
1 ^{er} trim	2 493,0	11,0%	3 610,0	9,1%	-1 117,0	5,1%
2 ^e trim.	2 794,0	28,9%	4 216,8	31,2%	-1 422,8	35,8%
3 ^e trim.	2 685,6	12,2%	3 747,5	16,4%	-1 061,9	28,4%
4 ^e trim.	2 718,7	15,4%	4 101,6	13,1%	-1 382,8	8,8%

Source : Statec

18 A la date d'arrêt de Bulletin, les données du quatrième trimestre 2010 sur les indices des prix et des volumes du commerce extérieur n'étaient pas disponibles.

2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

2.9.1 Le compte courant

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 3,1 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010, contre 2 milliards d'euros sur la même période de 2009. Cette importante amélioration (+55%) du surplus courant provient largement d'une embellie des exportations nettes de services, en particulier les services financiers, accompagnée d'une forte contraction du déficit des transferts courants. Quant aux déficits structurels des marchandises et des revenus, ils se sont accrus sensiblement.

Le déficit de la balance des marchandises s'est en effet creusé de 38% pour atteindre 3,4 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2010. Cette aggravation résulte d'une part d'une importante chute (-89%) de l'excédent des opérations sur or non-monnaire, qui est ressorti à 58 millions d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010 contre 552 millions sur la même période de 2009. D'autre part, la détérioration des termes de l'échange induite par la hausse du prix de l'énergie et des autres matières premières, ainsi que l'acquisition d'un satellite, se sont traduites par une nouvelle hausse (+14%) du déficit des marchandises du commerce général (voir section 2.8 ci-dessus).

L'excédent de la balance des services s'est en revanche accru de 29%, en atteignant 16 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010. Cette évolution positive provient en grande partie d'une hausse de 32% des exportations de services financiers, dont le surplus représente près de deux tiers de l'excédent total des services. Le solde positif des services financiers s'est ainsi accru de 33%, à 11,9 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010. Cette embellie résulte d'une hausse 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. Le redressement des cours boursiers a favorisé l'augmentation des commissions bancaires, car celles-ci dépendent largement de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. Les exportations nettes des autres services se sont également bien portées, leur surplus ayant globalement progressé de 19% pour atteindre 4,4 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010. Ce sont les services d'assurance, la publicité, le transport des marchandises et les voyages qui se sont redressés significativement.

Le déficit de la balance des revenus s'est accru de 27% à 9,9 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010. Le déficit structurel de la rémunération des salariés a augmenté de 2% (à 4,7 milliards d'euros), dans un contexte de stagnation de l'emploi frontalier. En revanche, l'accroissement des dividendes et intérêts versés aux non-résidents s'est traduit par une importante progression (+63%) du déficit du revenu des investissements.

Enfin, le solde négatif dégagé par la balance des transferts courants a chuté de 34,5%, en grande partie suite à une baisse des transferts nets effectués par la BCL à l'Eurosysteme au titre de la réallocation du revenu monétaire. Cette évolution reflète largement la baisse des concours accordés par la BCL aux établissements de crédit résidents.

2.9.2 Le compte financier

Les sorties nettes de capitaux ont atteint 3,7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010, soit une hausse de près de moitié par rapport à la même période de 2009. Dans les différentes composantes du compte financier, les flux d'investissements de portefeuille et les flux de produits dérivés se sont soldés par des entrées nettes respectives de 41,9 milliards d'euros et de 2,8 milliards. Ces entrées nettes ont été compensées par des sorties nettes de 28,6 milliards dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques) et de 19,8 milliards dans les investissements directs.

Les sorties nettes d'investissements directs s'expliquent par quelques importantes opérations des prêts intra-groupes, partiellement compensées par des opérations en capital. Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont dégagé des entrées nettes de 67 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010 contre 33 milliards sur la même période de 2009. Du côté des avoirs, les résidents ont diminué leurs investissements dans les actions étrangères, qui ont totalisé 19 milliards sur les trois premiers trimestres de 2010 contre 40,7 milliards sur la même période de 2009. Du côté des engagements, les non-résidents ont augmenté plus que proportionnellement leurs investissements dans les parts d'OPC luxembourgeois (+86,7 milliards sur les trois premiers trimestres de 2010, contre 74 milliards sur la même période de 2010).

En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont placé 34,5 milliards d'euros dans les titres étrangers, essentiellement en obligations, en même temps qu'ils ont vendu les instruments du marché monétaire. Les transactions des non-résidents sur titres de créance luxembourgeois sont restées relativement faibles (8,9 milliards d'entrées, dont 6 milliards dans les titres à long terme). Au total, les transactions sur titres de créance se sont soldées par une sortie nette de 25,6 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 28,6 milliards d'euros sont liées à une hausse des avoirs nets des institutions financières monétaires (y compris la BCL, à concurrence de 14,5 milliards).

Tableau 1.18
Balance des paiements du Luxembourg

Unité ¹⁾ : Million EUR	Janvier-Septembre 2009			Janvier-Septembre 2010		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	129 426	127 402	2 024	133 366	130 222	3 144
Marchandises	8 431	10 359	-1 928	9 292	11 951	-2 659
Services	31 249	18 610	12 639	38 173	21 861	16 312
Revenus	86 233	94 058	-7 825	82 178	92 123	-9 945
Transferts courants	3 513	4 375	-862	3 723	4 288	-565
COMPTE DE CAPITAL	27	160	-132	37	177	-140
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER²⁾			-2 146			-3 668
Investissements directs³⁾	-107 203	101 446	-5 758	-32 515	12 737	-19 778
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-65 468	112 276	46 807	-23 654	91 208	67 555
Autres opérations, Prêts intragroupes	-41 735	-10 830	-52 565	-8 861	-78 472	-87 333
Investissements de portefeuille	-121 852	86 604	-35 247	-53 771	95 638	41 867
Titres de participation	-40 705	73 957	33 251	-19 257	86 765	67 508
Titres de créance	-81 147	12 648	-68 499	-34 514	8 873	-25 641
Produits financiers dérivés			-9 706			2 831
Autres investissements	90 505	-41 870	48 636	-41 876	13 294	-28 582
Avoirs de réserve			-71			-5
ERREURS ET OMISSIONS			254			665

Source : BCL/STATEC

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

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

2.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Les récentes estimations des comptes nationaux annuels, publiées en janvier 2011, n'apportent aucune révision à la progression annuelle du PIB pour les années antérieures à 2010. Par ailleurs, les chiffres relatifs à l'emploi et aux rémunérations des salariés n'ayant fait l'objet que de révisions marginales, la croissance annuelle de la productivité et celle du coût unitaire du travail sont restées inchangées par rapport aux précédentes estimations.

En ce qui concerne les comptes nationaux trimestriels, il convient de noter qu'en termes annuels, les estimations relatives aux trois premiers trimestres de 2009 ont fait l'objet de légères révisions, à savoir -5,5% au lieu de -5,3% pour le premier trimestre, -7,9% au lieu de -8,0% pour le deuxième et -3,1% au lieu de -3,3% pour le troisième trimestre 2009.

De même, en ce qui concerne l'année 2010, le taux de croissance annuel du PIB réel est désormais estimé à 1,4% et 5,5% respectivement au premier et au deuxième trimestre 2010 au lieu des 2,9% et 5,3% annoncés précédemment. La révision à la baisse de la croissance au premier trimestre 2010 est due à une évolution plus défavorable qu'initialement estimé des exportations nettes et de la consommation publique, tandis que la consommation privée et l'investissement ont évolué plus favorablement qu'estimé en octobre 2010. De même, le raffermissement plus marqué de l'activité au deuxième trimestre 2010, tel qu'il se dégage de cette nouvelle version de la comptabilité nationale, est essentiellement imputable à une progression plus favorable de la consommation publique et de l'investissement, qui a entièrement compensé une évolution légèrement plus défavorable du commerce extérieur et de la consommation privée.

Selon la première estimation relative au troisième trimestre 2010, la progression annuelle du PIB réel s'est établie à 3,6% au cours du trimestre sous revue, en légère décélération par rapport au deuxième trimestre 2010 (5,5%). Par ailleurs, en glissement trimestriel, la croissance économique s'est établie à 1,5%.

Comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique «dépenses», à l'exception de la formation brute de capital (-4,1%) et de la consommation publique (-3,3%), l'ensemble des composantes de la demande ont évolué favorablement en glissement annuel au cours du troisième trimestre 2010. L'évolution défavorable de la consommation des administrations publiques au troisième trimestre 2010 doit néanmoins être relativisée. Tout d'abord, il convient de noter que les dépenses de consommation publique avaient fortement augmenté en glissement annuel au cours du même trimestre de l'année précédente (18,2% selon les dernières estimations). De plus, l'analyse de l'évolution de la consommation publique sur un horizon temporel plus large montre que cette composante de la demande évolue de manière très erratique d'un trimestre à l'autre. L'investissement peine quant à lui à démarrer et demeure (en volume) encore à des niveaux inférieurs à ceux enregistrés avant la crise.

En glissement trimestriel, le dynamisme de la consommation publique (9,1%) et la contribution positive du commerce extérieur ont permis de compenser une évolution négative de la consommation privée (-1,2%) et de la formation brute de capital (-11,4%).

Tableau 1.19
Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent					Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente				
	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
Consommation privée	-2,6	1,2	2,6	0,5	-1,2	-3,7	-0,4	4,8	1,7	3,2
Consommation publique	17,1	-5,5	-5,7	-0,5	9,1	18,2	10,1	-2,4	4,0	-3,3
Formation brute de capital	3,0	2,3	5,8	0,1	-11,4	-32,3	-10,5	44,0	11,6	-4,1
Exportations	5,9	4,1	-2,6	4,1	0,6	-8,2	1,7	3,4	11,8	6,2
Importations	7,1	2,3	-1,0	3,9	-0,2	-11,8	-0,2	8,4	12,6	5,0
PIB réel	3,3	1,3	-0,1	0,9	1,5	-3,1	2,1	1,4	5,5	3,6
Emploi salarié	0,1	0,3	0,4	0,9	0,4	0,3	0,1	0,6	1,7	2,0
Emploi total	-0,1	0,6	0,5	0,9	0,0	0,2	0,2	0,8	1,8	1,9
Rémunération moyenne par salarié	0,8	0,0	-0,5	0,9	2,0	2,0	2,7	1,3	1,2	2,4
Productivité du travail	3,4	0,7	-0,5	0,0	1,4	-3,2	2,0	0,6	3,6	1,6
Coût unitaire du travail	-2,5	-0,8	0,0	0,9	0,6	5,5	0,7	0,7	-2,4	0,7

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

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

Cette nouvelle version de la comptabilité nationale trimestrielle fait état d'une accélération de la croissance annuelle de la rémunération par tête au cours du troisième trimestre 2010 (2,4 % contre 1,2 % le trimestre précédent et 2,0 % au cours du même trimestre de 2009). Cette progression couplée à une évolution positive de la croissance annuelle de la productivité du travail, s'est traduite par la décélération (en termes annuels) de la croissance des coûts unitaires salariaux (nominaux) au troisième trimestre de 2010 par rapport à la même période de l'année précédente. Ces chiffres doivent néanmoins être relativisés étant donné la forte hausse enregistrée par les coûts salariaux au cours du troisième trimestre 2009. Par ailleurs, en glissement trimestriel, une forte accélération de la rémunération par tête a pu être observée au troisième trimestre 2010 (2,0 % contre 0,9 % le trimestre précédent). Cette accélération est probablement en partie due au paiement de la tranche indiciaire en juillet 2010.

Au niveau sectoriel et en glissement annuel, à l'exception du secteur financier, l'ensemble des branches économiques ont contribué positivement à la croissance économique. Il convient néanmoins de relativiser la croissance enregistrée par certaines branches économiques au troisième trimestre 2010 comme le secteur industriel (11,3 %) et de replacer ces évolutions dans leur contexte. De fait, il ne faut pas oublier que l'activité industrielle s'était fortement contractée au troisième trimestre 2009. En termes trimestriels, seuls le secteur financier (-1,2 %) et le secteur « autres activités de services » (-0,3 %) ont évolué négativement.

Tableau 1.20

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

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent					Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente				
	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
PIB réel	3,3	1,3	-0,1	0,9	1,5	-3,1	2,1	1,4	5,5	3,6
Industrie y compris énergie	7,0	0,5	1,4	8,4	0,8	-11,2	9,3	8,8	18,1	11,3
Construction	5,8	-3,9	2,6	3,1	1,9	-1,4	-5,2	-1,1	7,6	3,6
Commerce, transports et communications	0,7	4,6	2,2	3,2	4,6	-4,4	4,8	1,9	11,2	15,4
Services financiers	6,7	-2,8	0,6	-1,2	-1,2	-2,3	-0,2	4,5	3,0	-4,6
Services immobiliers, de location et aux entreprises	-0,8	2,4	-4,1	1,6	2,3	-3,9	1,3	-7,2	-1,1	2,0
Autres activités de services	3,1	0,7	-0,8	1,5	-0,3	4,2	6,0	3,8	4,6	1,1

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

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

2.11 RETOUR SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE DÉCEMBRE 2010

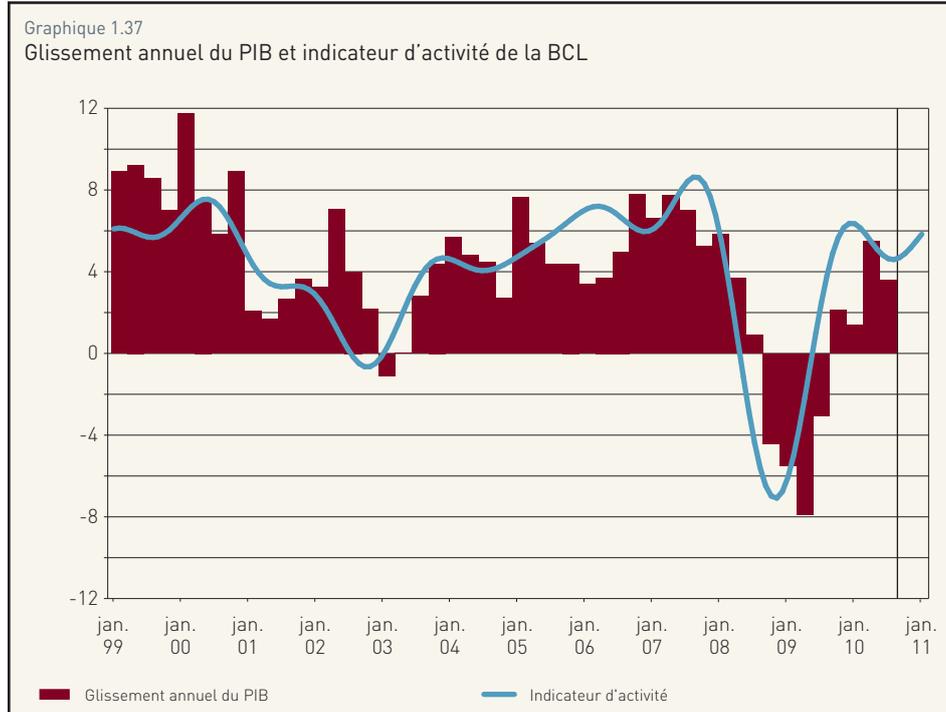
Selon la première estimation du Statec, la croissance du PIB du Luxembourg s'est établie à 3,6 % sur un an au troisième trimestre 2010, ce qui correspond à une hausse de 1,5 % par rapport au deuxième trimestre 2010. Ce dernier résultat ne constituait nullement une surprise, puisque l'indicateur d'activité anticipait déjà en décembre dernier que le glissement annuel du PIB s'établirait autour de 3,3 % au troisième trimestre 2010 et que ce dernier chiffre était compatible avec une croissance trimestrielle positive de +1,5 %.

Depuis décembre dernier, l'indicateur d'activité a poursuivi son ascension. En février 2011, il a ainsi enregistré une légère progression, pour le quatrième mois consécutif.

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, la croissance du PIB en glissement annuel s'établirait dans une fourchette comprise entre +2,4 % et +4,3 % au quatrième trimestre 2010 (après +3,5 % au troisième trimestre 2010), soit à un rythme trimestriel de l'ordre de 1 %.

En conséquence, la croissance pour l'année 2010 s'établirait entre 3,2% et 3,7%. Ce dernier résultat apparaît en ligne avec les projections macroéconomiques de décembre 2010 (3,5 – 4,1).

Au premier trimestre de l'année 2011, la croissance du PIB en glissement annuel devrait connaître une accélération, pour s'établir entre +2,6% et +6,4%, soit à un rythme trimestriel de l'ordre de 1%. L'acquis de croissance pour l'année 2011 calculé à l'issue de ce premier trimestre 2011 s'établirait alors autour de 2,8%. Ce dernier chiffre, obtenu par l'intermédiaire du seul indicateur d'activité, paraît tout à fait compatible avec la prévision pour 2011 effectuée par la BCL en décembre 2010 (fourchette de 2,4 à 3,4%).



Sources : Statec, calculs BCL

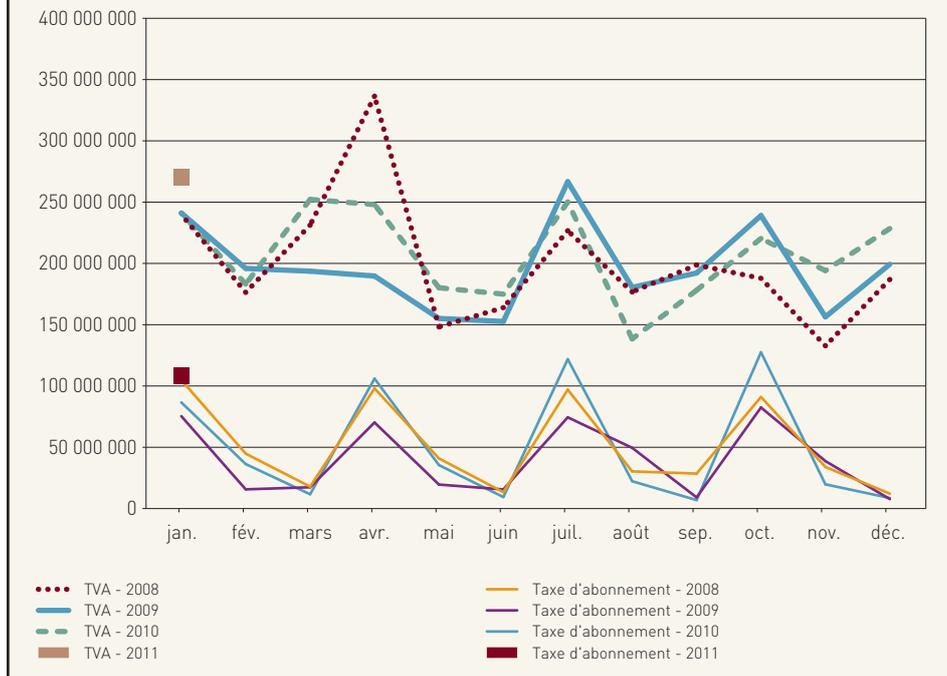
2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

Le Ministère des Finances a publié début janvier une estimation préliminaire des recettes courantes de l'Etat au 31 décembre 2010. Ces dernières devraient être plus élevées qu'initialement prévu dans le Budget 2010, mais la BCL avait déjà, dans ses projections de décembre 2010, postulé une évolution des recettes plus favorables qu'escompté au budget. Les indications fournies par le flux de recettes en provenance de la TVA et de la taxe d'abonnement confirment d'ailleurs le résultat de ces projections budgétaires de la BCL.

Le graphique suivant montre également que le niveau des recettes de TVA perçues en janvier 2011 est supérieur à celui des trois années précédentes, alors que les recettes de la taxe d'abonnement ont atteint leur niveau de janvier 2008. Il reste à voir si cette tendance va se confirmer dans les prochains mois.

Pour rappel, les projections de décembre 2010 de la BCL laissaient augurer un déficit des Administrations publiques de 1,3% du PIB en 2011 et de 1,9% du PIB en 2012, en dépit d'importants excédents de la sécurité sociale (1,6% du PIB en 2011 et 1,3% en 2012 selon les projections de décembre). Cette situation est d'autant plus problématique que les excédents de la sécurité sociale ne sont nullement appelés à durer. Pour rappel, le Luxembourg serait selon l'«Ageing Working Group» le pays de l'Union européenne où les dépenses liées au vieillissement s'accroîtraient le plus d'ici 2060 (+18% du PIB, dont 15% imputables aux seules pensions). Cette situation souligne plus que jamais la pertinence d'une politique budgétaire empreinte de la plus grande prudence et d'une réforme d'envergure des régimes de pension. Les mesures présentées le 17 mars ne peuvent qu'être insuffisantes face à un tel défi. Elles doivent en outre encore faire l'objet de discussions avec les partenaires sociaux.

Graphique 1.38
Flux de recettes des taxes indirectes, données mensuelles
(en euros)



Sources : AED, calculs BCL

Une politique budgétaire plus prudente serait d'ailleurs en congruence avec les discussions relatives à la gouvernance économique au niveau européen. Ces discussions s'appuient notamment sur le rapport du groupe de travail Van Rompuy, sur les mesures présentées par la Commission européenne le 29 septembre 2010 et sur le « Pacte pour l'euro ».

Une crise de la dette souveraine est survenue dans divers pays européens. En outre, le solde budgétaire agrégé de la zone euro s'est fortement dégradé depuis le début de la crise. Selon les projections d'automne 2010 de la Commission européenne, le déficit budgétaire agrégé de la zone euro serait passé de 0,6% du PIB en 2007 à 6,3% du PIB en 2010. Dans ce contexte et en l'absence de nouvelles mesures,

la dette publique de la zone atteindrait 88% du PIB en 2012. Cette situation va imposer d'importants efforts de consolidation budgétaire, d'autant que l'Europe est déjà confrontée aux conséquences à terme du vieillissement démographique.

Diverses lignes de force se dégagant du débat actuel permettraient de prévenir de nouvelles dégradations des finances publiques dans l'avenir.

- Le nouveau cadre de gouvernance insisterait davantage sur la convergence vers les objectifs budgétaires à moyen terme (OMT). La situation budgétaire actuelle au sein de la zone euro est due non seulement à la dégradation conjoncturelle, mais également à l'absence de finances publiques suffisamment saines avant la survenance de la crise. Cet aspect serait renforcé, notamment à travers une norme encadrant l'évolution des dépenses. Pour le Luxembourg, on ne peut considérer qu'une évolution prudente des dépenses serait une augmentation en ligne avec la croissance du PIB observée dans le passé. Une telle croissance, de l'ordre de 4% l'an, voire même davantage, sera en effet difficile à « reproduire » dans le futur et ne peut donc servir d'ancrage à l'évolution des dépenses.
- Des sanctions seraient appliquées de façon plus automatique que jusqu'à présent et – cela importe énormément – également dans le cadre des OMT. Il convient de garantir que cet automatisme soit effectif et que le Pacte de Stabilité et de Croissance ne soit pas édulcoré. Le Conseil de l'Union européenne devrait avoir moins de marge qu'actuellement pour interrompre ou suspendre les procédures contre les Etats membres.

- Une surveillance plus étroite de la compétitivité et des déséquilibres macroéconomiques serait assurée à travers une nouvelle «Economic imbalance procedure». Ainsi, les écarts de compétitivité feraient l'objet d'un examen préventif au niveau européen. Il importe de baser un tel examen sur une batterie limitée d'indicateurs, en premier lieu la balance des paiements et l'évolution des CSU. Le niveau de l'endettement public et privé devra également faire l'objet d'une surveillance étroite. Un tableau de bord trop large aurait pour effet de compliquer et *in fine* d'édulcorer la procédure.
- L'accent mis sur le cadre national de la politique budgétaire est le bienvenu. Il convient, tant au niveau européen qu'au Luxembourg, de mettre en place des conseils budgétaires indépendants, qui permettraient notamment d'apprécier la conformité de notre politique budgétaire au cadre européen. La Directive en préparation en la matière doit rendre obligatoire la mise en place de tels conseils dans les pays de la zone euro.
- Enfin, le semestre européen permettra d'assurer une meilleure coordination à deux niveaux: (i) une meilleure coordination des politiques entre pays européens et (ii) une meilleure interaction entre la politique économique (en premier lieu les réformes structurelles) et la politique budgétaire. Au Luxembourg, le Programme National de Réforme et l'actualisation du Programme de Stabilité seront présentés de concert, dès avril prochain. Les observateurs pourront ainsi apprécier la politique économique d'une façon intégrée. En outre, le gouvernement devra tenir compte dans son projet de budget 2012 des recommandations de la Commission européenne et du Conseil européen.
- La qualité des statistiques des comptes gouvernementaux annuels et trimestriels doit également être améliorée, en termes d'opportunité et de disponibilité. Les faiblesses dans la collecte et la transmission des données doivent directement être signalées. En particulier en ce qui concerne les statistiques intra-annuelles de recettes et les fonds débudgétés.