

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.2	Les taux d'intérêt des institutions financières et monétaires de la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
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	19
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.8	Les projections pour la zone euro	22
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	30
2.2	L'industrie	31
2.3	La construction	32
2.4	Le commerce et les autres secteurs	33
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	34
2.6	Le marché du travail	35
2.6.1	L'emploi	35
2.6.2	Le chômage	37
2.7	Le secteur financier	40
2.7.1	Les établissements de crédit	41
	L'évolution du nombre des établissements de crédit	
2.7.2	L'effectif dans les établissements de crédit	42
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit luxembourgeois	44
2.7.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	53
2.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	55
2.7.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	57
2.7.7	Les organismes de placement collectif	59
2.8	Le commerce extérieur	64
2.9	La balance des paiements	65
2.9.1	Le compte courant	65
2.9.2	Le compte financier	65
2.10	La croissance économique	66
2.11	Les projections macro-économiques	69
2.12	Les finances publiques	76
2.12.1	Projet de budget 2009	76
2.12.2	Analyse des finances publiques luxembourgeoises et projections de la BCL	80
2.12.3	La dette publique et la soutenabilité à terme de la politique budgétaire	85

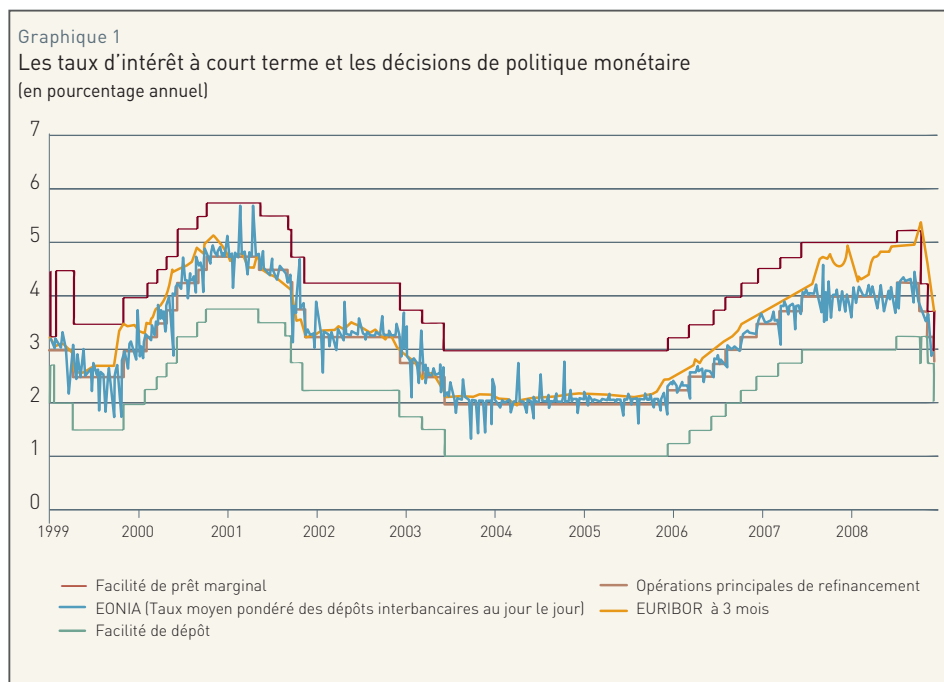
1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire

Depuis fin-août, le Conseil des gouverneurs de la BCE a baissé le taux appliqué aux opérations principales de refinancement de 175 points de base au total, le portant à 2,50%. Le corridor de fluctuation de l'EONIA (c'est-à-dire du loyer de l'argent au jour le jour) délimité par la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt fut réduit de 200 à 100 points de base ; les taux des facilités permanentes s'élèvent donc, respectivement, à 3,00% et 2,00%.

La baisse du taux appliqué aux opérations principales de refinancement fut implémentée en trois tranches. Le premier abaissement, annoncé le 8 octobre et effectif à partir du 15 octobre, s'élève à 50 points de base et fut décidé par voie de téléconférence dans le cadre d'un assouplissement des conditions monétaires au niveau mondial, en coopération avec la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, le Système fédéral de réserve, la Banque de Suède, la Banque nationale suisse et finalement la Banque du Japon qui avait toutefois décidé de laisser ses taux directeurs inchangés. Depuis juin 2000, les opérations principales de refinancement sont effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux variable assortie d'un taux minimum ; les montants adjudiqués sont en principe inférieurs aux soumissions des contreparties. À compter de l'opération réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement sont toutefois effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe ; en plus, la totalité des soumissions des contreparties est servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

Outre ces décisions concernant le taux appliqué aux opérations principales de refinancement, le Conseil des Gouverneurs a également modifié les taux d'intérêt relatifs aux facilités permanentes. Le 8 octobre, la BCE annonça que les taux d'intérêt sur les facilités permanentes seraient réduits de 50 points de base avec effet immédiat, les portant respectivement à 4,75% et 2,75%. A compter du 9 octobre, le corridor de fluctuation fut réduit à 100 points de base. Ainsi, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal fut abaissé de 50 points de base supplémentaires, alors que le taux de la facilité de dépôt fut augmenté de 50 points de base. Ces décisions ramenaient donc les taux respectifs à 4,25% et 3,25%, par rapport à un taux de refinancement principal de 3,75%.



Sources: BCE, Bloomberg

Le 6 novembre et le 4 décembre, les taux directeurs ont été abaissés de 50 et de 75 points de base, respectivement.

Si l'abaissement des taux directeurs paraît rapide, il convient de souligner que les perspectives de stabilité des prix se sont nettement améliorées au cours d'une période très courte, en parallèle avec une détérioration des perspectives macroéconomiques toute aussi brusque. Ces évolutions se sont bien évidemment également traduites dans les projections de l'Eurosystème (voir ci-contre).

Le degré d'incertitude demeure exceptionnellement élevé et les tensions financières continuent d'ailleurs à se traduire sur le taux moyen pondéré

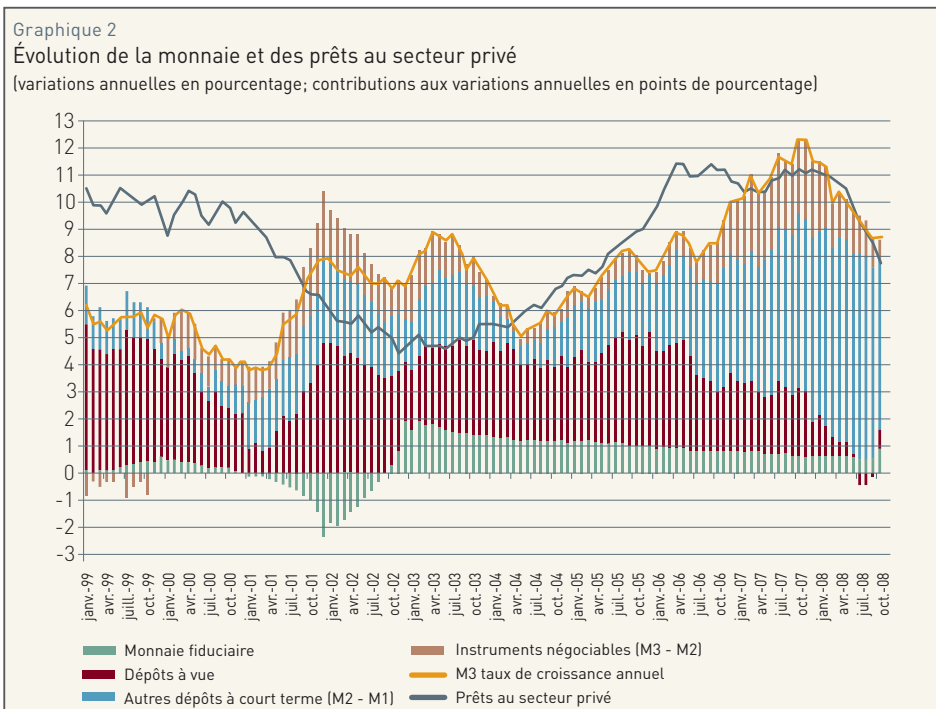
des dépôts interbancaires au jour le jour (EONIA) ainsi que, mais bien que dans une moindre mesure, sur l'EURIBOR à trois.

Alors que la progression annuelle de l'IPCH demeure supérieure au niveau compatible avec la stabilité des prix, l'inflation est en baisse rapide et les perspectives de stabilité des prix se sont nettement améliorées. Dans le sillage du recul des prix de l'énergie, la progression annuelle de l'IPCH s'est graduellement repliée, passant de son pique de 4,0% en juin et juillet à 3,2% en octobre ; selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation s'est établie à 2,1% en novembre. Le repli des taux d'inflation s'explique essentiellement par la baisse considérable des prix des matières premières et le ralentissement sensible de l'activité. Les taux d'inflation devraient continuer de diminuer dans les prochains mois, pour revenir à un niveau compatible avec la stabilité des prix courant 2009. Les projections de décembre 2008 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 3,2% et 3,4% en 2008, et entre 1,1% à 1,7% en 2009. Pour 2010, la hausse de l'IPCH devrait s'établir dans une fourchette allant de 1,5% à 2,1%. Par rapport à septembre, les projections relatives à l'IPCH pour 2008 et 2009 ont été sensiblement révisées à la baisse.


Pour ce qui est de l'activité économique, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 0,2% au troisième trimestre. Depuis septembre, les turbulences se sont intensifiées et généralisées sur les marchés de capitaux pour se propager graduellement et progressivement du secteur financier à l'économie réelle ; l'économie mondiale dans son ensemble en subit les effets négatifs. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2008 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre 0,8% et 1,2% en 2008, entre -1,0% et 0,0% en 2009 et entre 0,5% et 1,5% en 2010. Par rapport à septembre, les projections macroéconomiques pour 2008 et 2009 ont été fortement revues à la baisse.

En ce qui concerne l'analyse monétaire, la croissance annuelle de l'agrégat monétaire large et des agrégats de crédit a continué de se ralentir depuis les mois d'été, tout en demeurant soutenue. Les données confirment que les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix continuent à s'atténuer, sans toutefois totalement disparaître. Au troisième trimestre, l'agrégat large (M3) a progressé de 8,9%, pour s'inscrire à 8,7% en octobre ; le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé s'est établi à 8,9% entre juillet et septembre, et à 7,8% en octobre. À noter que la progression de M3 surpasse sans doute toujours la tendance d'expansion monétaire sous-jacente, ceci étant imputable à l'effet stimulant d'une courbe des rendements relativement aplatie et à d'autres facteurs temporaires. En effet, alors que la courbe de rendements s'est nettement raidie ces derniers mois, le profil plat de la courbe qui prévalait jusqu'en septembre a impliqué une certaine réallocation de portefeuille.

Néanmoins, même en tenant compte de ces effets, une évaluation globale des données les plus récentes confirme que



Source: BCE



la progression monétaire au sens large s'est repliée. Le graphique montre que la contribution de l'agrégat étroit M1 (composé de « monnaie fiduciaire » et « dépôts à vue ») à l'agrégat large M3 s'est toutefois accrue ces derniers mois. Le taux de croissance annuel de M1 s'est inscrit à 1,2% et 3,7% en septembre et octobre respectivement.

Si la progression de l'agrégat étroit M1 s'est accrue, celle des autres dépôts à court terme (M2-M1) a fléchi, tout en restant vigoureuse : le taux de croissance annuel relatif à ces dépôts s'est inscrit à 17,7% et 15,5% en septembre et octobre respectivement, reflétant une préférence pour les actifs liquides dans un contexte d'incertitude accrue. L'impact de la croissance dynamique de ces dépôts sur l'agrégat large demeure toutefois considérable, comme souligné par le graphique qui montre bien à quel point M2-M1 a soutenu la croissance de l'agrégat large.

Quant aux sous-composantes de M2-M1, c'est-à-dire les dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, ce sont surtout ces premiers qui sont responsables de la forte expansion de l'agrégat. En effet, les dépôts à préavis ont continué à se replier, alors que la croissance annuelle des dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est en moyenne établie à 31,8 % en septembre et octobre.

La croissance annuelle des instruments négociables M3-M2 s'est également modérée en septembre et octobre, s'inscrivant respectivement à 7,3% et 5,3%. Ces développements sont attribuables à la modération de l'évolution des trois sous-composantes de M3-M2. En effet, le taux de croissance annuel des titres d'OPCVM monétaires s'est ralenti pour passer à 1,7% en octobre. La progression annuelle des titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans s'est également repliée.

En ce qui concerne les contreparties de M3, aucun signe patent d'un assèchement de l'offre de crédit n'a été observé dans la zone euro. On constate que les prêts au secteur privé affichent une tendance baissière, s'établissant à 8,4% en octobre. La décomposition sectorielle indique que le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non-financières (SNF) a continué à fléchir tout en continuant à s'inscrire à des niveaux élevés ; en effet, la progression annuelle des prêts aux SNF est passée de 12,6% au troisième trimestre à 11,9% en octobre. Quant à la croissance annuelle des prêts aux ménages, elle a continué sur sa trajectoire baissière entamée en 2006, tant du côté des prêts immobiliers que du côté des crédits à la consommation ; la progression des prêts immobiliers a d'ailleurs atteint son creux historique en octobre, à 3,5%.

Le recoupement des conclusions de l'analyse économique avec celles de l'analyse monétaire confirme que les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme se sont atténués. Le Conseil des gouverneurs de la BCE continue à suivre très attentivement l'ensemble des évolutions.

1.2 LES TAUX D'INTÉRÊT DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES ET MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO

Le coût des nouveaux crédits, tout comme la rémunération des dépôts, offerts par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro a nettement progressé au cours du troisième trimestre de l'année 2008.

On entend par nouveaux contrats tous les nouveaux accords passés entre un agent économique (ménage ou société non financière) et sa banque au cours de la période de référence. Ainsi, les nouveaux accords comprennent tous les contrats et conditions financiers qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt associé au dépôt ou au crédit et toutes les renégociations des dépôts et des crédits existants.

Tandis que le taux de refinancement de l'Eurosystème a été relevé de 25 points de base le 9 juillet 2008, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable ou dont la période de fixation du taux d'intérêt est inférieure à un an a augmenté de 32 points de base entre juin (5,48%) et septembre 2008 (5,80%). Le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, a progressé de manière un peu moins prononcée entre juin (6,95%) et septembre (7,20%). Les taux d'intérêt proposés aux

ménages par les banques de la zone euro pour des crédits qui ne concernent ni la consommation, ni l'immobilier (catégorie des autres crédits), n'ont progressé que de 23 points de base sur cette période, passant de 6,03% en juin à 6,26% en septembre 2008.

C'est sur la catégorie des crédits aux sociétés non financières à taux variable et dont le montant est inférieur à un million d'euros que la hausse du taux d'intérêt est la moins prononcée. Celui-ci n'a progressé que de 18 points de base sur la période sous revue, passant de 6,16% en juin à 6,34% en septembre 2008. Parallèlement, le coût des crédits à taux variable et dont le montant est supérieur à un million d'euros était en hausse de 27 points de base (de 5,35% à 5,62%).

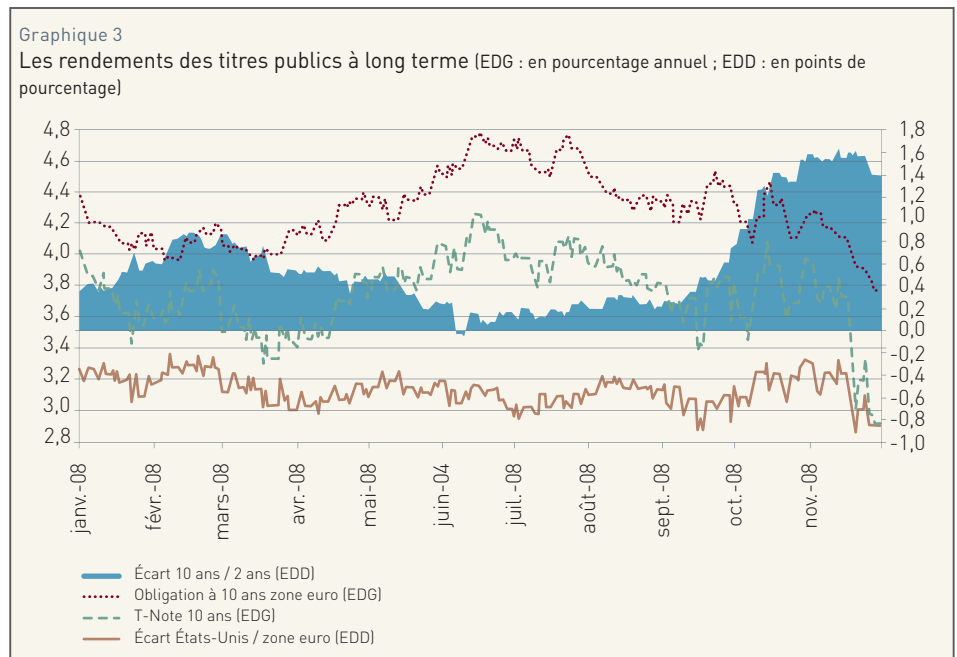
La rémunération des dépôts des ménages a progressé de 22 points de base entre juin (4,43%) et septembre 2008 (4,65%), tandis que celle des dépôts des sociétés non financières a progressé de 23 points de base sur cette même période (de 4,28% à 4,51%). Cette évolution est en ligne avec celle des taux de marché à court terme.

1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Depuis la fin du mois d'août, les rendements des titres publics à long terme aux États-Unis et dans la zone euro ont affiché une forte volatilité mais se sont globalement inscrits dans une tendance baissière qui a reflété un comportement de fuite vers la qualité de la part des investisseurs. Entre le 1er septembre et le 30 novembre 2008, le rendement des Bons du Trésor à 10 ans a baissé de 53 points de base dans la zone euro et de 89 points de base aux États-Unis pour s'établir respectivement à 3,77% et 2,92%. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre la zone euro et les États-Unis s'est légèrement accru pour avoisiner les 85 points de base en fin de période. L'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans s'est quant à lui nettement creusé dans la zone euro depuis le mois de septembre sous l'effet, notamment, de l'influence des baisses de taux d'intérêt directs sur l'évolution des taux courts.

Au cours de la période étudiée, les marchés obligataires ont affiché une forte volatilité. En dépit des mesures de sauvetage des agences de refinancement hypothécaire américaines Fannie Mae et Freddie Mac, le rendement des bons du trésor à 10 ans a

continué de reculer au début du mois de septembre dans la zone euro et aux États-Unis en raison du mouvement de fuite vers la qualité inhérent à la crise de confiance sur les marchés financiers. Le rendement de l'emprunt d'État à 10 ans s'est de nouveau tendu à la suite de l'annonce du plan Paulson, mais cette hausse s'est toutefois interrompue du fait de l'incertitude concernant la réalisation de ce plan et de la reprise des turbulences financières générée par de nouveaux risques de défaillances au niveau des établissements de crédit. Le reflux des anticipations d'inflation et la dégradation des perspectives économiques ont également contribué à ce mouvement de détente des taux longs sur les emprunts d'État jusqu'au début du mois d'octobre. Les plans de sauvetage annoncés par le gouvernement américain et les pays membres de la zone



Sources : Bloomberg, BCE

euro se sont quant à eux traduits par une hausse des rendements de long terme sur les emprunts d'État en raison, d'une part, d'une baisse de l'aversion au risque de la part des investisseurs, et d'autre part, de l'augmentation anticipée de l'offre de titres de la dette publique inhérente à leur mise en œuvre. Les taux sur les emprunts d'État à 10 ans se sont ensuite de nouveau détendus sous l'effet d'une rechute des marchés d'actions et, principalement, d'une anticipation de baisses des taux d'intérêt directs par les opérateurs de marché. Ce mouvement de détente des taux longs s'est ensuite prolongé de manière significative jusqu'à la fin du mois de novembre, reflétant ainsi le comportement de fuite vers la qualité de la part des investisseurs, et ce dans un contexte de dégradation prononcé des perspectives économiques.

L'écart de rendement entre les obligations à 2 ans et celles à 10 ans dans la zone euro s'est quant à lui nettement creusé depuis le début du mois de septembre, pour atteindre un différentiel de 1,40% au 30 novembre 2008, alors qu'il était de seulement 0,26% au début du mois de septembre. En provoquant une détente des taux courts, l'assouplissement de la politique monétaire par l'Eurosystème a engendré une « pentification » de la courbe des taux, c'est-à-dire une hausse de l'écart entre les taux courts et les taux longs. L'évolution de cet écart a néanmoins été également accentuée par le comportement des taux longs ; la mise en œuvre des plans de sauvetage des banques s'est en effet traduite par une hausse de la dette publique et, ce faisant, par une augmentation de l'offre d'obligations de long terme par les États, ce qui a contribué à réduire leur prix et donc à augmenter les taux d'intérêt sur ce type de maturité.

De son côté, le différentiel de rendement entre les obligations à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro a tout d'abord augmenté de manière temporaire jusqu'à la mi-septembre, avant de connaître une tendance à la baisse jusqu'à la fin du mois d'octobre, pour finalement s'accroître de manière significative à partir du mois de novembre. Dans l'ensemble, ces évolutions sont attribuables à la volatilité plus prononcée des rendements américains qui a accompagné les changements de perception du risque de la part des opérateurs de marché, et ce au gré des différentes phases de développement de la crise économique et financière. Dans cette perspective, le phénomène de fuite vers la qualité a largement contribué au creusement du différentiel de rendement des obligations à long terme entre les États-Unis et la zone euro en fin de période. Cette tendance caractérisée par un repli généralisé vers des valeurs refuges s'est également illustrée au niveau de la zone euro à travers une préférence des investisseurs pour le papier allemand, considéré comme plus sûr et plus liquide en période de turbulences financières. Au cours de la période étudiée, les écarts de taux

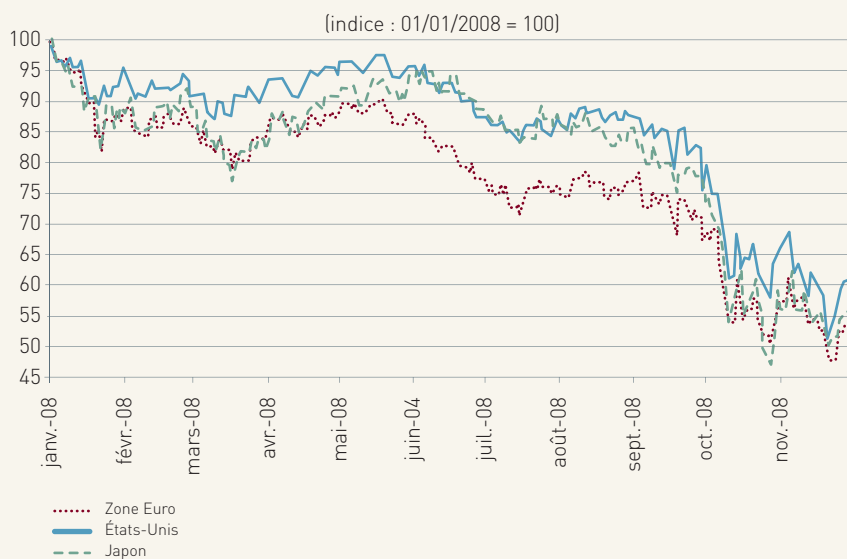
d'intérêt à long terme sur les titres de la dette publique des différents pays de la zone euro ont connu des évolutions divergentes, notamment lors de la période de tensions suscitée par les risques de défaillances d'établissements de crédit au début du mois d'octobre, reflétant ainsi les primes de risque attribuées par les investisseurs à la qualité de remboursement des différents émetteurs souverains.

1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

Après avoir observé une pause au cours du mois de juillet et du mois d'août, les principaux indices boursiers aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro ont globalement poursuivi leur tendance à la baisse à partir du mois de septembre. Le Dow

Graphique 4

Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon



Source: Bloomberg

Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont respectivement creusé leurs pertes de 43,5%, 43,1% et 50,8% entre le 1er septembre et le 30 novembre 2008, tandis que le point bas atteint à la fin du mois de novembre a ramené les indices à leur niveau de début 2003. La période récente a par ailleurs été marquée par une forte volatilité sur les marchés boursiers sous l'effet des difficultés rencontrées par de nombreux établissements financiers, de l'assombrissement des perspectives de croissance et de l'intervention des banques centrales et des gouvernements pour soutenir le système économique et financier.

Deux semaines après la mise sous tutelle des établissements de refinancement hypothécaire américains Fannie Mae et Freddie Mac, la mise en faillite de Lehman Brothers, le prêt de 85 milliards de dollars octroyé par la Réserve fédérale à AIG et la reprise de Merrill Lynch par Bank of America ont ravivé la crise de confiance des opérateurs et provoqué une baisse des indices boursiers dans la seconde moitié du mois de septembre. Au cours de cette période, l'annonce du plan Paulson visant à la création d'une structure de défaisance de 700 milliards de dollars destinée à soulager les banques des actifs « toxiques » liés à l'immobilier a seulement permis de favoriser un rebond de courte durée du fait des doutes concernant son adoption par le Congrès et des incertitudes entourant les modalités de sa mise en œuvre. Les inquiétudes relatives à l'évolution de l'économie, avec la révision à la baisse des chiffres de la croissance américaine, et la paralysie du marché interbancaire, malgré les interventions massives des principales banques centrales, ont également pesé sur la tendance jusqu'à la fin du mois de septembre.

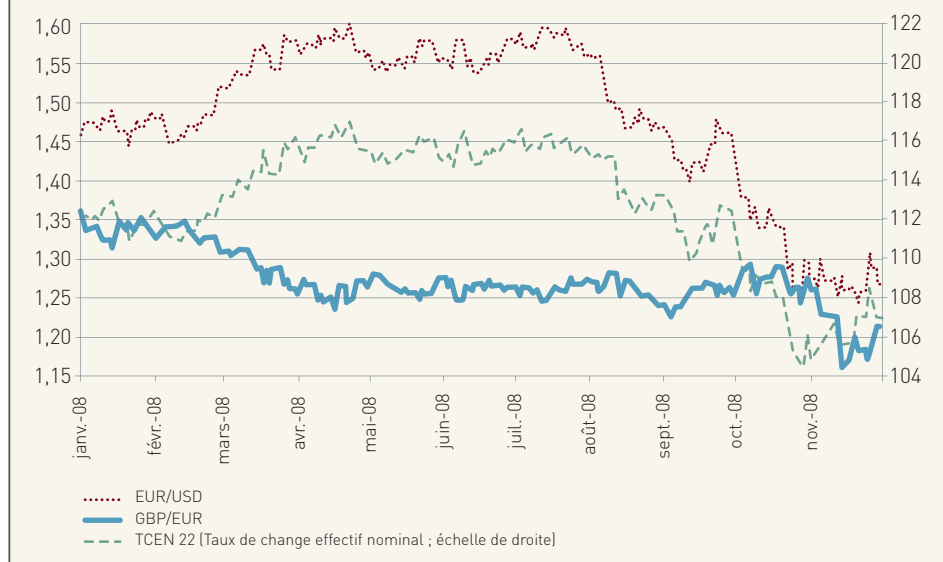
Le repli des principaux indices boursiers s'est poursuivi au mois d'octobre sous l'effet des difficultés rencontrées par de nombreux établissements bancaires (Fortis, Bradford & Bingley, Hypo Real Estate, Dexia, Wachovia...). La crise de confiance qui en a découlé a alors amené les gouvernements et les banques centrales à poursuivre leurs efforts pour endiguer les mécanismes de contagion de la crise financière et limiter le risque systémique. Les principales banques centrales ont assoupli les procédures de refinancement du système bancaire et mis en place une action concertée de baisse des taux d'intérêt directeurs, tandis que les gouvernements, après avoir élargi le montant des garanties pour les épargnants, ont élaboré des plans de sauvetage destinés à recapitaliser les banques et à garantir leurs émissions de dette sur les marchés. Ces différentes mesures, qui ont permis d'enrayer la crise de confiance des opérateurs et de favoriser un retour à la normale sur les marchés interbancaires, se sont traduits par un rebond substantiel mais éphémère des indices boursiers. Le soulagement a en effet laissé la place aux inquiétudes concernant la conjoncture économique et les craintes de récession sont revenues au premier plan, de sorte que la baisse des indices boursiers s'est poursuivie jusqu'à la fin du mois d'octobre.

A la fin du mois d'octobre et au début du mois de novembre, les cours boursiers se sont à nouveau inscrits en hausse dans le sillage des décisions de politique monétaire des principales banques centrales et du prolongement anticipé du cycle de baisse des taux d'intérêt directeurs, mais l'embellie observée s'est toutefois arrêtée du fait de l'assombrissement des perspectives économiques. Les craintes de récession ont alors de nouveau fortement pesé sur les cours. La publication d'une série de mauvais indicateurs économiques est venue confirmer les inquiétudes des opérateurs concernant l'évolution de l'économie, tandis que les marchés ont commencé à prendre en considération l'éventualité d'un scénario déflationniste aux Etats-Unis et en Grande Bretagne. En fin de mois, le sauvetage de Citigroup, l'annonce de plans de relance de l'économie par les gouvernements et les nouvelles mesures annoncées par la Fed pour soutenir le marché du crédit ont certes été bien accueillis par les marchés, mais l'incertitude persistante concernant l'ampleur de la crise économique et financière actuelle laisse entrevoir une poursuite de la volatilité des cours pour les mois à venir.

1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Depuis la fin du mois d'août, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 22 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a poursuivi sa tendance à la baisse pour se déprécier de 5,78% au 30 novembre 2008. Cette évolution s'explique principalement par le recul de

Graphique 5
Les taux de change de l'euro



Sources: Bloomberg, BCE

l'euro par rapport au dollar américain, au yen et au franc suisse, la monnaie unique ayant en revanche connu une appréciation face à la livre sterling, au zloty polonais, au forint hongrois, au leu roumain et à la couronne suédoise au cours de la période étudiée.

En dépit d'une légère appréciation à la mi-septembre inhérente aux conséquences de l'annonce du plan Paulson (e.g. l'augmentation de la dette publique américaine et l'éventualité d'une possible dégradation de la note souveraine des Etats-Unis), l'euro a poursuivi son mouvement de dépréciation face au dollar américain ; au 30 novembre 2008, la monnaie unique avait perdu 25,6% de sa valeur en comparaison avec le pic atteint lors de la séance du 11 juillet 2008. Les anticipations de

baisses de taux directeurs de la BCE par les opérateurs de marché, les difficultés rencontrées par certains établissements bancaires en Europe, les inquiétudes concernant l'entrée en récession de la zone euro et le reflux du prix du baril de pétrole ont certes contribué à cette tendance, mais de manière générale, la crise économique et financière a redonné une certaine vigueur au billet vert en tant que monnaie de réserve internationale. La montée de l'aversion au risque a en effet amené les investisseurs à accorder une préférence pour les actifs libellés en dollars, considérés comme des valeurs refuges, ce qui s'est traduit par des mouvements de capitaux vers les Etats-Unis, notamment en provenance des bourses des pays émergents.

Au cours de la période étudiée, le yen et le franc suisse se sont également fortement appréciés vis-à-vis de l'euro ; entre le 31 août et le 30 novembre 2008, la monnaie japonaise et la monnaie suisse ont respectivement gagné 31,7% et 4,87% face à la monnaie unique. L'abaissement concerté des taux d'intérêt par les principales banques centrales au début du mois d'octobre et la volatilité du marché des changes ont eu pour effet de mettre un frein aux opérations de portage (carry trade) qui consistaient à s'endetter dans une monnaie où les taux d'intérêt étaient faibles pour investir dans des monnaies disposant de rendements plus élevés, de sorte que les investisseurs ont eu tendance à déboucler massivement leurs positions spéculatives dans ces devises. De son côté, la livre sterling s'est dépréciée au cours des trois derniers mois par rapport à l'euro (-2,41%) sous l'effet, non seulement, de la forte baisse des taux d'intérêt directeurs décidée par la Banque d'Angleterre au début du mois de novembre, mais également, des inquiétudes des investisseurs par rapport à l'ampleur de la récession outre-manche.

La plupart des devises participant au MCE II (la couronne slovaque, 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. De manière à maintenir la couronne danoise au sein de sa marge de fluctuation, la Banque centrale du Danemark a toutefois été amenée à augmenter ses taux directeurs à deux reprises au cours du mois d'octobre afin de freiner les sorties de capitaux survenues lors de la période de turbulences traversée par les marchés financiers. De son côté, la couronne slovaque a continué de s'échanger à un niveau proche du cours pivot de 320,126 SKK/euro, cours qui servira de référence comme taux de conversion lors du passage à l'euro de la Slovaquie le 1er janvier 2009. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) ont pour leur part été fortement affectées par la crise financière internationale. A l'instar de la chute récente du rouble

face au dollar et à l'euro, les monnaies de la plupart de ces pays ont été mises sous pression, notamment le zloty polonais, le forint hongrois et le leu roumain. Les mouvements de capitaux qui ont accompagné la montée de l'aversion au risque ont en effet entraîné une forte dépréciation de ces devises, ce qui a conduit les banques centrales à intervenir sur le marché des changes pour soutenir le cours de leur monnaie. De manière à éviter une crise majeure de balance des paiements, la Hongrie a bénéficié à la fin du mois d'octobre d'un plan de sauvetage de 20 milliards d'euros du Fonds monétaire international, de l'Union européenne et de la Banque mondiale, peu de temps après avoir obtenu un soutien financier de 5 milliards d'euros de la part de la BCE.

1.6 L'ÉVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), après avoir atteint avec 4% en juin et juillet un pic historique depuis l'introduction de l'euro en 1999, s'est inscrite depuis août 2008 en baisse pour ressortir à 3,2% en octobre 2008. Ce renversement de tendance résulte notamment du fléchissement des taux de progression des prix de l'énergie et des produits alimentaires par rapport à leurs points culminants en juillet 2008.

En effet, après son sommet de 17,1% en juillet, le rythme annuel des prix de l'énergie s'est modéré à 9,6% en octobre par suite de l'effet de baisse du cours du pétrole depuis août 2008. Un renversement de tendance s'observe également au niveau du taux annuel des prix des produits alimentaires transformés. En effet, alors que ce taux s'est inscrit à 7,2% en juillet, il a diminué graduellement à 5,1% en octobre 2008.

De même, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés, ayant atteint son pic de 4,4% en juillet 2008, a progressivement diminué au cours des derniers mois pour s'établir à 3,4% en octobre, essentiellement sous l'effet de la distension sur les marchés des matières premières alimentaires.

Depuis juillet 2008, la dynamique des prix des produits manufacturés hors énergie s'est légèrement accentuée tout en restant cependant modérée avec des taux compris entre 0,5% et 1%.

Le rythme annuel des prix des services, restant à un niveau élevé, a légèrement diminué de 2,7% en août 2008 à 2,6% en septembre et octobre 2008. Ceci s'explique probablement par des effets indirects des fortes diminutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires intervenues précédemment au niveau mondial et ayant une incidence sur les coûts.

Tableau 1

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

	2006	2007	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4	2008 T1	2008 T2	2008 T3	2008 janv.	2008 févr.	2008 mars	2008 avril	2008 mai	2008 juin	2008 juil.	2008 août	2008 sept.	2008 oct.	2008 nov.
IPCH global	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9	3,3	3,6	3,8	3,2	3,3	3,6	3,3	3,7	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1
Dont																				
Produits alimentaires non transformés	2,8	3,0	3,1	3,3	2,4	3,1	3,5	3,7	3,9	3,3	3,3	3,8	3,1	3,9	4,0	4,4	3,7	3,6	3,4	
Produits alimentaires transformés	2,1	2,8	2,1	2,0	2,5	4,5	6,4	6,9	6,7	5,9	6,5	6,8	7,0	6,9	7,0	7,2	6,8	6,2	5,1	
Produits manufacturés hors énergie	0,6	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	0,8	0,5	0,7	0,9	1,0	
Énergie	7,7	2,6	1,2	0,5	0,7	8,1	10,7	13,6	15,1	10,6	10,4	11,2	10,8	13,7	16,1	17,1	14,6	13,5	9,6	
Services	2,0	2,5	2,4	2,6	2,5	2,5	2,6	2,4	2,6	2,5	2,4	2,8	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,5	2,0	1,9	1,9	2,0	2,3	2,5	2,5	2,5	2,3	2,4	2,7	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	

Source: Eurostat

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation continue sur sa trajectoire descendante en novembre pour s'inscrire à 2,1%. Cependant, la ventilation détaillée des composantes de l'IPCH pour le mois de novembre ne sera publiée que mi-décembre.

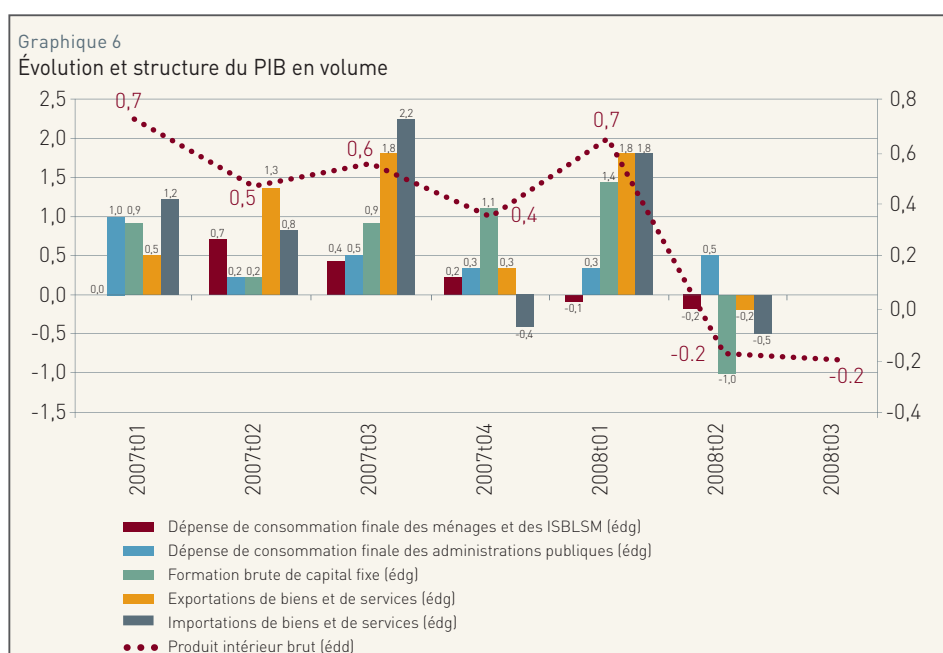
Les récentes projections des services de l'Eurosystème indiquent que la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 3,2% à 3,4% en 2008, revenant entre 1,1% et 1,7% en 2009. Pour 2010, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 1,5% et 2,1%. Les projections d'inflation pour 2008 et 2009 ont été considérablement révisées à la baisse par rapport à celles des services de la BCE de septembre 2008, en particulier en raison du fort recul des cours des matières premières et de l'incidence baissière de l'affaiblissement de la demande.

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

Les estimations relatives aux comptes nationaux pour le deuxième trimestre de 2008 témoignent d'un recul de 0,2% en rythme trimestriel du PIB de la zone euro après une progression de 0,7% au premier trimestre. L'évolution favorable observée au premier trimestre semble néanmoins en partie liée à des facteurs temporaires caractérisés par des conditions météorologiques exceptionnellement clémentes qui ont stimulé l'activité dans le secteur de la construction au début de l'année tandis que l'affaiblissement de l'activité économique au deuxième trimestre constitue pour partie une réaction technique à cette forte croissance. Néanmoins, ce chiffre plus faible du deuxième trimestre reflète aussi une modération de la croissance, la hausse du prix des matières premières et le ralentissement de l'activité économique mondiale. D'ailleurs, l'estimation rapide pour le troisième trimestre de 2008 publiée par Eurostat qui affiche un recul du PIB de la zone euro de 0,2% en glissement trimestriel, corrobore ce scénario d'un trou d'air conjoncturel.

L'examen des différentes composantes du PIB révèle que la baisse du PIB au deuxième trimestre est imputable à la demande intérieure, la contribution du solde commercial au cours de cette période a pour sa part été nulle en raison d'une évolution sensiblement identique des exportations et des importations. Plus en détail, la faiblesse de la demande intérieure au deuxième trimestre 2008 est essentiellement liée au recul brutal de la croissance de l'investissement qui a baissé de 1,0% au deuxième trimestre, après une hausse de 1,4% en glissement trimestriel au premier trimestre. La ventilation des données relatives à l'in-

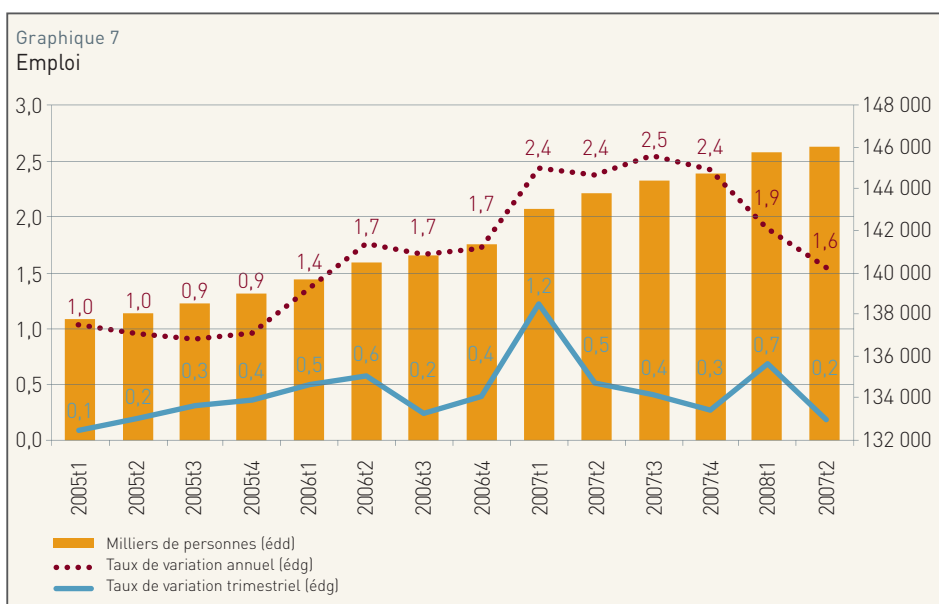
investissement confirme que la volatilité de cette composante est pour grande partie liée aux évolutions dans le secteur de la construction. Il est probable que l'activité dans la construction ait été dopée par les conditions météorologiques clémentes des premiers mois de l'année, ce qui expliquerait le recul observé au deuxième trimestre. En ligne avec le durcissement des conditions de financement, le ralentissement de la progression de la rentabilité et l'atténuation des tensions sur les capacités de production, l'investissement hors construction ainsi que celui dans les équipements de transport ont eux aussi affiché une baisse au cours du trimestre sous revue mais dans une moindre amplitude que celle observée pour l'investissement dans la construction. La baisse de la consom-



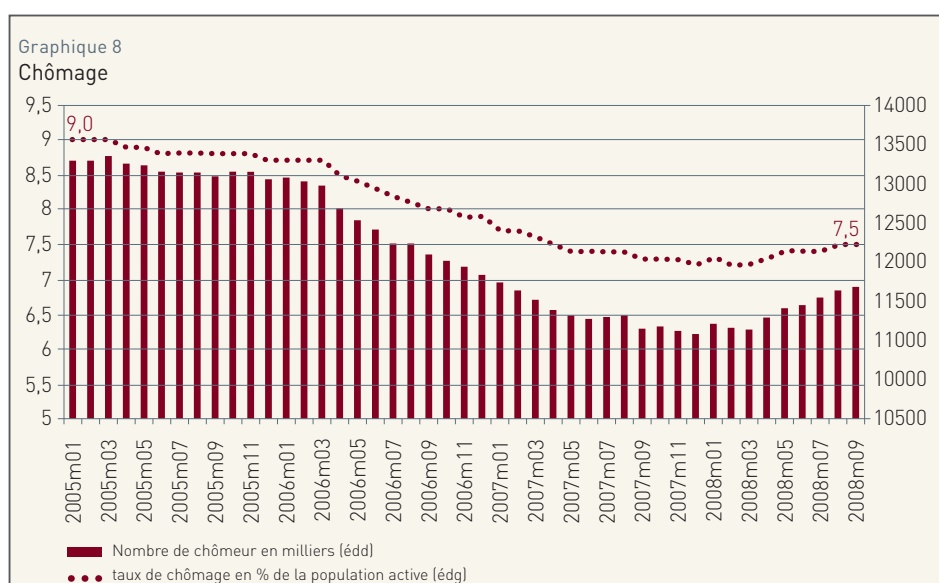
mation privée observée au premier trimestre de 2008 (de 0,1%) s'est poursuivie au deuxième trimestre 2008, les dépenses ayant diminué de 0,2 % en glissement trimestriel. Cette situation s'explique par la dégradation du pouvoir d'achat des ménages inhérente à la hausse des prix des matières premières et des produits alimentaires laquelle s'est traduite par un recul marqué des ventes de détail dans la zone euro au cours du deuxième trimestre. De surcroît, le recul des marchés boursiers a provoqué une baisse du patrimoine financier des ménages. En outre, la dépense de consommation finale des administrations publiques a, quant à elle, légèrement compensé la contraction de l'activité qui s'est produite au cours du deuxième trimestre de 2008. Après avoir connu une augmentation de 0,3% au premier trimestre, cette composante de la demande intérieure a, en effet, affiché une croissance de 0,5% pour le deuxième trimestre.

Après plusieurs années de nette amélioration, le marché du travail de la zone euro a connu un retournement ces derniers mois. De fait, les données les plus récentes pour le début de l'année 2008, témoignent d'un certain ralentissement de la progression de l'emploi. La croissance de l'emploi dans la zone euro a décéléré à environ 1,6% en glissement annuel et 0,2% en glissement trimestriel au cours du deuxième trimestre de 2008 après encore respectivement 1,9% et 0,7% au premier trimestre. L'emploi a ainsi atteint 145,9 millions de personnes au deuxième trimestre de l'année. Les perspectives d'emploi ressortant des enquêtes vont dans le sens d'un fléchissement qui augure d'une poursuite du ralentissement de l'emploi au cours du second semestre de 2008.

Après plusieurs années de recul, le taux de chômage de la zone euro s'est inscrit en hausse depuis le début de l'année 2008. Il est graduellement passé de 7,2% à 7,4% du premier au deuxième trimestre et à 7,5% au troisième trimestre. En outre, le nombre de chômeurs a aussi enregistré une hausse au cours des trois premiers trimestres de 2008 et les dernières estimations disponibles indiquent que désormais près de 12 millions de personnes (11,9 plus précisément) sont au chômage au sein de la zone euro.



Source: Eurostat



Source: Eurostat

1.8 LES PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

Tableau 2
Projections et prévisions macroéconomiques pour la zone euro (variations annuelles moyennes en pourcentage)

	2008	2009	2010
Projections de la BCE et de l'Eurosystème			
sept-08	1,1 - 1,7	0,6 - 1,8	n.d.
déc-08	0,8 - 1,2	-1,0 - 0,0	0,5 - 1,5
Prévisions de la Commission européenne			
sept-07	1,3	n.d.	n.d.
oct-08	1,2	0,1	0,9
Projections de l'OCDE			
sept-08	1,3	n.d.	n.d.
mi nov-08	1,1	-0,5	1,2
fin nov-08	1,0	-0,6	1,2
Projections du FMI			
oct-08	1,3	0,2	n.d.
nov-08	1,2	-0,5	n.d.

Sources : BCE, Commission européenne, OCDE et FMI

Les dernières prévisions établies par l'Eurosystème, la Commission européenne, l'OCDE et le FMI tablent toutes sur une décélération du PIB de la zone euro en 2008 et, un recul en 2009. Il convient de garder à l'esprit que depuis la faillite de Lehman Brothers, intervenue à la mi-septembre, les turbulences financières se sont fortement intensifiées. Ces dernières ont entraîné des révisions à la fois fréquentes et défavorables des prévisions de croissance pour la zone euro.

Comme le montre le tableau ci-dessus, les prévisions de croissance du PIB pour l'année 2008 ont été marginalement revues à la baisse depuis le mois de septembre et ce, quelque soit l'institution considérée (FMI, OCDE, Commission européenne). En revanche, les prévisions du FMI pour l'année 2009 se sont dégradées fortement, en l'espace de quelques semaines seulement. La croissance du PIB de la zone euro a ainsi été revue à la baisse de 0,7 point à -0,5%. Ce dernier chiffre correspondait également à la prévision du 13 novembre 2008 de l'OCDE pour l'année 2009. Le 25 novembre, cette dernière organisation a finalement révisé à la baisse de 0,1 point cette prévision, à -0,6%.

Selon les dernières projections de décembre 2008 de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait fléchir en 2008 et en 2009 après deux années d'expansion supérieure à son taux potentiel (2,9% en 2006 et 2,6% en 2007). Dans un contexte marqué par le ralentissement de l'activité économique mondiale, le rythme d'expansion annuel moyen du PIB en volume s'inscrirait entre 0,8% et 1,2% en 2008 et entre -1,0% et 0,0% en 2009. Rappelons que les projections de septembre de la BCE prévoyaient respectivement une fourchette comprise entre 1,1% et 1,7% et entre 0,6% et 1,8% pour ces deux années. La croissance de l'activité devrait ensuite se raffermir progressivement en 2010 pour s'établir entre 0,5% et 1,5%, à la faveur de la baisse des cours des matières premières et dans l'hypothèse d'une amélioration de l'environnement international et d'un affaiblissement des tensions financières.

Cela étant, l'incertitude entourant ces perspectives demeure exceptionnellement élevée et, dans l'ensemble, les risques pesant sur ces projections de croissance sont orientés à la baisse. Ces risques sont,

pour l'essentiel, liés à l'éventualité que les turbulences observées sur les marchés de capitaux aient une incidence plus négative que prévue sur l'économie réelle. Les risques à la baisse découlent également de l'effet modérateur sur la consommation et l'investissement de nouveaux renchérissements imprévus de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi que d'une possible apparition de pressions protectionnistes et de perturbations que pourraient entraîner les déséquilibres mondiaux actuels.

Pour ce qui concerne les composantes de la demande intérieure, c'est la formation brute de capital fixe qui devrait être la plus affectée par le resserrement des conditions financières et la faiblesse de l'activité économique tout au long de l'horizon de projection. Alors que l'investissement non-résidentiel serait principalement impacté par la baisse des marges de profit, l'investissement résidentiel devrait quant à lui refléter la situation préoccupante du marché de l'immobilier dans certains pays de la zone euro. Dans ce contexte, la formation brute de capital fixe évoluerait entre 0,2% et 1,2% en 2008, entre -6,0% et -3,0% en 2009 et entre -2,4% et 1,0% en 2010. La consommation publique se situerait pour sa part sur un sentier de croissance modéré, en s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,9% et 2,3% 2008 et entre 1,3% et 1,9% en 2009 et 2010.

L'atonie de la croissance de la consommation privée, projetée tout au long de l'horizon de projection, s'expliquerait par la dégradation du pouvoir d'achat des ménages inhérente au ralentissement de la croissance de l'emploi. En outre, la hausse de l'épargne de précaution pourrait aussi peser sur la consommation privée en 2008 et 2009, sous les effets conjugués de l'incertitude liée à l'évolution de la conjoncture et du marché immobilier d'une part et, d'autre part, de la hausse du chômage. Dès lors, la consommation privée s'inscrirait entre 0,1% et 0,5% en 2008, entre -0,3% et 0,7% en 2009 et entre 0,6 et 1,8% en 2010.

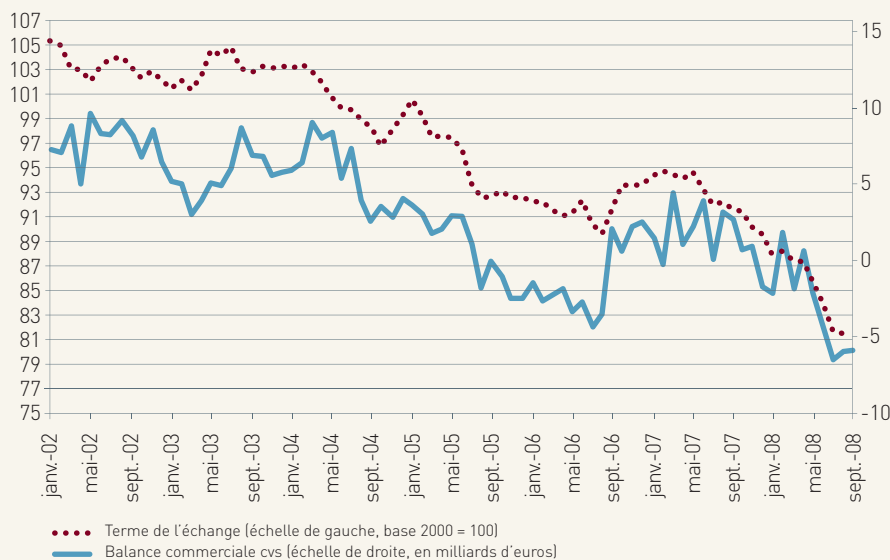
Enfin, au niveau du commerce extérieur, les récentes pertes de compétitivité-prix devraient à court terme exercer un effet pénalisant sur les exportations. Ensuite, le redressement progressif des exportations - projeté pour la mi-2009 - s'expliquerait à la fois par le renforcement de la demande internationale et par la dépréciation projetée de l'euro. La croissance des exportations se situerait alors entre 2,4% et 3,4% en 2008, entre -1,4% et 1,0% en 2009 et, entre 2,3% et 4,9% en 2010. Parallèlement, la croissance des importations déclinerait en 2008 et 2009, en ligne avec l'évolution prévue de la demande intérieure. Les importations s'inscriraient dans des fourchettes entre comprises entre 2,0% et 3,0% en 2008, entre -1,9% et 1,1% en 2009 et entre 1,4% et 5,2% en 2010. Au total, compte tenu de la moindre croissance des importations par rapport à celle projetée pour les exportations, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement positive sur l'horizon de projection.

1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Sur les trois premiers trimestres de 2008, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit cumulé de 29,6 milliards d'euros, comparé à un excédent cumulé de 8,7 milliards sur la même période 2007. Cette importante détérioration du solde commercial s'explique par la croissance relativement forte (+10%) des importations qui, sous l'effet du renchérissement des produits pétroliers, ont atteint 1 206 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008. Les exportations de la zone euro ont certes progressé à un rythme assez soutenu (+6% à 1 176 milliards d'euros), mais elle s'est avérée inférieure à celle des importations. Toutefois en termes de volumes, les importations ont baissé de 2,6% alors que les exportations ont affiché une hausse de 3,1%. Le différentiel de croissance en termes nominaux provient donc d'une évolution défavorable des prix relatifs. La hausse de 13% dans les valeurs unitaires à l'importation, comparée à une progression de 3% pour les valeurs unitaires à l'exportation, a en effet occasionné une importante détérioration (-10%) des termes de l'échange. Cette évolution défavorable, essentiellement imputable à la hausse du pétrole sur cette période, est à la base de la dégradation du solde commercial de la zone euro (voir graphique).

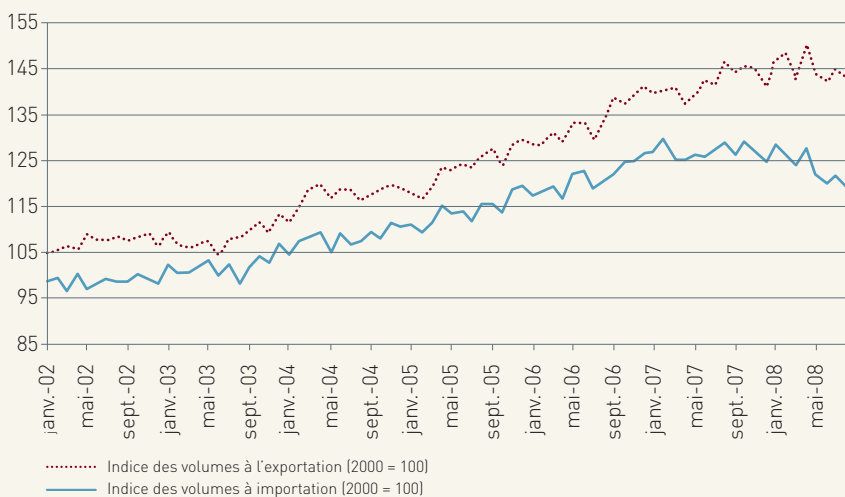
La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que le déficit dans l'énergie a fortement grimpé (+45%) en atteignant 238 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008.

Graphique 9
Évolutions mensuelles des termes de l'échange et du surplus commercial de la zone euro
(données corrigées des variations saisonnières, cvs)



Source: Eurostat

Graphique 10
Évolution en volumes du commerce extérieur de la zone euro



Source: Eurostat

mois s'achevant en septembre 2008 comparé à un surplus de 49 milliards sur la même période de 2007. Cette importante détérioration est consécutive à la fois à la chute de l'excédent des marchandises, au retournement du solde des revenus et à la croissance continue du déficit des transferts courants. La contraction de l'excédent cumulé de biens (8 milliards d'euros en septembre 2008 contre 64 milliards en septembre 2007), est due à une croissance plus importante des importations de biens que celle des exportations (cfr. section 1.1.9 ci-dessus). S'agissant du solde des revenus, les taux de rendement relativement élevés dans la zone euro (Cfr. section 1.1.3 ci-dessus) ont occasionné un retournement de leur solde qui est passé d'un excédent cumulé de 15 milliards d'euros en septembre 2007 à un déficit cumulé de 8 milliard en septembre 2008. La hausse de 9% dans le déficit des transferts courants, qui a atteint un niveau record de 87 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2008, s'explique largement par l'aide au développement et par les contributions aux institutions internationales. La balance courante de la zone euro a en revanche

En revanche, le déficit dans les autres matières premières (hors énergie) est resté presque stable à 28 milliards d'euros. Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce des machines et véhicules a progressé de 10% à 147 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2008. Le surplus sur les produits chimiques a quant à lui augmenté de 8% à 70 milliards d'euros.

Sur les trois premiers trimestres de 2008, la ventilation du solde commercial par principaux partenaires montre une contraction des excédents avec le Royaume-Uni (-14% à 40 milliards d'euros) et avec les États-Unis (-20% à 38 milliards). Dans l'ensemble seuls les excédents à l'égard de la Turquie (8 milliards d'euros), de la Roumanie (8 milliards) et de la Suisse (13 milliards) ont affiché une croissance positive sur les trois premiers trimestres de 2008. Sur cette période, les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (déficit stable à 83 milliards d'euros), les pays membres de l'OPEP (+91% à 46 milliards), la Russie (+42% à 32 milliards) ainsi que la Norvège (+58% à 22 milliards).

1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

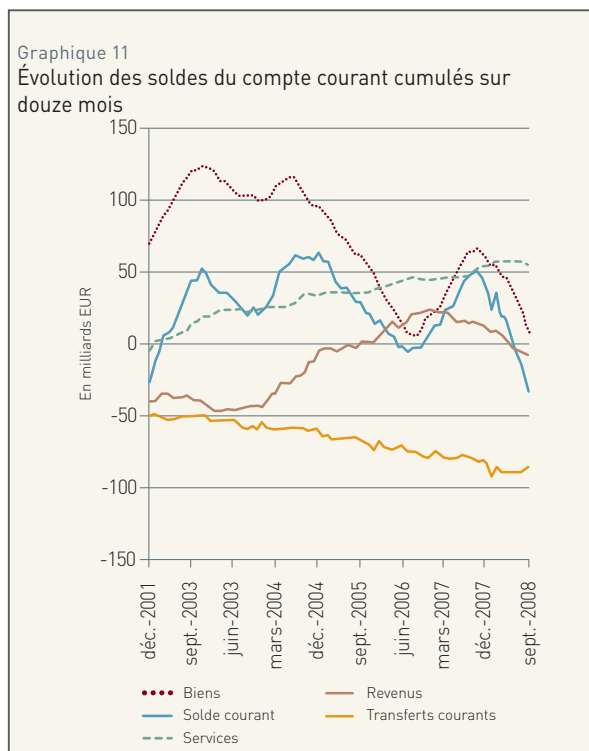
Le compte courant de la zone euro s'est soldé par un déficit cumulé de 33 milliards d'euros sur les douze derniers

bénéficié d'une évolution favorable dans le solde des services dont le surplus cumulé a progressé de 7% pour s'établir à 54 milliards d'euros en septembre 2008.

Dans le compte financier, la zone euro a subi un retournement des flux de capitaux en enregistrant des sorties nettes de 15 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2008 alors qu'elle avait enregistré des entrées nettes de 72 milliards sur la même période de 2007. Cette évolution est consécutive à la forte réduction des entrées sur flux d'investissements de portefeuille, accompagnée d'une hausse des sorties sur produits dérivés. Dans les investissements de portefeuille, à la suite de la crise financière, le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) s'est caractérisé par une grande méfiance à l'égard de titres étrangers, ce qui s'est traduit par une réduction de leurs placements en titres étrangers. La forte chute des entrées nettes sur investissements de portefeuille s'explique toutefois par le fait que les ventes nettes, par des non-résidents, d'actions et de titres de créance émis par la zone euro ont été plus importantes. En conséquence, les entrées nettes cumulées sur investissements de portefeuille se sont réduites à 65 milliards d'euros en septembre 2008 contre 342 milliards sur la même période de 2007.

Les flux d'autres investissements (crédits et dépôts classiques) se sont caractérisés par des entrées nettes cumulées de 137 milliards d'euros en septembre 2008 (contre de sorties nettes cumulées de 44 milliards en septembre 2007). Cette évolution s'explique par une hausse des engagements nets des institutions financières monétaires (y compris l'Eurosystème).

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille et d'autres investissements ont été plus que compensées par les sorties nettes d'investissements directs et de produits financiers dérivés. Malgré les perspectives sombres de croissance économique au niveau mondial, les entreprises résidentes de la zone euro ont continué à accroître leurs nouveaux investissements et leurs acquisitions à l'étranger.



Source: BCE

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

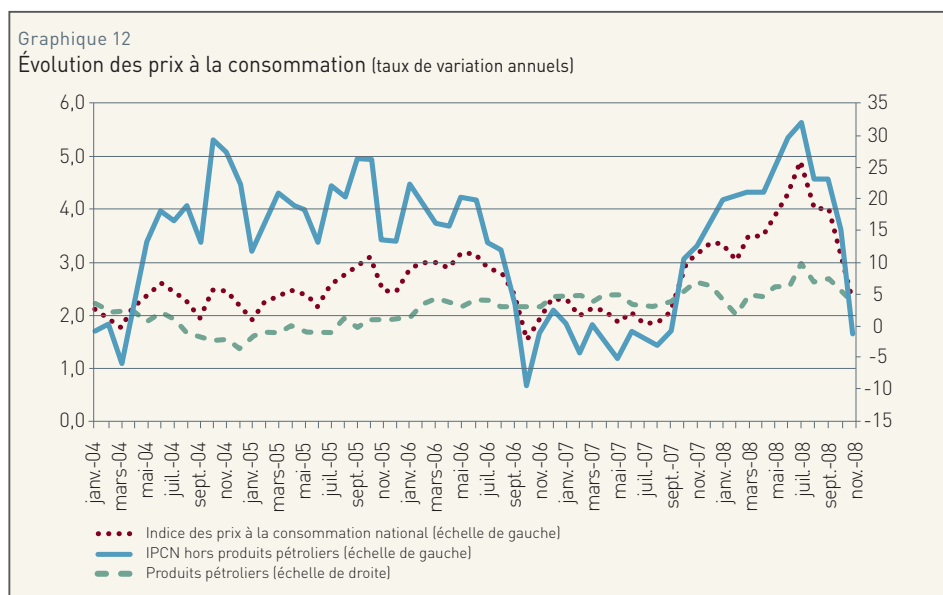
Un recul de l'inflation a été enregistré au Luxembourg depuis août 2008. Le glissement annuel de l'Indice des prix à la consommation national (IPCN) est ainsi revenu à 3,3% en octobre et 2,0% en novembre, après avoir affiché avec 4,9% en juillet un pic historique depuis l'introduction de la série en 1995. Cette modération récente de l'inflation a résulté du fléchissement des taux de progression annuels des prix des produits pétroliers et des produits alimentaires.

En effet, tout en demeurant élevée, la hausse annuelle des prix des produits pétroliers est revenue de 31,8% en juillet à 15,0% en octobre et -0,9% en novembre 2008. Parallèlement, la hausse des prix de l'alimentation en rythme annuel a reculé à 4,7% en octobre et 3,6% en novembre contre 6,2% en juillet et août 2008.

La tendance globalement haussière observée depuis début 2005 du rythme annuel de l'IPCN hors produits pétroliers s'est renversée, comme en témoigne le recul du taux annuel de 2,9% en juillet à respectivement 2,4% en octobre et à 2,2% en novembre.

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, le paiement effectif de la tranche indiciaire automatique échue en juin 2008 a été reporté au 1^{er} mars 2009.

L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui n'est cependant guère représentatif des habitudes de consommation des



Source: STATEC

résidents en raison de la pondération démesurée du tabac et des produits pétroliers, dont une proportion importante est consommée par des non-résidents, est ressortie à 3,9% en octobre et 2,0% en novembre, après avoir atteint un pic 5,8% en juillet.

Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes¹ sont demeurés défavorables au troisième trimestre 2008 avec chaque fois 0,4 point de pourcentage, après 0,3 point de pourcentage pour ces deux zones géographiques au deuxième trimestre 2008. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au troisième trimestre 2008, ont atteint respectivement 2,7 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 6,3 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

1 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg puisqu'il reflète bien la consommation des résidents, contrairement à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). L'inflation dans la zone euro et des pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH. Le calcul est effectué de la façon suivante: taux de variation annuel de l'IPCN du Luxembourg moins taux annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) respectivement de la zone euro et des pays limitrophes.

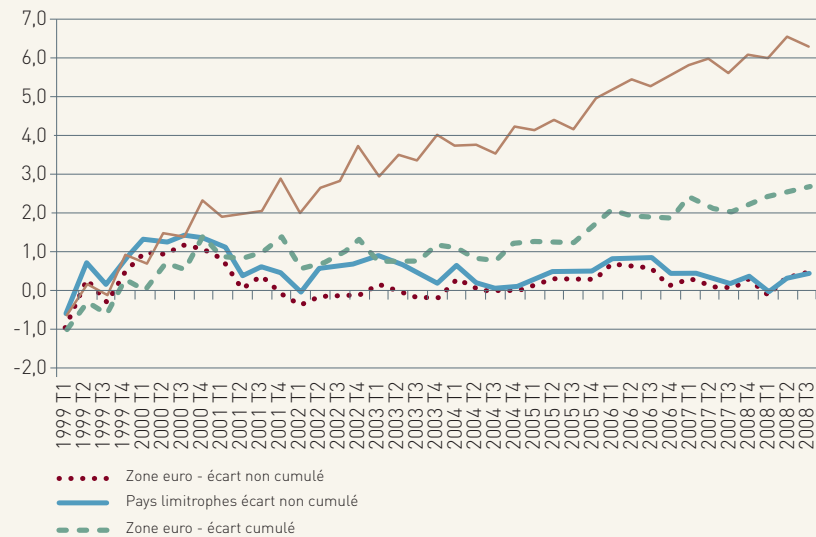
Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs, ont fortement diminué depuis août 2008, tout en restant élevées dans une perspective historique². Cette tendance des perceptions reflète l'évolution de l'inflation recensée. Les anticipations d'inflation des consommateurs, relatives aux douze prochains mois ont également reculé récemment.

Projections d'inflation

Hypothèses

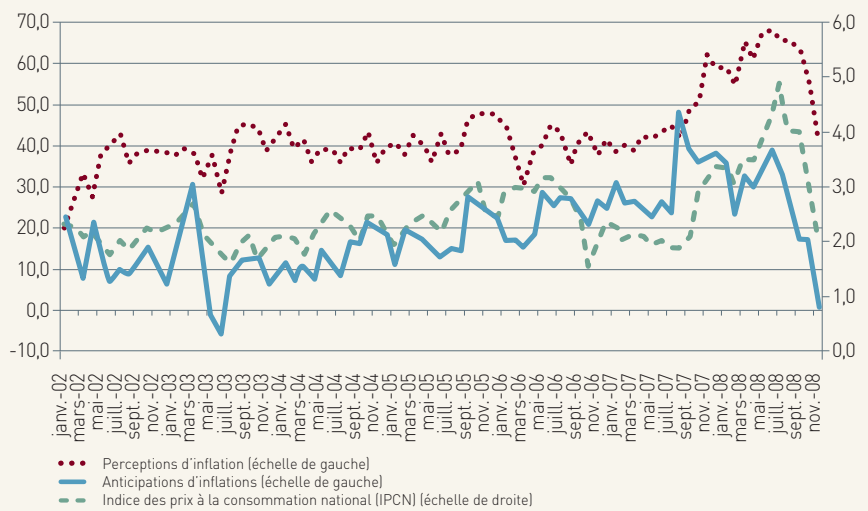
Mi-novembre, l'euro cotait aux environs de 1,27 USD/EUR, soit un niveau nettement inférieur que lors des projections datant de septembre 2008³. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment autour de 60\$/bl et les marchés à terme anticipent une reprise graduelle du prix à un niveau proche de 71\$/bl jusqu'en fin 2009. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar baisserait de 33% en 2009 par rapport à 2008. En revanche, en raison de la forte dépréciation de l'euro par rapport à la devise américaine, la baisse du prix exprimé en euros est ramenée à 22%. Par rapport à l'exercice de septembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la baisse, en moyenne de 30%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Graphique 13
Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)



Source: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Graphique 14
Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs du Luxembourg et inflation observée



Source: BCL et STATEC

2 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.
3 Voir BCL, Bulletin 2008/1, pp.35-38.

Tableau 3
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2007	2008	2009	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4
Prix du pétrole (brent) en \$	72,7	99,9	67,3	116,4	64,2	62,1	65,9	69,3	71,7
Taux de change \$/€	1,37	1,46	1,27	1,50	1,29	1,27	1,27	1,27	1,27
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	1,4	27,6	-21,7	41,4	-19,3	-24,3	-34,0	-29,5	13,7

Source: BCL

Les mesures fiscales du gouvernement demeurent inchangées par rapport à l'exercice précédent.

Après avoir culminée en mi-2008 à des niveaux qui n'ont plus été observés depuis 2001, l'inflation à l'exclusion de l'énergie s'est inscrite à la baisse. En ce qui concerne la version IPCN, elle est passée de 3,0% en juillet à 2,5% en octobre, essentiellement grâce à des effets de base favorables liés à la disparition du choc sur les prix des biens alimentaires du calcul des taux de variation annuels. Les taux d'inflation des prix des services et des biens industriels non-énergétiques sont pour leur part restés pratiquement stables au cours de cette période.

La tendance baissière devrait aussi se poursuivre au cours des prochains mois. Au début, elle résultera à nouveau exclusivement du recul de l'inflation des biens alimentaires traités. En effet, le scénario de base s'appuie sur l'hypothèse que le choc des prix des matières premières agricoles se dissiperait progressivement. Un indice composite de ces prix, reprenant entre autres le blé et le lait, indique que le niveau des prix a baissé fortement depuis ses niveaux maxima observés en début d'année 2008. Même si, sur base des prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents, les prix devraient à nouveau remonter, ils ne devraient pourtant pas dépasser leurs niveaux de début 2008, impliquant que l'impact sur les prix à la consommation serait dorénavant limité.

A un horizon plus lointain, le recul de l'inflation se généraliserait davantage et engloberait aussi un ralentissement d'autres composantes de l'IPC. Plusieurs facteurs inflationnistes se sont en effet effacés avec le renversement de la situation conjoncturelle. La baisse de plus de 50% du prix du pétrole depuis ses sommets en juillet, engendrera des effets indirects favorables, d'abord via un recul des prix à la production industrielle et, ultérieurement, via un ralentissement des prix des biens à la consommation. La baisse des coûts de production sera aussi accompagnée d'un ralentissement, voire d'une contraction de la demande. La zone euro qui avait déjà montré des signes de faiblesse au deuxième trimestre 2008, a connu un scénario pire qu'anticipé et traverse actuellement une période croissance négative. L'effondrement des commandes et le recul de la production ont pris une ampleur telle que les effets sur le marché de l'emploi ne vont pas tarder, freinant la progression des salaires, et entraînant par ce biais une modération supplémentaire des coûts de production. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de baisser fortement en 2009. Selon les dernières projections de l'Eurosystème, l'inflation dans la zone euro a été revue à la baisse et devrait s'établir entre 3,2% et 3,4% en 2008 et entre 1,1% et 1,7% en 2009 contre 2,1% en 2007.

L'inflation des services au Luxembourg caracole à un taux autour de 3%, et, si une décélération supplémentaire semble possible, elle serait toutefois limitée. En dépit de la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires, l'échelle mobile des salaires évolue chaque mois à un taux annuel de 2,5% ce qui empêche un repli plus conséquent de l'inflation des prix des services⁴.

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

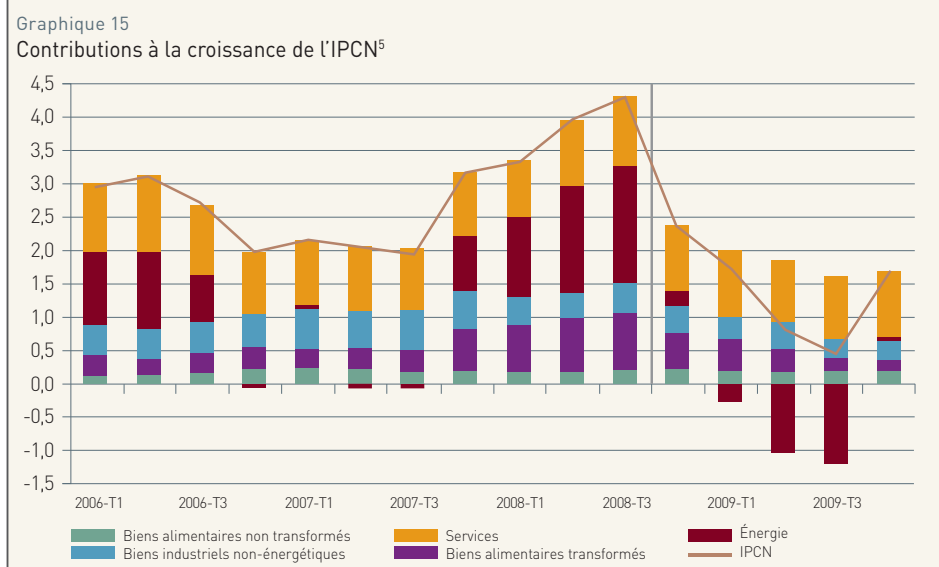
Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, le scénario de l'inflation des produits énergétiques changerait radicalement au cours des prochains mois. L'inflation des prix de l'énergie deviendrait négative en novembre et sa baisse se poursuivrait jusqu'à la mi-2009, à des taux avoisinant -17%. Ensuite, elle pourrait se renverser et converger autour de 5% dans le sillage de la remontée des prix du pétrole telle qu'anticipée. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, jadis positive, se transformerait en une contribution négative de l'ordre de -1,0pp aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2009 (voir graphique). Par rapport à l'exercice de septembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été fortement revues à la baisse, en ligne avec les ajustements des hypothèses techniques.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures a été adapté à la baisse pour l'année 2009. Cette révision s'insère dans le contexte de la baisse du prix du pétrole et de la baisse d'activité dans la zone euro qui entraînent un déclin des pressions à la hausse sur les prix, à la fois en provenance de l'offre et de la demande. En moyenne, le taux d'inflation pourrait baisser de 2,6% au deuxième semestre 2008 à 2,1% au premier semestre 2009 pour tomber en-dessous des 2% en fin d'année 2009, soit proches des taux observés au début de l'année 2005.

Après un taux de 4,9% en juillet, l'inflation mesurée par l'IPC global était tombée à 3,3% en octobre. Cette chute se poursuivrait aussi de manière ininterrompue avec une inflation qui passerait d'abord sous les 2% en fin d'année 2008, puis autour de zéro en juin 2009. A la fin de l'horizon de projection, elle pourrait remonter abruptement à un taux légèrement inférieur à 2%. Ce rebond de l'inflation, tout comme la baisse qui le précède, sont toutefois à relativiser puisqu'ils résultent largement d'un facteur technique commun, en l'occurrence les effets de base liés au profile de l'IPC énergie. Il est important de signaler que ce scénario de baisse d'inflation globale a ses origines dans un ralentissement général des prix liés à deux facteurs. D'une part, on assiste à la dissipation simultanée des deux chocs qui ont nourri l'inflation au cours de l'année précédente, en l'occurrence les prix des biens alimentaires et le prix du pétrole. D'autre part, le scénario conjoncturel s'est dégradé, favorisant une évolution plus clémente des prix à la consommation.

Malgré la forte baisse de l'inflation globale, l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait se stabiliser en 2009 par rapport à 2008. Certes, le gouvernement central vise à contenir les hausses des prix administrés et les ajustements de la taxation indirecte. Mais, la stabilisation de cette contribution résulte d'une part de la forte hausse des prix de l'électricité telle qu'annoncée pour le début de l'année 2009, et, d'autre part, des ajustements projetés du prix du tabac. Ceux-ci ne sont en effet guère sensibles à la dégradation conjoncturelle.



Sources: STATEC, Eurostat, calculs BCL

5 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.

Tableau 4

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

	2008	2009	2008 2 ^e sem	2008 1 ^{er} sem	2009 2 ^e sem
IPCN	3,5 [-0,4]	1,2	3,3 [-0,7]	1,3 [-1,6]	1,1
IPCN hors énergie	2,5 [-0,1]	1,9	2,6 [-0,1]	2,1 [-0,3]	1,8
IPCH	4,2 [-0,5]	1,0	3,8 [-0,9]	1,0 [-2,2]	1,0
IPCH énergie	13 [-3,6]	-7,9	9,5 [-7,1]	-9,3 [-15,5]	-6,4
IPCH hors énergie	3,0 [-]	2,3	3,0 [-0,1]	2,5 [-0,2]	2,1
Impact des mesures gouvernementales ⁶ sur l'IPCN, en pp	0,4 [-]	0,5			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,9 [-]	0,9			

Source: BCL

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, le paiement de la tranche indiciaire échue en juillet 2008 a été reporté à mars 2009. Sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur n'est pas prévu pour 2009.

2.1.2 Les prix à la production industrielle

La progression des prix à la production industrielle s'est poursuivie au troisième trimestre de l'année 2008. Rapportée à la fin de l'année 2007, la hausse des prix s'élevait à 9,8% ; par rapport à la même période de l'année précédente, leur progression était même de 14%. A l'instar de 2007, la hausse des prix repose sur une assise assez large, car toutes les composantes affichent une inflation positive. En revanche, avec un taux de 10,1% par rapport à décembre 2007, cette hausse est particulièrement élevée pour les biens intermédiaires, tandis qu'avec 2,8% et 4,9%, elle reste plus modérée pour les biens de consommation et les biens d'équipement. Ces derniers se caractérisent d'ailleurs par une perte récente de dynamisme.

Tableau 5

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

	2006	2007	2008-9 mois	2008-T1	2008-T2	2008-T3
Ensemble des produits industriels	7,7	9,1	9,1	1,8	3,8	5,8
Biens intermédiaires	8,8	12,5	9,8	1,2	4,5	6,6
Biens d'équipement	0,9	5,0	5,4	2,1	1,6	0,7
Biens de consommation	1,2	0,5	2,3	0,6	0,9	1,1
Energie	19,9	8,5	8,0	1,9	1,9	1,8

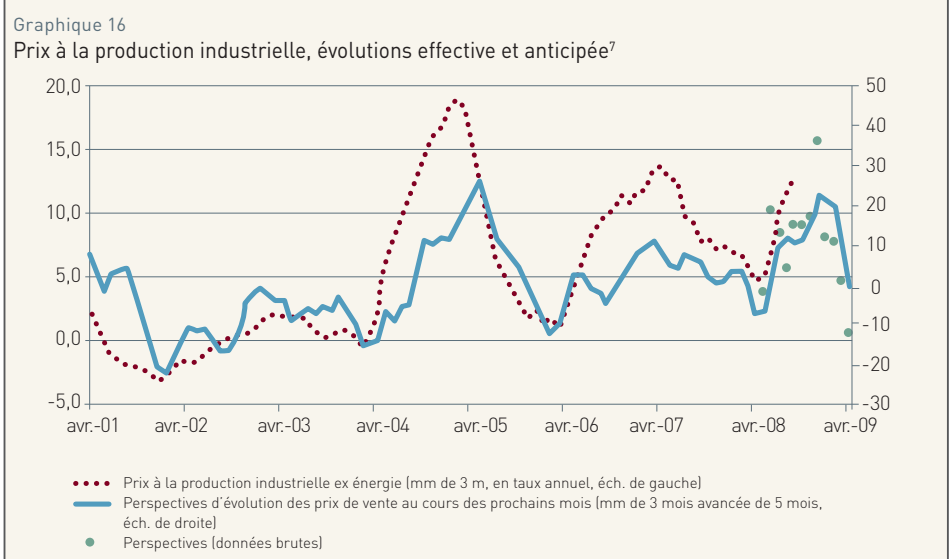
Source: STATEC

Les facteurs à la base de cette inflation émanent de la hausse du prix du pétrole du côté des coûts et de la consommation robuste dans les économies émergentes du côté de la demande. Malgré le ralentissement international qui a été entamé au tournant de l'année 2007/2008 et dans la zone euro au deuxième trimestre 2008, il semble que la demande en provenance de l'Asie du Sud-est, particulièrement accentuée sur les biens intermédiaires, n'a guère encore été affectée.

Par contre, au quatrième trimestre 2008, le scénario international s'est brutalement renversé. Le prix du pétrole a baissé de son sommet de plus de 140\$/bl en juillet à moins de 60\$/bl en novembre et les problèmes de la sphère financière ont muté abruptement en un ralentissement international, affectant

⁶ Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. La composition de l'indice des prix administrés tels que présentés dans le Bulletin de la BCL 2004/3 (pp.76-81) a été légèrement adapté afin de tenir compte des résultats des travaux récents menés dans le cadre d'un groupe de travail au sein de l'Eurosystème (voir aussi Bulletin mensuel de la BCE, mai 2007, pp.38-39).

également les économies émergentes. Bien que l'euro se soit déprécié par rapport au dollar, ces développements sont de nature à provoquer prochainement une baisse considérable des prix. De plus, les résultats des enquêtes de conjoncture harmonisées annoncent une inflexion prochaine des taux de variation annuels de l'indice global (voir graphique). L'indicateur relatif aux perspectives d'évolution des prix avait atteint son sommet en juillet 2008 pour s'orienter rapidement à la baisse. Ainsi, pourvu que les corrélations historiques tiennent, l'inflation annuelle pourrait être inférieure à 5% au deuxième trimestre 2009.



Source: Eurostat, calculs BCL

2.2 L'INDUSTRIE

La stagnation de l'activité économique s'est poursuivie dans l'industrie. Lors des huit premiers mois de l'année 2008, la production par jour ouvrable n'a plus augmenté par rapport à la même période de l'année précédente, prolongeant et accentuant ainsi la phase de très faible croissance observée en 2007. Le chiffre d'affaires et la valeur de la production affichent encore des taux de progression confortables, mais cette dynamique est entièrement imputable à la hausse des prix.

La ventilation sectorielle de la production par jour ouvrable indique des évolutions très hétérogènes dans les différentes branches. D'une part, les biens d'équipement affichent une hausse de plus de 4% en 2008, vraisemblablement encore dans le sillage de la reprise de l'investissement des entreprises de 2007 et de début 2008. L'énergie progresse aussi, rompant ainsi avec les baisses de production des deux années précédentes. Mais, une baisse du volume d'activité s'est amorcée dans la branche des biens intermédiaires, jadis portée par le dynamisme de la demande mondiale. L'industrie des biens de consommation pour sa part fait probablement face à des défis structurels puisque son volume de production chute fortement et ceci pour la troisième année consécutive.

Tableau 6
Indicateurs relatifs à l'industrie (en variation par rapport à la période précédente)

	2006	2007	2008-8 mois	2008-T1	2008-T2
Valeur de la production	9,7	7,1	9,8	5,4	11,4
Chiffre d'affaires	14,7	4,9	4,7	1,8	5,6
Production par jour ouvrable	2,4	0,3	-0,1	-2,0	0,6
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	0,3	0,4	-1,1	-2,0	0,3
Biens intermédiaires (ppjo)	6,1	1,1	-1,1	-5,2	-0,5
Biens d'équipement (ppjo)	1,3	12,2	4,1	7,6	7,3
Biens de consommation (ppjo)	-4,3	-6,3	-2,5	-4,4	-3,4
Énergie (ppjo)	-1,4	-4,3	3,9	6,9	8,8

Source: STATEC

⁷ L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). À l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

Vers la mi-2008, l'indicateur de confiance basé sur les enquêtes de conjoncture mensuelles était tombé en-dessous de la moyenne historique signalant une détérioration progressive de la demande. La baisse s'était d'abord opérée dans le contexte de l'envolée du prix du pétrole à plus de 140\$/bl. Mais l'aggravation de la crise financière au mois de septembre a fait plonger l'indicateur à des niveaux jamais atteints auparavant. Même la chute vertigineuse du prix du pétrole à moins de 60\$/bl n'a pu arrêter ce déclin abrupt de la confiance. La déconfiture d'établissements financiers Outre-Atlantique ainsi que la volatilité extrême sur les marchés financiers ont exposé les fragilités de certaines économies ainsi que les interdépendances des différentes zones économiques. Si le secteur non-financier semblait être à l'abri des problèmes de la sphère financière, l'incertitude sensiblement élevée et le manque de visibilité se sont traduits dans des perspectives moroses et un effacement abrupt des carnets de commandes, y compris ceux en provenance des économies émergentes. Ceci explique la décision exceptionnelle de plusieurs entreprises, en l'occurrence celles de la sidérurgie et celles dépendantes du secteur automobile, d'arrêter temporairement leur processus de production. Étant donnée

l'importance relative de ces entreprises au Luxembourg, la production industrielle ne manquera pas de marquer le coup au quatrième trimestre 2008.

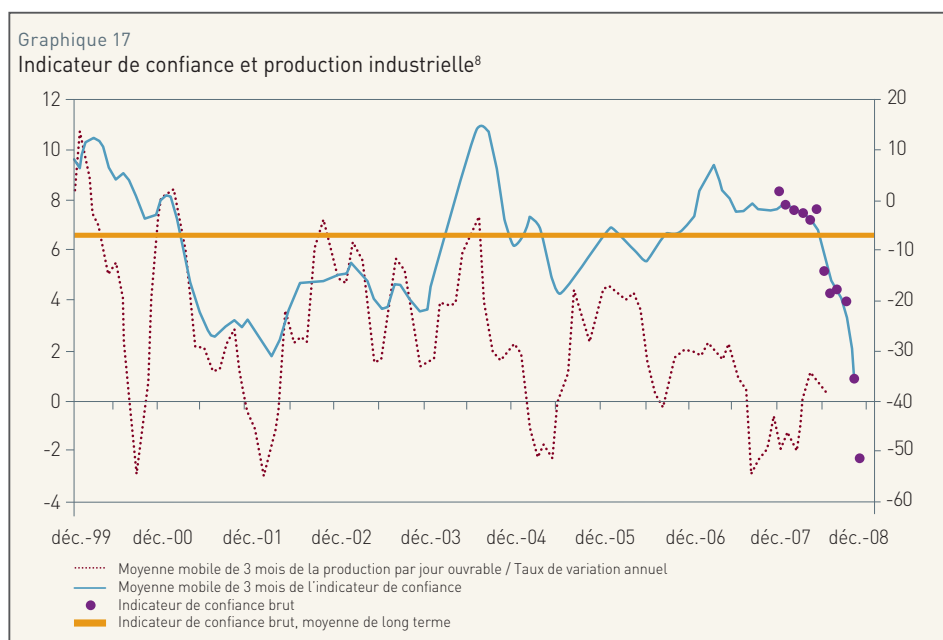
2.3 LA CONSTRUCTION

Les indicateurs conjoncturels dressent un bilan mitigé pour le secteur de la construction. Au cours des huit premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires progresse de presque 7% sur base annuelle, mais la production en volume affiche un léger déclin. Cette baisse apparente se manifeste aussi bien dans le génie civil que dans le bâtiment. En revanche, ces données sont sujettes à révision.

En effet, en ce qui concerne le bâtiment, d'autres indicateurs à court terme ne valident guère ce scénario car leur évolution

pointe plutôt vers une conjoncture qui demeure robuste. Au cours des neuf premiers mois de l'année 2008 et en dépit de la hausse des taux hypothécaires à plus de 5%, les nouveaux contrats de crédits immobiliers accordés à des ménages résidents sont en hausse de plus de 20% sur base annuelle, donc à un rythme plus élevé que l'année précédente. La forte progression des permis de bâtir au courant des années 2005-2007 témoignerait aussi d'une demande qui, à l'heure actuelle, n'a vraisemblablement pas encore été satisfaite.

A moyen terme par contre, la situation pourrait se présenter de manière moins favorable. Les perspectives du marché de l'emploi ne sont guère réjouissantes à l'heure actuelle, ce qui devrait peser sur la demande de logements. Ainsi, bien que les autorisations de bâtir évoluent encore à un niveau élevé, leur dynamique de croissance a sensiblement fléchi depuis plusieurs trimestres. L'enquête de la BCL sur le crédit bancaire indique aussi un recul de la demande pour les crédits immobiliers. Certes, une baisse supplémentaire des taux hypothécaires devrait suivre prochainement dans le sillage de l'assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème. Et les banques n'auraient pas resserré les conditions d'attribution de crédit selon l'enquête de la BCL. Mais une amélioration des conditions financières ne semble guère suffisante pour compenser un affaiblissement de la demande.



Source: STATEC, calculs BCL

8 Échelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

Tableau 7
Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2006	2007	2008-8 mois	2008-T1	2008-T2	2008-T3
Chiffre d'affaires - Total	5,3	5,8	6,9	7,7	3,1	-
Production par jour ouvrable - Total	2,4	1,4	-1,4	-2,6	0,3	-
Production par jour ouvrable - Bâtiment	2,3	0,4	-1,4	-3,0	0,4	-
Production par jour ouvrable - Génie civil	3,2	5,8	-1,4	-4,9	3,2	-
Permis de bâtir ⁹	-5,9	12,1	-	-7,9	-28,0	2,6
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	13,8	22,1	12,1	11,7	12,2	12,3
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	9,4	19,4	27,1	16,7	21,5	43,1
Taux hypothécaires	4,1	4,7	5,0	4,9	4,9	5,1

Source: STATEC

2.4 LE COMMERCE ET LES AUTRES SECTEURS

À l'opposé de l'industrie et de la construction, le commerce et les autres activités de services se caractérisent par un dynamisme plutôt réconfortant. Au cours du premier semestre 2008, toutes les branches du commerce affichent un taux de progression annuel du chiffre d'affaires supérieur à la moyenne de 2007. Cette évolution n'est guère surprenante puisque la croissance de l'emploi a continué à un rythme élevé et que la dynamique des salaires est également restée élevée, malgré la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires. Par contre, pour la fin 2008 et le début 2009, les perspectives sont moins réjouissantes, même si l'ajustement des barèmes fiscaux à l'inflation passée fera augmenter le pouvoir d'achat. La dégradation de la conjoncture, dans la zone euro comme au Luxembourg, va peser sur les dépenses de consommation, principalement via l'évolution du revenu salarial. Ainsi l'emploi devrait au mieux stagner au cours des prochains mois, avec un chômage concomitant en hausse. De plus, le salaire réel n'évoluera guère à la hausse. Finalement, dans le contexte de la crise financière, l'incertitude très élevée induira une série de ménages à adopter un comportement plus prudent et à reporter des achats majeurs à une date ultérieure. Pour le mois d'octobre, les enquêtes de la BCL font notamment état d'un pessimisme accru et atteignant un niveau record de la part des ménages résidents, ce qui n'est pas de bon augure pour les ventes du commerce (voir aussi la section suivante).

L'évolution du chiffre d'affaires dans les autres secteurs de services constitue aussi plutôt une surprise positive. On aurait pu craindre que la stagnation dans l'industrie et le ralentissement dans le secteur financier, conjugué à une période de maîtrise des coûts d'exploitation, plomberait les activités dans les secteurs dépendants. En revanche, au premier semestre de l'année 2008, ces chiffres d'affaires sont en accélération dans l'hôtellerie et le transport. Les postes et les télécommunications, tout comme les activités informatiques connaissent encore une progression positive de leurs activités, quoi qu'à une moindre allure qu'en 2007. Par contre, le secteur des services fournis principalement aux entreprises affiche pour la deuxième année consécutive une forte chute de son chiffre d'affaires.

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

Tableau 8
Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs (en taux de variation annuel)

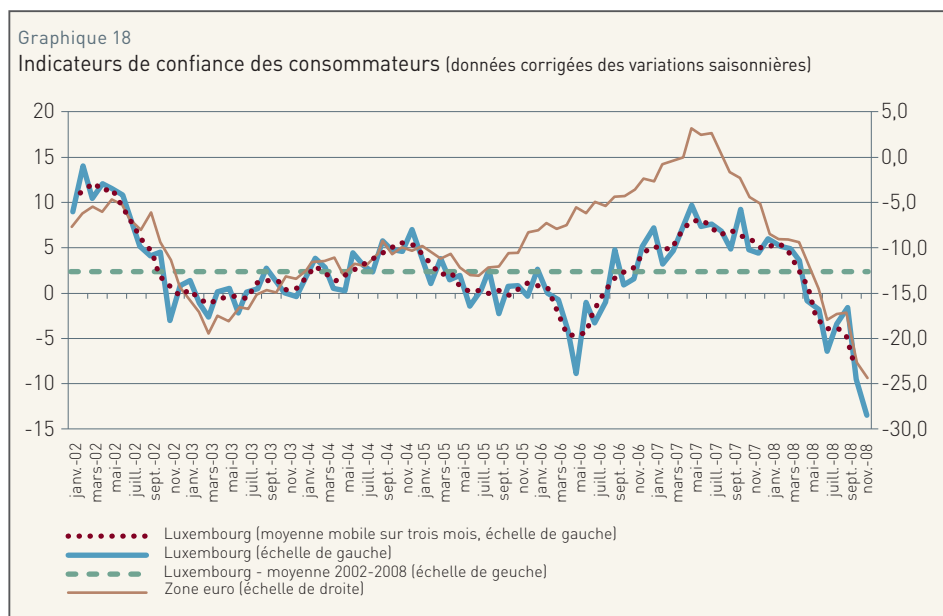
	2006	2007	2008-6mois	2008-T1	2008-T2	2008-T3
Immatriculations de voitures	4,7	1,0	2,2	-6,5	10,7	10,7
Commerce - total	10,3	7,4	31,3	24,1	38,2	--
Commerce et réparation automobile	4,6	-1,7	5,4	2,0	8,6	--
Commerce de gros	9,7	6,1	47,7	35,2	59,6	--
Commerce de détail	17,5	19,0	14,4	16,1	12,7	--
Commerce de détail (corrige de l'effet des ventes par correspondance)	5,9	3,6	5,0	5,5	4,5	--
Hôtels et restaurants	2,2	4,1	6,0	6,5	5,5	--
Transport	4,9	6,9	8,9	14,0	4,4	--
Postes et télécommunications	21,7	17,6	14,2	16,7	11,9	--
Activités informatiques	13,7	7,1	5,6	-0,6	15,4	--
Services fournis principalement aux entreprises	79,6	-59,4	-41,7	-52,7	-22,3	--

Source: Statec

2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Une dégradation graduelle de la confiance des consommateurs¹⁰ du Luxembourg a été observée depuis le second semestre 2007. Les turbulences sur les marchés financiers et les tensions inflationnistes élevées expliquent ce regain de pessimisme auprès des consommateurs. L'indicateur de confiance a affiché depuis juillet 2008 des niveaux nettement inférieurs à sa moyenne de long terme (cf. graphique). Néanmoins, la confiance des consommateurs a reculé un peu moins au Luxembourg depuis la mi-2007, que dans l'ensemble de la zone euro.

En novembre 2008, la confiance a atteint le niveau le plus bas jamais observé depuis le lancement de l'enquête début 2002. Cette évolution défavorable est sans doute liée à l'intensification des turbulences sur les marchés de capitaux et à leur incidence possible sur l'activité économique.



Source: BCL et STATEC

Le recul observé depuis l'été 2007 est en grande partie imputable à la forte dégradation des anticipations des consommateurs relatives à la situation économique générale au Luxembourg et au chômage (cf. tableau).

Si la confiance des consommateurs perdue à des niveaux exceptionnellement faibles, cela pourrait avoir une influence négative sur la consommation privée.

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

Tableau 9
Indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg et ses composantes
(données corrigées des variations saisonnières)

	Indicateur de confiance des consommateurs	Anticipations sur les douze prochains mois			
		Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargne des ménages
2006					
novembre	2	-6	31	3	40
décembre	5	-6	26	2	50
2007					
janvier	7	1	25	0	52
février	3	-6	28	2	46
mars	5	1	25	1	41
avril	7	0	22	3	47
mai	9	5	18	3	48
juin	7	2	22	2	47
juillet	7	3	19	4	42
août	7	0	21	1	47
septembre	5	-7	22	-2	50
octobre	9	1	20	4	52
novembre	5	-8	15	-1	44
décembre	4	-8	16	-1	41
2008					
janvier	6	-7	19	0	50
février	5	-11	19	1	51
mars	5	-11	15	-1	47
avril	4	-17	13	-2	47
mai	-1	-20	19	-9	45
juin	-2	-23	17	-10	44
juillet	-6	-24	29	-10	37
août	-3	-22	28	-9	45
septembre	-2	-17	29	-3	42
octobre	-10	-37	43	-7	49
novembre	-13	-35	52	-6	40

Source: BCL

2.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

2.6.1 L'emploi

Après plusieurs années de nette amélioration, le marché du travail au Luxembourg a connu un retournement de situation depuis le début de l'année 2008. En effet, après s'être encore accélérée tout au long de l'année 2007, la croissance de l'emploi a graduellement décéléré de janvier à octobre 2008 de 5,2% à 4,8%, suivant ainsi avec un retard le ralentissement de l'activité économique. L'emploi total a franchi le seuil des 360 000 personnes occupant un emploi en octobre 2008 (360 496 plus précisément). Le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières s'est lui aussi inscrit dans ce changement de tendance, passant d'une baisse au cours de 2007 à une hausse de 4,2% à 4,4% entre janvier et juin 2008 puis à une stabilisation de juillet à octobre 2008.

Selon les chiffres de la comptabilité nationale disponibles pour le premier semestre de 2008, la décélération de la croissance de l'emploi observée depuis le début de 2008 trouve son origine dans le secteur des « Activités financières, immobilier, location et services aux entreprises » et dans celui de la « Construction » (leur part contributive à la croissance respective est passée de 2,7pp à 2,4pp et de 0,6pp à 0,5pp du premier au deuxième trimestre 2008). Parallèlement, les secteurs de l'« Industrie » et du « Commerce » ont affiché une contribution à la croissance de l'emploi stable au cours du premier semestre de 2008 (de respectivement 0,1pp et de 1,0pp dans chacun de ces secteurs au premier et deuxième trimestre de 2008). À noter que les « Autres activités de services »

ont, quant à elles, renforcé la croissance de l'emploi au cours du semestre sous revue car leur contribution s'est accrue (elles ont contribué à hauteur de 0,9pp au deuxième trimestre après 0,8pp au premier trimestre).

Du côté des composantes de l'emploi total, la progression de l'emploi salarié s'est ralentie de 5,4% à 4,9% de janvier à octobre 2008. Le nombre total de personnes occupant un emploi salarié au Luxembourg atteint 339 768 personnes en octobre 2008. Par ailleurs, la croissance de l'emploi indépendant s'est quasiment stabilisée autour de 2,6% au cours des dix premiers mois de 2008. Le nombre de travailleurs indépendants affiche près de 21 000 indépendants en octobre 2008 (20 728 plus précisément).

La croissance de l'emploi national s'est quant à elle stabilisée (autour d'un rythme de croissance de 3,1%), alors qu'en contrepartie celle de l'emploi frontalier s'est inscrite en décélération, passant de 8,2% à 7,2% de janvier à octobre 2008. La décélération de la croissance de l'emploi qui se dessine depuis le début de l'année affecte donc principalement les frontaliers. Dans ce contexte, le nombre de travailleurs frontaliers a franchi le seuil de 150 000 personnes en octobre 2008 (150 785 plus précisément). Dans le sillage du ralentissement de la croissance de l'emploi frontalier, la part de ces travailleurs dans les créations d'emplois n'a cessé de diminuer graduellement tout au long des dix premiers mois de l'année 2008. Ils représentent désormais moins des deux tiers des nouveaux emplois, ce qui constitue la part la plus faible enregistrée depuis six ans (62% en octobre 2008 après encore 72% l'année précédente à la même période). En contrepartie, l'emploi national a dépassé la barre des 220 000 personnes au cours du mois d'octobre 2008 (220 011 personnes plus précisément).

Les données partielles d'enquêtes réalisées auprès des principales entreprises de travail intérimaire au Luxembourg ont révélé une réduction de la durée moyenne des missions depuis le début du troisième trimestre de 2008. Ceci témoigne de la volonté des entreprises de bénéficier de plus de flexibilité de leur main-d'œuvre c'est-à-dire une facilité à se séparer plus rapidement de leur main-d'œuvre car elles anticipent le ralentissement de leur activité au cours des mois à venir. Ce comportement met en lumière le fait que les entreprises luxembourgeoises font déjà face à certaines difficultés et qu'elles anticipent une détérioration de la situation au cours des mois à venir.

En ce qui concerne les perspectives pour 2009 et 2010, une attitude pessimiste semble plus que jamais justifiée, car le ralentissement de la conjoncture qui se dessine depuis 2007 et qui a déjà provoqué une décélération de la croissance de l'emploi au cours des dix premiers mois de 2008 est appelé à induire à un infléchissement substantiel de la progression de l'emploi voire des destructions nettes d'emplois dans certains secteurs de l'économie. Ainsi, les effets négatifs de la crise financière vont affecter la croissance de l'emploi au sein du secteur financier au regard des premiers plans sociaux qui ont d'ores et déjà été annoncés par certaines banques de la place.

Tableau 10

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

	Emploi salarié *	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage "strict" ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage "large"	Taux de chômage harmonisé
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,4%	5,2%	3,7%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%	5,1%
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%	4,5%
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%	4,7%
2007	4,6	0,6	4,4	7,9	2,3	2,2	4,4%	4,4%	6,1%	4,1%
2008T1	5,4	2,5	5,3	8,3	3,1	2,8	4,4%	4,2%	5,9%	3,9%
2008T2	5,2	2,7	5,0	7,6	3,2	3,1	4,1%	4,3%	5,6%	4,1%
2008T3	5,0	2,7	4,8	7,3	3,0	3,1	4,2%	4,4%	5,6%	4,2%
juil-08	5,1	2,7	5,0	7,4	3,2	3,2	4,1%	4,4%	5,5%	4,1%
août-08	4,7	2,7	4,6	7,1	2,8	2,8	4,2%	4,4%	5,5%	4,2%
sept-08	5,0	2,6	4,9	7,3	3,1	3,2	4,3%	4,4%	5,6%	4,2%
oct-08	4,9	2,8	4,8	7,2	3,0	3,2	4,5%	4,4%	5,8%	n.d.

Sources: IGSS, STATEC, Eurostat et calculs BCL

* Les données concernant l'emploi d'août à octobre 2008 sont des estimations.

2.6.2 Le chômage

Alors que l'année 2007 s'était caractérisée sur le front du chômage par une note plus positive que les années précédentes, les dix premiers mois de 2008 présentent un changement de tendance. En effet, le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières a augmenté graduellement tout au long du premier semestre de 2008 (de 4,2% à 4,4% de janvier à juin) et s'est ensuite stabilisé au troisième trimestre. En octobre, la barre des 10 000 demandeurs d'emploi a été franchie avec 10 441 personnes, soit près de 800 chômeurs de plus qu'en octobre 2007.

Si l'on exclut les demandeurs d'emploi handicapés et les demandeurs d'emploi à capacité de travail réduite qui sont inscrits dans les statistiques du chômage pour des raisons administratives, le taux de chômage désaisonnalisé qui en résulte a affiché une stabilisation au cours des dix premiers mois de 2008. Cette stabilisation témoigne d'une détérioration de la situation de fond, car ce taux de chômage avait significativement baissé l'année précédente au cours de la même période. Le plafonnement de la progression de l'emploi national et la perte d'efficacité de l'appariement entre l'offre et la demande de travail sont en partie à l'origine de cette stabilisation observée de ce taux de chômage désaisonnalisé.

Le «noyau dur» du chômage a pâti de l'orientation moins favorable empruntée par le marché de l'emploi au cours des dix premiers mois de 2008. En effet, les groupes affectés par un chômage élevé, à savoir les chômeurs de plus de 50 ans ainsi que les chômeurs de longue durée (plus de 12 mois) ont enregistré une hausse de leur part relative dans l'ensemble de la population au chômage. Au cours des dix premiers mois de 2008, plus d'un chômeur sur cinq est âgé de plus de 50 ans (22%) et plus de la moitié (52%) ne disposent que d'une formation initiale de niveau inférieur. En outre, la hausse du nombre de demandeurs d'emploi de longue durée est allée de pair avec la baisse continue et significative du nombre de chômeurs indemnisés. Ces derniers représentent désormais moins de la moitié des chômeurs (48% au cours de la période sous revue).

Le taux de chômage au sens «large», qui englobe les chômeurs dans une mesure de mise au travail ou de formation a globalement reculé tout au long des dix premiers mois de 2008 (5,8% en octobre 2008 ou 13 430 personnes). Cette évolution s'explique par la diminution du nombre de mesures spéciales pour l'emploi entre janvier et octobre 2008 (de 3 318 à 2 989 personnes en mesures).

Soulignons que la situation concernant le chômage partiel révèle déjà les premiers effets négatifs du ralentissement de la conjoncture : ces demandes ont fortement augmenté en octobre et ont atteint un niveau historiquement élevé en novembre. Ces mesures de chômage partiel permettent aux entreprises de réduire leur production sans avoir à licencier du personnel. À noter que les salariés touchés par le chômage partiel demeurent employés au sein de leur entreprise et ne sont donc pas intégrés dans les statistiques du chômage. Les chiffres records de demandes effectuées en novembre, illustrent la situation déjà difficile à laquelle font face certaines entreprises. Ainsi, 56 entreprises ont réclamé des mesures en novembre, contre 16 en octobre et seulement 3 en septembre. Sur les 56 demandes introduites en novembre, 44 ont reçu un avis favorable : 4 785 salariés qui travaillent à horaires réduits en décembre. Les secteurs les plus affectés sont le secteur de l'automobile, de l'acier avec les baisses de production d'Arcelor Mittal, mais aussi celui de la construction, de l'immobilier et des services aux entreprises.

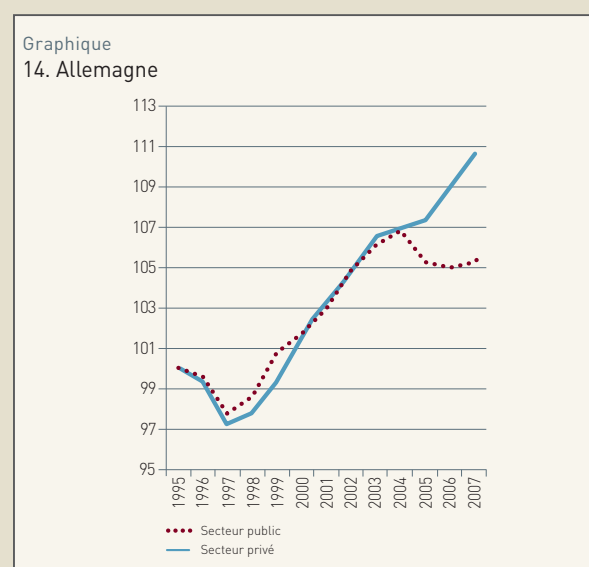
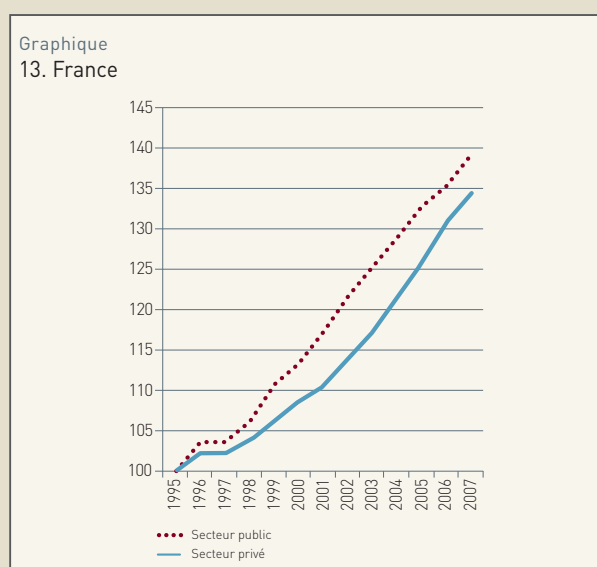
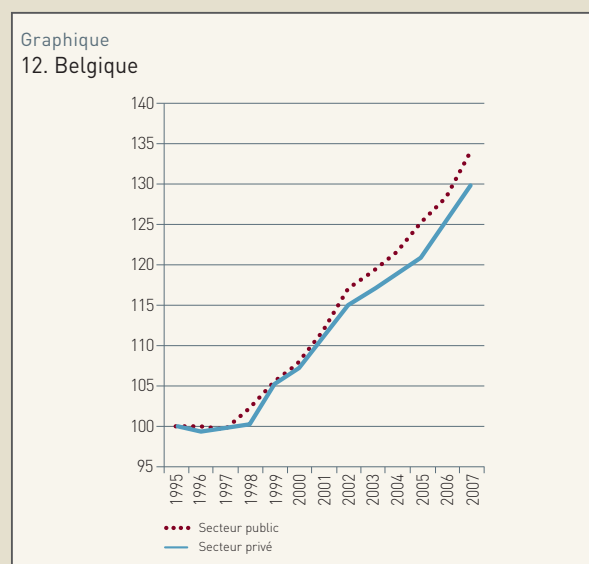
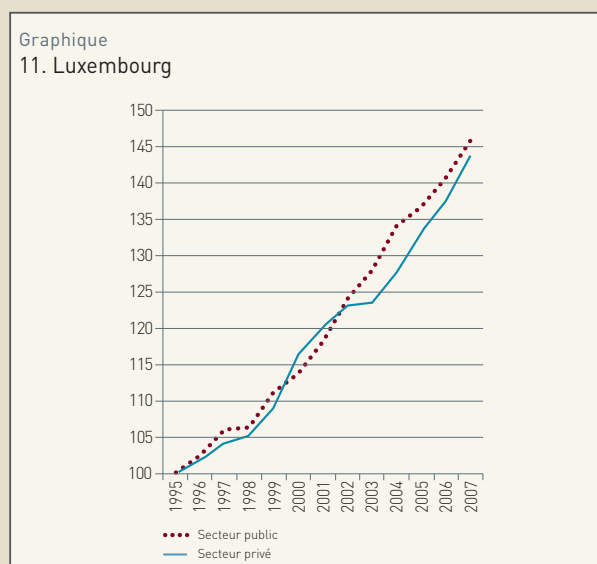
Dans ce contexte, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) a fortement baissé depuis le deuxième trimestre de 2008 (-18% en glissement annuel d'avril à octobre 2008 alors que l'on observait encore une accélération de près de 50% l'année précédente à la même période). De manière plus détaillée, on observe que plus de la moitié des postes vacants se situent toujours dans les secteurs/métiers des «Employés de bureau» et des «Professions libérales, techniciens et assimilés».

ÉVOLUTIONS DES SALAIRES DANS LE SECTEUR PUBLIC ET DANS LE SECTEUR PRIVÉ

AU LUXEMBOURG

La politique de rémunération dans le secteur public a un impact direct et indirect sur le niveau de la rémunération des salariés. Au Luxembourg, le secteur public¹¹ représente un quart de la masse salariale (moyenne de 1996 à 2007) et donc l'impact direct est considérable. En outre, l'évolution des salaires dans le secteur public peut avoir un impact indirect par son influence sur la rémunération des salariés du secteur privé. L'analyse présentée dans cet encadré vise à quantifier cet impact indirect pour le Luxembourg et pour les économies limitrophes.

Graphique 1: Évolutions de la rémunération nominale par salarié dans le secteur public et le secteur privé
(base 100=1995, moyennes annuelles)



11 Le secteur public est ici défini au sens large c'est-à-dire qu'il comprend les services d'administrations publiques, l'éducation, et les services de santé et d'actions sociales, qui correspondent aux codes NACE de L à P.

Tableau 1

ÉVOLUTION DE LA RÉMUNÉRATION MOYENNE PAR SALARIÉ AU LUXEMBOURG, EN ALLEMAGNE, EN BELGIQUE ET EN FRANCE

	Salaires dans le secteur public						Salaires dans le secteur privé					Salaires dans l'ensemble des secteurs				
	2005	2006	2007	Moy. 96-07	Volatilité 96-07	Part dans la masse salariale 96-07	2005	2006	2007	Moy. 96-07	Volatilité 96-07	2005	2006	2007	Moy. 96-07	Volatilité 96-07
Allemagne	-1,5	-0,2	0,2	0,4	1,2	28,5	0,5	1,5	1,5	0,9	1,2	-0,1	1,0	1,1	0,7	1,2
Belgique	2,8	2,7	4,1	2,5	1,5	33,4	1,5	3,2	3,9	2,2	1,6	2,0	3,0	4,0	2,3	1,5
France	3,0	1,8	2,9	2,8	1,1	32,6	3,3	3,9	2,8	2,5	1,1	3,2	3,2	2,9	2,6	0,9
Luxembourg	1,9	3,0	3,6	3,2	1,3	25,1	4,3	3,2	4,6	3,1	1,7	3,7	3,1	4,3	3,1	1,3

Sources : Eurostat, STATEC, calculs BCL

Selon les données disponibles de 1996 à 2007, la croissance des salaires dans le secteur public a été en moyenne supérieure à celle observée dans le secteur privé au Luxembourg, en Belgique et en France. Une plus grande volatilité s'observe dans le secteur privé comparativement au secteur public au Luxembourg et en Belgique ce qui pourrait indiquer une plus grande faculté d'adaptation des salaires dans le secteur privé de ces deux pays vis-à-vis des fluctuations de la conjoncture. Par ailleurs, si l'on se cantonne à observer le secteur public, le Luxembourg et la Belgique présentent une plus grande volatilité dans ce secteur que les deux autres économies. Ce dernier constat confirme l'étude de Lane¹² (2003) qui a démontrée qu'il existe une corrélation positive entre la volatilité des rémunérations dans le secteur public et la volatilité du PIB d'une part et le degré d'ouverture des économies d'autre part.

La relation entre la croissance de la rémunération des salariés au sein du secteur privé et public a été estimée par la méthode des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) sur des données trimestrielles (corrigées de variations saisonnières) de 1996 à 2007. Nous avons sélectionné quatre retards de la variable dépendante (variation annuelle de la rémunération par salarié dans le secteur privé) ainsi que de la variable explicative (idem pour le secteur public). L'équation à estimer s'écrit donc ainsi pour les quatre pays:

$$\Delta \text{Rem}_{\text{privé}_t} = a_0 + \sum_{i=1}^4 a_i \Delta \text{Rem}_{\text{privé}_{t-i}} + \sum_{i=0}^4 b_i \Delta \text{Rem}_{\text{public}_{t-i}} + \varepsilon_t$$

Où $\Delta \text{Rem}_{\text{privé}_t}$ représente la variation annuelle de la rémunération moyenne par salarié dans le secteur privé dans le trimestre t et $\Delta \text{Rem}_{\text{public}_t}$ est l'analogue pour le secteur public. La constante de la régression a_0 capture une éventuelle croissance « autonome » de la rémunération des salariés dans le secteur privé par rapport à la variation de la rémunération des salariés dans le secteur public. Les coefficients b_i décrivent l'impact de la variation des salaires dans le secteur public sur la variation des salaires dans le secteur privé. Si ces coefficients sont significatifs et positifs, ceci indique que la croissance des salaires dans le secteur public a un impact à la hausse sur les salaires du secteur privé. Finalement, ε_t représente le terme d'erreur du modèle.

Le tableau suivant présente les résultats. Seuls les paramètres significatifs au niveau de 5% figurent au tableau.

12 Lane, P.R., (2003) "Cyclical behaviour of fiscal policy: evidence from OECD", Journal of Public Economics, Vol.87.

Tableau 2

RÉSULTATS D'ESTIMATION

	Luxembourg	Belgique	Allemagne	France
Constante			0,33	
$\Delta\text{Rem_privét-1}$	0,49	0,82	0,64	1,05
$\Delta\text{Rem_privét-2}$	0,37			
$\Delta\text{Rem_privé t-4}$			-0,34	
$\Delta\text{Rem_publict}$	0,72	0,30		0,55
$\Delta\text{Rem_publict-1}$				-0,78
$\Delta\text{Rem_publict-4}$		0,25		
R2	0,48	0,85	0,78	0,85
R2 ajusté	0,35	0,81	0,73	0,82
Statistique de Durbin-Watson	1,84	1,70	1,87	1,88

Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL

Dans la première ligne, on constate que la constante de la régression est statistiquement significative seulement pour l'Allemagne. En réalité, cette croissance « autonome » des salaires privés est due au fait que le secteur public n'a pas de rôle statistiquement significatif dans la régression pour l'Allemagne (à la différence des autres pays). L'impact retardé des salaires privés est statistiquement significatif et positif dans toutes les régressions, indiquant une persistance probablement attribuable à la diffusion des changements salariaux à travers les différentes branches du secteur privé. Dans le cas du Luxembourg, le deuxième retard de la variable dépendante est également significatif, indiquant une persistance des variations salariales du secteur privé même après deux trimestres. Pour l'Allemagne, un effet significatif est détecté même après quatre trimestres.

Les changements des salaires dans le secteur public ont un effet immédiat sur les salaires du secteur privé qui est statistiquement significatif et positif pour tous les pays sauf l'Allemagne. Notons que cet effet est plus élevé au Luxembourg. En France, après un trimestre les variations des salaires publics ont un effet négatif qui est contra-intuitif (ceci disparaît si on élimine les observations avant 1998). Finalement, en Belgique les variations des salaires publics ont un effet significativement positif sur les salaires privés même après quatre trimestres.

Les statistiques R2 sont plus faibles pour le Luxembourg, signe de la plus grande volatilité d'une petite économie ouverte. Le test de Durbin-Watson ne relève aucune indication d'auto-corrélation des résidus.

En résumé, au Luxembourg il existe une corrélation positive et statistiquement significative entre la croissance de la rémunération moyenne des salariés dans le secteur privé et celle dans le secteur public. Cette corrélation est plus grande au Luxembourg qu'en Belgique ou en France. Pour l'Allemagne il a été impossible de détecter un lien statistique entre la rémunération dans le secteur privé et public. Il convient toutefois de relativiser cette conclusion pour le Luxembourg dans la mesure où la causalité entre salaires publics et privés pourrait aller dans les deux directions.

2.7 LE SECTEUR FINANCIER

Au cours du troisième trimestre de l'année en cours, la crise de l'immobilier américain s'est rapidement globalisée pour devenir une crise affectant les marchés financiers au niveau mondial et montrant les premiers effets de contagion sur l'économie réelle. Ainsi, en l'espace de quelques mois seulement, nous sommes passés d'une crise de l'immobilier, circonscrite au marché américain, à une crise financière internationale générant une crise de confiance profonde dans le chef des investisseurs et des consommateurs, qui a culminé dans une crise économique au niveau mondial. Cette dernière a d'ores et déjà amené plusieurs économies mondiales – dont certaines de la zone euro – aux abords de la récession.

Le secteur financier luxembourgeois, qui avait encore bien résisté aux premiers effets de la crise de l'immobilier américain et de ses conséquences sur les marchés financiers internationaux au cours du premier semestre de l'année sous revue, accuse nettement le coup au cours du troisième trimestre de l'année 2008.

Dans un premier temps la crise financière a eu un impact double sur le secteur financier ; en effet, certains acteurs ont dû faire face à des pertes (respectivement des besoins de provisionnement importants) parce qu'ils étaient directement engagés dans le marché immobilier américain par le biais de la détention d'actifs titrisés et parce que l'évaluation de leurs actifs a subi d'importants revers à la suite de la chute des principales bourses mondiales. À ce stade, ces problèmes initiaux sont amplifiés, principalement pour les organismes de placement collectifs, par le fait que l'aversion au risque s'est très nettement imposée dans le chef des investisseurs qui se détournent des actifs à risque pour rechercher des placements plus sûrs.

Les résultats des établissements de crédit luxembourgeois affichent un recul important ; ce recul se matérialise d'une part par rapport aux résultats observés au 30 septembre 2007 et d'autre part par rapport aux deux premiers trimestres de l'année en cours. Ainsi, le résultat généré au cours du troisième trimestre de l'année en cours se distingue par une baisse importante par rapport à ceux observés au cours des deux premiers trimestres. Cette dernière s'explique par des pertes de valeur des portefeuilles de titres et une baisse importante des revenus sur commissions. Dans ce contexte, il importe aussi de mentionner deux développements positifs ; la progression de la somme de bilan et de la création nette d'emplois.

Les organismes de placement collectifs, quant à eux, ont dès le début de l'année 2008 rompu avec la forte croissance observée aux cours des dernières années pour s'orienter à la baisse, baisse qui s'est nettement accélérée au cours du troisième trimestre de l'année sous revue. Cette baisse de la valeur nette d'inventaire (VNI) des actifs sous gestion s'explique d'une part par la chute des principaux indices boursiers mais également de plus en plus par le retrait de capital par les investisseurs dont la confiance dans les développements économiques et financiers est fortement ébranlée.

Finalement, il importe de noter que la perte de vitesse du secteur financier luxembourgeois aura d'importantes conséquences sur le développement de l'emploi ainsi que des finances publiques au Luxembourg. Ces implications sont analysées plus en détail dans les parties y afférentes de ce bulletin.

2.7.1 Les établissements de crédit

L'évolution du nombre des établissements de crédit

L'année 2008 se caractérise par la diminution nette du nombre d'établissements de crédit présents sur la place bancaire luxembourgeoise ; ainsi, au 31 octobre 2008, le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistrés était de 154, soit une diminution de deux unités par rapport à la fin de l'année 2007. Dans le détail, le recensement fait état d'une fermeture, de deux fusions et d'une constitution pour l'année en cours.

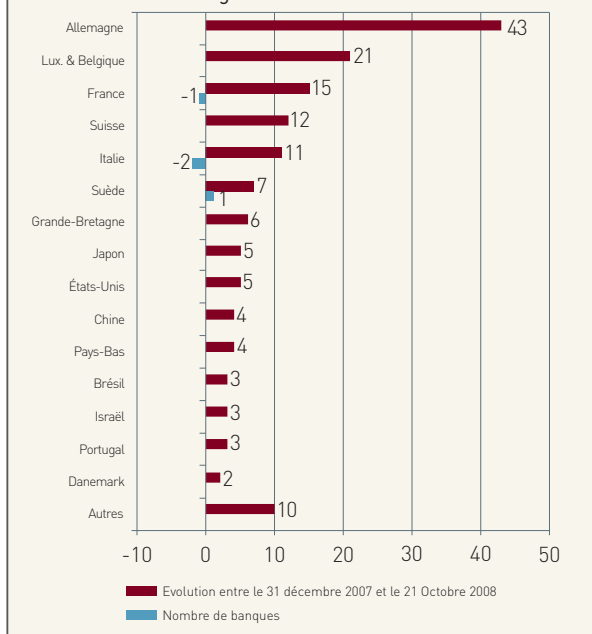
Tableau 11

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

Banque	Constitution	Retrait	Remarques
Crédit Agricole Luxembourg Bank		26.04.2008	Fusion avec Crédit Agricole Luxembourg
Banca Antonveneta S.p.A., succursale de Luxembourg		30.06.2008	
Capitalia Luxembourg S.A.		01.07.2008	Fusion avec UniCredit International Bank (Luxembourg) S.A.
Banque Öhman S.A.	23.09.2008		

Source: BCL

Graphique 19
Nombre et origine géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



Source: BCL

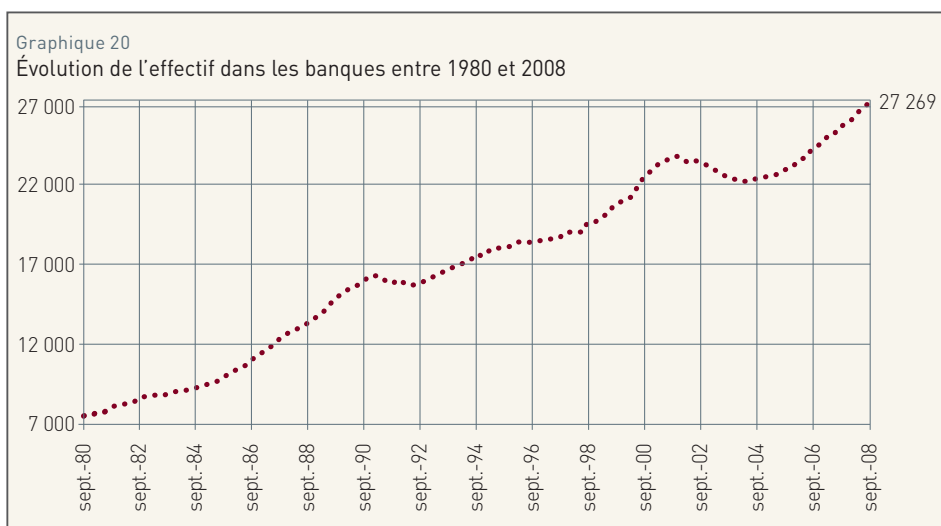
Les deux fusions montrent que le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire n'est pas achevé ; les activités du Crédit Agricole Luxembourg Bank ont été intégrées dans celles du Crédit Agricole Luxembourg, tandis que Capitalia Luxembourg S.A. et UniCredit International Bank (Luxembourg) S.A. se sont rapprochées. Finalement, Banca Antonveneta S.p.A. a cessé ses activités au Luxembourg tandis que la banque Öhman S.A. a été implantée au Luxembourg.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, on notera qu'avec 43 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité sur la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, fin d'octobre 2008, on dénombrait 21 banques luxembourgeoises et belges, 15 banques françaises, 12 suisses et 11 italiennes. Ajoutés aux 43 banques d'origine allemande, les banques de ces 6 pays représentent 66,2% du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

Finalement, dans ce contexte il y a lieu de noter également la mise en sursis de paiement des trois banques islandaises, à savoir Kaupthing Bank Luxembourg S.A., Glitnir Bank Luxembourg S.A. et Landsbanki Luxembourg S.A.. Cependant, si ces trois banques continuent de figurer sur la liste officielle des établissements de crédit, le régime de sursis de paiement entraîne interdiction, sous peine de nullité, de procéder à des actes autres que conservatoires, sauf autorisation des administrateurs.

2.7.2 L'effectif dans les établissements de crédit

Au 30 septembre 2008, les banques luxembourgeoises employaient 27 269 personnes contre 27 002 au 30 juin de la même année, ce qui correspond à une hausse de l'effectif de 0,99%. Bien que cette progression trimestrielle soit la plus faible observée depuis le second trimestre de l'année 2007, le secteur bancaire luxembourgeois a créé 1 130 emplois au cours des neuf premiers mois de l'année en cours.



Source: Eurostats, calculs BCL

Toutefois, en raison de la persistance de la crise financière et des différentes annonces de plans sociaux qui en découlent plus ou moins directement ; les interrogations qui pèsent sur l'emploi bancaire sont nombreuses. L'encadré proposé ci-contre offre un éclairage sur ces questions. Une analyse plus complète, portant sur l'ensemble de l'année 2008, sera proposée dans le prochain bulletin de la BCL.

Toutefois, en raison de la persistance de la crise financière et des différentes annonces de plans sociaux qui en découlent plus ou moins directement ; les interrogations qui pèsent sur l'emploi bancaire sont nombreuses. L'encadré proposé ci-contre offre un éclairage sur ces questions. Une analyse plus complète, portant sur l'ensemble de l'année 2008, sera proposée dans le prochain bulletin de la BCL.

QUEL EST LE BILAN ACTUEL DE LA CRISE EN MATIÈRE D'EMPLOI BANCAIRE?

Soulignons pour commencer que si un certain nombre de banques, en particulier américaines, britanniques ou islandaises, ont été très fortement touchées par la crise financière, aucune banque ayant des activités sur le territoire luxembourgeois n'était en situation de faillite à fin novembre 2008.

Entre septembre 2007 et septembre 2008, l'effectif des banques luxembourgeoises a progressé de 5,58%. Sur cette période, le nombre d'établissements est passé de 157 à 154; sur ces 154 banques, 93 ont affiché une progression de leur effectif, tandis que 33 l'ont réduit. Parmi les cinq plus établissements de crédit les plus importants, un seul a vu ses effectifs baisser (de plus de 7%). En comparaison, entre juin et septembre 2008, l'emploi bancaire a progressé de 0,99%, avec des réductions d'effectifs dans trois des cinq établissements les plus importants. Sur ce trimestre, le nombre de banques ayant étoffé leurs effectifs n'était plus que de 63 sur 154 (soit 40% contre 60% sur l'ensemble de la période).

Quels sont les risques à court terme qui pèsent sur la place bancaire?

D'une manière générale deux risques majeurs pèsent sur l'emploi bancaire; une atonie des activités financières, notamment dans le domaine de l'administration d'actifs et une consolidation du secteur en raison de la faiblesse actuelle des capitalisations boursières.

En ce qui concerne le premier point, le produit bancaire des banques luxembourgeoises au troisième trimestre 2008 affichait une contraction de 8% par rapport à son niveau du troisième trimestre 2007. Néanmoins, le nombre d'OPC continuait sa progression en septembre 2008. Ainsi, même si les revenus des banques commencent à être impactés par la crise financière, via le montant des commissions, l'activité d'administration de fonds (en volume) demeure soutenue¹³. Sur le court terme, il s'agit d'un signe plutôt positif, bien qu'un retournement puisse rapidement apparaître.

Dans le second cas, nous pouvons tout d'abord rappeler que le droit du travail luxembourgeois pose le principe de la continuation des relations de travail lors de la modification de la situation de l'employeur. Ainsi, la loi du 24 mai 1989 relative au contrat de travail dispose que «s'il survient une modification dans la situation de l'employeur notamment par succession, vente, fusion [...] tous les contrats de travail en cours au jour de la modification subsistent entre le nouvel employeur et les salariés de l'entreprise» (article 36, alinéa 1), renforcé par l'alinéa 2 de ce même article «le transfert de l'entreprise résultant notamment [...] d'une fusion ne constitue pas en lui-même un motif de licenciement pour le cédant ou le cessionnaire». Cet article est repris dans la convention collective des banques, sous l'article 5, alinéa 3, qui dispose en outre qu'«au cours des deux premières années à partir de cette modification, aucune résiliation pour cause de réorganisation ou de rationalisation [...] ne peut intervenir en défaveur des employés, sauf accord de la délégation des employés».

Ainsi, au regard de ces dispositions, il est peu probable d'observer une diminution franche et immédiate de l'effectif de deux établissements fusionnés. Dans ce contexte on note que trois opérations de fusions/acquisitions se sont déroulées en 2007 et 2008:

- Banca Nazionale del Lavoro et BNP Paribas (31.03.2007)
- BPU Banca international et UBI Banca International (01.10.2007)
- Capitalia Luxembourg et UniCredit International Bank Luxembourg (01.07.2008)

L'effectif cumulé de ces six établissements est passé de 716 en décembre 2006 à 742 en septembre 2008, soit une progression de 3,63%.

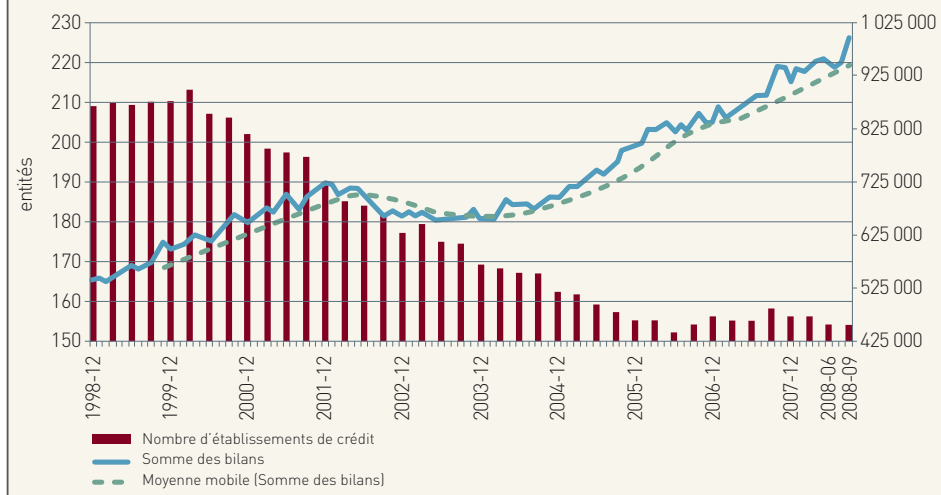
¹³ Ce point a été confirmé par plusieurs banques interrogées par la Banque centrale du Luxembourg.

2.7.3 Le bilan des établissements de crédit luxembourgeois

En dépit d'une volatilité importante sur les marchés boursiers, ainsi que de l'accélération et de la propagation de la crise américaine des crédits «subprime», les banques luxembourgeoises ont su poursuivre le développement de leurs activités au cours des neuf premiers mois de l'année en cours. Ainsi, au cours des douze derniers mois, à savoir de septembre 2007 à septembre 2008, la somme de bilan agrégée s'est accrue de 9,5%. Par rapport au 30 juin 2008, c'est à dire sur base trimestrielle, la somme de bilan a augmenté de 5,4% pour atteindre un encours total de 993 289 millions d'euros au 30 septembre 2008. La hausse observée entre juin et septembre s'est concentrée exclusivement en fin de période, c'est-à-dire sur les mois d'août et septembre 2008, à un moment correspondant à une accélération de la crise financière. A première vue, dans ce contexte, la forte augmentation trimestrielle de la somme de bilan semble paradoxale. Toutefois, plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer ce phénomène. Ainsi, on note que les opérations interbancaires ont fortement augmenté, en raison notamment, mais non exclusivement, des injections de liquidités en provenance de l'Eurosystème, l'augmentation importante du volume des opérations de ventes et rachat fermes entre établissements de crédit ainsi que la hausse des les créances sur la clientèle. Ce dernier point confirme les déclarations des banques luxembourgeoises selon lesquelles il n'y a pas de durcissement dans la politique d'octroi de crédits des banques. A noter en outre que la catégorie des autres actifs, tout comme celle des autres passifs, a gagné en importance en raison des aides étatiques accordées au secteur bancaire¹⁴. La progression des dettes envers la clientèle s'explique par la recherche de la part des investisseurs de placements plus sûrs et moins volatiles que ceux pouvant être effectués sur les marchés boursiers. Le financement par l'émission de titres de dette a également contribué de manière importante à la forte progression de la somme de bilans.

Graphique 21

Évolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de décembre 1998 à septembre 2008



Source: BCL

Le graphique ci-contre illustre, d'une part, la réduction du volume d'activités au cours des années 2002 et 2003 puis, d'autre part, la hausse du volume d'activités observée entre fin 2004 et septembre 2008. L'analyse approfondie permet de constater que la composition du bilan est dominée par les créances et les dettes interbancaires avec des poids relatifs respectifs de 51,3% et 50,3%.

Notons finalement qu'au 31 octobre 2008 la somme des bilans des banques a dépassé le seuil des 1 000 milliards d'euros pour s'élever à 1 013 222 millions d'euros, soit une hausse de 2,0% par rapport au 30 septembre 2008.

La structure et les composantes des bilans agrégés

À l'actif, on notera surtout l'accroissement de 12,3% (55 778 millions d'euros) des créances interbancaires, dont l'essentiel est survenue au troisième trimestre 2008 (+31 808 millions d'euros, soit 6,7%). Les créances sur la clientèle quant à elles, ont progressé de 38 508 millions d'euros (21,1%) sur base annuelle et de 9 696 millions d'euros (4,6%) au cours du troisième trimestre 2008.

¹⁴ Il importe de préciser que dans le tableau sommaire relatif aux principaux postes du bilan, les aides étatiques figurent sous la rubrique des autres passifs.

Tableau 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⁾
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 - 2008/06		2008/03 - 2008/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2008/06
Créances interbancaires	440 925	471 086	477 293	36 368	8,2	6 207	1,3	50,6
Créances sur la clientèle	174 689	204 367	211 162	36 473	20,9	6 795	3,3	22,4
Portefeuille titres	239 063	230 632	227 481	-11 582	-4,8	-3 151	-1,4	24,1
Autres actifs	26 306	33 214	27 619	1 314	5,0	-5 595	-16,8	2,9
Total de l'actif	880 932	939 299	943 555	62 573	7,1	4 256	0,5	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Dans le sillage de l'effondrement des marchés d'actions et d'obligations, la valeur du portefeuille de titres des banques luxembourgeoises a baissé de 14 217 millions d'euros (-5,8%) entre septembre 2007 et septembre 2008. Cette baisse résulte de l'effet conjugué d'une baisse de 15 620 millions d'euros (-7,0%) du portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe et d'une hausse de 1 403 millions d'euros (6,8%) du portefeuille de valeurs mobilières à revenu variable.

La moindre valorisation du portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe s'explique en partie par l'utilisation de la méthode comptable IFRS ; cette dernière impose une valorisation des actifs à leur valeur de marché par opposition à la valorisation sous Lux GAAP qui permettait une valorisation au coût d'acquisition. Dans ce contexte, la montée des pressions inflationnistes en fin d'année 2007 ainsi que l'accroissement des risques en 2008, ont lourdement pesé sur les prix des obligations. Toutefois, la forte baisse des prix des matières premières au troisième trimestre 2008, qui a engendré une réduction des pressions inflationnistes, a déjà donné lieu à des baisses des taux directeurs des principales banques centrales ; cette baisse des taux d'intérêt pourrait à terme générer une hausse du prix des titres à revenu fixe et partant une évaluation plus favorable des portefeuilles de titres.

Le portefeuille de titres à revenu variable, dont la part relative par rapport au portefeuille de titres détenus n'est que de 9,6% au 30 septembre 2008, s'est tassé sur un an de 2,8% pour s'élever à 22 090 millions d'euros au 30 septembre 2008. Dans ce contexte, on notera que la valorisation des actions bancaires détenues en portefeuille s'est réduite de 69,9% pour le seul troisième trimestre 2008, passant de 845 millions d'euros au 30 juin 2008 à 254 millions d'euros au 30 septembre 2008.

Les autres actifs, quant à eux, ont progressé de 6 327 millions d'euros (+22,8%) sur un an, dont 6 275 millions d'euros entre juin et septembre 2008. Soulignons que depuis le début de l'année 2008 et de la mise en place des normes comptables IFRS, les encours inscrits sous la catégorie des autres actifs comprennent les produits dérivés qui, jusque fin 2007, étaient renseignés au hors-bilan. Notons également que la catégorie des autres actifs comme celle des autres passifs prend en compte l'essentiel des aides étatiques accordées en septembre à deux banques de la place à hauteur de 2 500 millions d'euros. Au passif, cette aide était comptabilisée sous la rubrique des éléments assimilables au capital (qui, dans le tableau ci-dessous sont repris dans les autres passifs) et la contrepartie à l'actif, dans la rubrique des autres actifs ; ce classement résulte du fait qu'il s'agit d'actifs à recevoir à court terme.

Tableau 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⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		2008/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	437 050	471 231	499 248	62 198	14,2	28 017	5,9	50,3
Dettes envers la clientèle	305 691	308 199	319 784	14 094	4,6	11 585	3,8	32,2
Dettes représentées par un titre	92 148	85 146	90 657	-1 490	-1,6	5 511	6,5	9,1
Autres passifs	72 004	78 134	83 600	11 596	16,1	5 466	7,0	8,4
Total du passif	906 892	942 709	993 289	86 397	9,5	50 580	5,4	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé peuvent également s'appliquer à l'analyse du passif ; en effet, la majeure partie de la progression en volume des activités provient du poste relatif aux dettes interbancaires. Sur base annuelle, leurs encours progressent de 62 198 millions d'euros, atteignant ainsi 499 248 millions d'euros au 30 septembre 2008, soit une croissance de 14,2%. Entre juin et septembre 2008, cette dernière a atteint 5,9%, soit 28 017 millions d'euros. Le développement des activités au cours d'une période caractérisé par un degré de méfiance réciproque élevé entre les acteurs du monde bancaire peut surprendre. Toutefois, dans ce contexte, il importe de mentionner deux éléments d'explication ; d'une part, les positions interbancaires reflètent les opérations d'apport de liquidités par les banques centrales en vue de garantir le fonctionnement des marchés et d'autre part, les activités interbancaires des banques luxembourgeoises sont fortement orientées vers le groupe, soit vers des contreparties pour lesquelles la méfiance est un facteur à priori inexistant.

Les dettes envers la clientèle non-bancaire n'ont progressé que modestement (+4,6%) de 14 094 millions d'euros sur l'année écoulée, pour atteindre 319 784 millions d'euros au 30 septembre 2008. L'essentiel de cette hausse s'est produite au cours du troisième trimestre 2008 avec 11 585 millions d'euros, soit 3,8%. Cette concentration au cours du troisième trimestre de l'année en cours peut s'expliquer par le fait que les difficultés sur les marchés des actifs financiers poussent les investisseurs à rechercher à nouveau des placements plus sûrs.

Le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre était en recul de 1,6% (1 490 millions d'euros) sur l'année écoulée, malgré un retournement, laissant apparaître une progression de 5 511 millions d'euros (6,5%) au troisième trimestre 2008. Leurs encours représentaient 9,1% des passifs fin septembre 2008, à 90 657 millions d'euros.

Au 30 septembre 2008, 83 600 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs qui sont aussi influencés par les nouvelles normes IAS/IFRS appliquées dès janvier 2008. Il en découle un sursaut de 8 365 millions d'euros en janvier 2008 qui a largement contribué à la progression annuelle de 11 596 millions d'euros, soit 16,1%. Entre juin et septembre 2008 cette position s'est accrue de 7,0% (5 466 millions d'euros) grâce à l'aide étatique à destination des banques (dont 2 500 millions d'euros étaient déjà comptabilisés au 30 septembre 2008 comme position à recevoir). L'encours sous cette catégorie au 30 septembre 2008 était de 83 600 millions d'euros.

Les crédits à la clientèle non-bancaire Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente se sont élevés à 74 942 millions d'euros au 30 septembre 2008, contre 48 088 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une croissance

de 55,8%. Au cours du troisième trimestre de l'année sous revue, les crédits à la clientèle non bancaire affichaient une progression de 9,4%, soit 6 454 millions d'euros. Cette évolution positive est principalement portée par la croissance des autres intermédiaires financiers et par celle des sociétés financières.

Ainsi, sur base annuelle, les crédits aux autres intermédiaires financiers affichaient une forte hausse de 19 710 millions d'euros, correspondant à un quasi doublement de l'encours (+96,9%). Cette poussée s'explique à la fois par l'accroissement du nombre d'intervenants repris sous cette catégorie, par le soutien d'un cadre légal propice au développement de ce type d'activités, par les incertitudes qui pèsent sur les marchés boursiers et par le manque de liquidité qui a provoqué une envolée de la demande de crédits. Grâce à une forte progression en volume, les créances sur les autres intermédiaires financiers, dont l'encours s'est élevé à 40 054 millions d'euros au 30 septembre 2008, représentaient plus de la moitié des crédits au secteur non bancaire résident (53,4%) à cette date. Entre juin et septembre 2008 la croissance de ce poste s'est élevée à 11,4% (soit 4 105 millions d'euros).

Avec un encours total de 17 724 millions d'euros au 30 septembre 2008, les crédits aux ménages représentaient 23,7% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire résident. Ces derniers ont affiché des progressions de 11,0% depuis le 30 septembre 2007 et de 2,9% depuis le 30 juin 2008. Les crédits aux ménages résidents continuent d'être principalement orientés vers les besoins de financement de projets immobiliers ; en effet, 83,2% de crédits accordés aux ménages résidents sont destinés à cette fin.

Tableau 14

Crédits aux résidents luxembourgeois (encours en fin de période)


Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ⁽¹⁾ 2008/09
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 605	1 792	1 775	170	10,6	-17	-0,9	2,4
Autres intermédiaires financiers	20 344	35 950	40 054	19 710	96,9	4 105	11,4	53,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	298	206	177	-120	-40,4	-28	-12,8	0,2
Sociétés non financières	9 869	13 311	15 212	5 343	54,1	1 901	14,3	20,3
Ménages & ISBLM	15 973	17 231	17 724	1 751	11,0	493	2,9	23,7
Crédits à la consommation	1 214	1 228	1 219	5	0,4	-9	-0,7	6,9
Crédits immobiliers	13 364	14 446	14 740	1 376	10,3	294	2,0	83,2
Autres crédits	1 395	1 556	1 765	370	26,5	208	13,4	10,0
Total	48 088	68 489	74 942	26 854	55,8	6 454	9,4	100,0

Source: BCL

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

La demande de crédits immobiliers est restée élevée en raison notamment de l'étalement sur une longue période des tranches de financements dans le cadre des constructions neuves. Ces derniers ont atteint un niveau de 14 740 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2008. Ainsi, la baisse des autorisations à bâtir observée au premier trimestre 2008 (-12% sur base annuelle pour les maisons individuelles et les appartements) n'a pas, à ce stade, eu d'impact négatif sur le volume des crédits accordés aux ménages luxembourgeois. Toutefois, le taux de croissance des crédits immobiliers accordés à la clientèle résidente s'est nettement réduit en 2008. Ainsi, de janvier à septembre 2008 la moyenne des taux de croissances annuels était de 12,6%, comparée à 22,1% pour les neuf premiers mois de l'année 2007.

Au cours des neuf premiers mois de l'année 2008, les banques ont accordé en moyenne 245 millions d'euros de nouveaux crédits immobiliers par mois aux ménages de la zone euro. Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, on peut estimer, sur base de l'encours, qu'une moyenne mensuelle de 230 millions d'euros a été accordée à des ménages résidents. La moyenne mensuelle des nouveaux crédits immobiliers aux ménages résidents est donc en hausse de



13 millions d'euros (+6,0%) par rapport à la fin d'année de 2007 où elle s'élevait à 217 millions. D'un point de vue méthodologique, il convient de souligner que si le crédit est divisé en plusieurs tranches, pouvant être créditées au cours de différentes périodes, c'est néanmoins le montant total (ou final) du crédit qui est renseigné en tant que nouveau contrat. En revanche, le montant renseigné dans les encours correspond aux fonds effectivement mis à disposition de la clientèle à la fin de la période. Il peut donc exister un décalage plus ou moins important entre les flux de nouveaux contrats et la variation de l'encours entre deux périodes. De plus, il importe de noter que les différences d'encours s'expliquent également d'une part, par les remboursements réguliers (mensualités) et d'autre part, par les remboursements anticipés de l'ensemble d'un crédit.

Dans le contexte de la bonne performance de l'économie luxembourgeoise, le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a augmenté de 54,1% sur base annuelle, portant leur encours à 15 212 millions d'euros au 30 septembre 2008. Cette tendance s'est encore accélérée au cours du troisième trimestre 2008, avec une hausse de 14,3% (1 901 millions d'euros). La part relative des crédits aux sociétés non financières a atteint 20,3% de l'ensemble des crédits aux résidents au 30 septembre 2008.

Les administrations publiques, quant à elles, étaient endettées auprès des banques à hauteur de 1 775 millions d'euros au 30 septembre 2008, soit une croissance de 10,6% (170 millions d'euros) sur un an. On notera encore que les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeurent peu importants tant en volume, avec 177 millions d'euros d'encours au 30 septembre 2008, qu'en part relative, avec 0,2% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois. Ceci s'explique tout naturellement par le fait que les sociétés d'assurances financent leurs placements en titres de créance par le biais, essentiellement, d'encaissement de primes.

Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

L'encours des crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro s'est élevé à 82 926 millions d'euros au 30 septembre 2008, contre 75 595 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une progression de 9,7%. Cette tendance s'est néanmoins essoufflée au cours du troisième trimestre 2008, en raison d'une légère baisse de 0,3%, soit 286 millions d'euros.

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, la clientèle non-bancaire en provenance des autres pays membres de la zone euro se caractérise par la part importante que revêtent les sociétés non financières ; ainsi, leur poids relatif était de 55,2% à la fin du troisième semestre 2008. Leurs encours de crédits auprès des banques luxembourgeoises ont augmenté de 18,7% (7 213 millions d'euros) sur les douze derniers mois et de 4,0% entre juin et septembre 2008. Toutefois, la période allant de septembre 2007 à septembre 2008 a été marquée par une stabilité des crédits aux autres intermédiaires financiers. Ces derniers avaient vu leurs besoins en financements bancaires se tasser (-7,7% respectif 1 747 millions d'euros) au cours du troisième trimestre 2008, période marquée par les incertitudes au niveau des marchés boursiers ; leurs encours atteignaient 20 831 millions d'euros au 30 septembre 2008, pour un poids relatif de 25,1%. On notera également une croissance de 31,2% sur base annuelle entre septembre 2007 et septembre 2008, des crédits au secteur des assurances et des fonds de pension. Le niveau de l'encours de ce secteur, comme celui des administrations publiques, est particulièrement volatil car composé d'un nombre limité d'acteurs et leurs poids relatifs restent modestes avec respectivement 3,4% et 3,0%. Au niveau des administrations publiques cette volatilité s'est accompagnée d'une tendance baissière sur un an. Leurs encours de crédit se sont ainsi réduits de 5,4% (142 millions d'euros) sur un an. Au cours du troisième trimestre de l'année 2008 les administrations publiques se désendettaient de 690 millions d'euros (21,6%) de leurs crédits auprès des banques luxembourgeoises. Les crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro se sont réduits de l'ordre de 3,8% (437 millions d'euros) en variation annuelle en raison de la prédominance de la catégorie des autres crédits, dont l'encours a reculé de 7,4% (766 millions d'euros) sur la période. Cette forte baisse est quasi exclusivement due à une baisse survenue entre mars et juin 2008,

tandis que le troisième trimestre 2008 affichaient de nouveau une évolution positive (+2,4%, soit 227 millions d'euros). Notons dans ce contexte la forte augmentation annuelle des crédits à la consommation¹⁵ (53,5%) ainsi que celle des crédits immobiliers (27,6%) aux ménages résidents des autres pays de la zone euro ; au troisième trimestre 2008 ces derniers ont crû de respectivement 5,3% et 3,8%. Dans ce contexte, on notera que plusieurs banques luxembourgeoises développent des activités de crédits immobiliers à destination notamment de leurs employés frontaliers, pour des biens situés dans la grande région, au delà des frontières du Luxembourg. Toutefois, le volume des crédits immobiliers aux résidents des autres pays de la zone euro, n'atteint que 1 008 millions d'euros au 30 septembre 2008. L'encours de crédits immobiliers transfrontaliers représentait ainsi 9,2% de l'encours de crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro au 30 septembre 2008. Si nous comparons les encours de crédits immobiliers accordés aux ménages des autres pays de la zone euro avec ceux accordés aux résidents luxembourgeois, le ratio n'était que de 6,8% (1 008 millions d'euros) mais leur croissance sur les 12 derniers mois était nettement plus importante (27,6% contre 10,3% pour les crédits immobiliers domestiques).

Tableau 15

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

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 644	3 191	2 502	-142	-5,4	-690	-21,6	3,0
Autres intermédiaires financiers	20 813	22 578	20 831	18	0,1	-1 747	-7,7	25,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	2 176	2 730	2 855	679	31,2	124	4,6	3,4
Sociétés non financières	38 573	44 040	45 786	7 213	18,7	1 746	4,0	55,2
Ménages & ISBLM	11 389	10 672	10 952	-437	-3,8	280	2,6	13,2
Crédits à la consommation	207	302	318	111	53,5	16	5,3	2,9
Crédits immobiliers	790	971	1 008	218	27,6	37	3,8	9,2
Autres crédits	10 392	9 399	9 626	-766	-7,4	227	2,4	87,9
Total	75 595	83 212	82 926	7 331	9,7	-286	-0,3	100,0

Source: BCL

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

Les crédits aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde ont affiché une croissance de 7,4% entre septembre 2007 et septembre 2008, pour atteindre 63 002 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2008. Les crédits aux sociétés non financières se sont accrus de 2,5% sur un an et de 0,3% (81 millions d'euros) entre juin et septembre 2008. Ces derniers représentaient un encours de 25 919 millions d'euros pour un poids relatif de 41,1% de l'ensemble de crédits aux résidents du reste du monde.

Les autres intermédiaires financières ont fortement accru leurs financements par le biais du crédit bancaire au cours du troisième trimestre 2008 (3 501 millions d'euros, soit une hausse de 16,4% entre juin 2008 et septembre 2008). Dans ce contexte, on notera que la hausse annuelle de septembre 2007 à septembre 2008 est survenue quasiment exclusivement au cours du troisième trimestre 2008. Notons encore qu'au 3 septembre 2008, l'encours des crédits aux autres intermédiaires financiers représente 39,5% (24 912 millions d'euros) de l'ensemble des crédits aux résidents du reste du monde, ce qui est considérable.

L'encours de crédits aux ménages s'élevait à 6 026 millions d'euros au 30 septembre 2008, soit un accroissement de 10,3% (560 millions d'euros) par rapport au 30 septembre 2007 ; il importe toutefois de noter

¹⁵ Il importe de mentionner que les données relatives aux crédits à la consommation divergent de celles présentées dans l'analyse de l'impact des turbulences financières sur les crédits. Pour cette dernière les chiffres ont fait l'objet de certaines corrections.

la baisse des encours de 1,0% (61 millions d'euros) observée entre juin et septembre 2008. Les encours de crédits aux sociétés d'assurances restent très volatils et ne représentaient que 1,2% de l'ensemble des crédits des banques luxembourgeoises. Les crédits aux administrations publiques, pour lesquels une hausse annuelle de 972 millions d'euros (22,0%) a pu être observée, ont un poids relatif de 8,6% des crédits aux résidents du reste du monde au 30 septembre 2008.

Tableau 16

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

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		2008/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 418	5 310	5 390	972	22,0	80	1,5	8,6
Autres intermédiaires financiers	22 599	21 411	24 912	2 313	10,2	3 501	16,4	39,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	905	828	755	-150	-16,6	-73	-8,8	1,2
Sociétés non financières	25 291	25 838	25 919	627	2,5	81	0,3	41,1
Ménages & ISBLM	5 465	6 087	6 026	560	10,3	-61	-1,0	9,6
Total	58 679	59 473	63 002	4 323	7,4	3528	5,9	100,0

Source: BCL

¹⁾Poids relatif par rapport au total des crédits.

Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 30 septembre 2008, l'encours des dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 319 784 millions d'euros, soit une hausse de 14 094 millions d'euros (4,6%) par rapport à la même date de l'année précédente.

Les dépôts des résidents

Au 30 septembre 2008, l'encours de dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise s'élevait à 178 648 millions d'euros, soit 55,9% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Tableau 17

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

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		2008/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	6 355	4 857	5 234	-1 122	-17,7	377	7,8	2,9
Secteur financier	118 671	122 911	132 843	14 172	11,9	9 933	8,1	74,4
Autres intermédiaires financiers	113 991	117 969	127 474	13 756	12,1	9 778	8,3	71,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 680	4 942	5 096	416	8,9	155	3,1	2,9
Secteur non financier	38 943	40 307	40 572	1 629	4,2	264	0,7	22,7
Sociétés non financières	18 754	17 839	17 792	-962	-5,1	-47	-0,3	10,0
Ménages & ISBLM	20 189	168 075	178 648	2 591	12,8	311	1,4	12,8
Total	163 969	168 075	178 648	14 679	9,0	10 574	6,3	100,0

Source: BCL

¹⁾Poids relatif par rapport au total des dépôts.

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non-bancaire résidente, on constate qu'une majeure partie de l'encours provenait des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) ; leur encours total était de 127 747 millions d'euros, soit 71,5% de l'ensemble des dettes envers la clientèle résidente. L'importance de cette catégorie est indissociable de celle de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg, ces derniers déposant souvent leurs excédents de trésorerie auprès de leurs banques dépositaires. La progression de 12,1% (13 756 millions d'euros) observée au cours des douze derniers mois résulte en grande partie de la hausse survenue au cours du troisième trimestre de l'année 2008 (9 778 millions d'euros, soit 8,3%) ; en effet, durant l'accélération de la crise financière aux mois d'août et de septembre, les OPC luxembourgeois ont placé leurs liquidités auprès des banques luxembourgeoises afin de disposer de réserves de trésorerie pour faire face à d'éventuels rachats de parts. Ce constat peut être mis en relation avec la baisse de la valeur nette d'inventaire (VNI) survenue au mois de septembre 2008 qui a d'ailleurs été caractérisée par des rachats de parts d'OPC dépassant nettement le volume des souscriptions.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupent 12,8% du total des dépôts effectués par les résidents au 30 septembre 2008, soit 22 779 millions d'euros. La croissance annuelle de 12,8% (2 591 millions d'euros), observée sur ce poste, laisse supposer que la retenue à la source de 10% sur les intérêts, introduite au début de l'année 2006, ne produit pas d'effets négatifs. Entre juin et septembre 2008 cette clientèle a légèrement augmenté ses dépôts de 1,4%.

Les dépôts des sociétés non financières ont diminué de 5,1% au cours des douze derniers mois, ce qui porte leurs encours à 17 792 millions d'euros au 30 septembre 2008. Bien que les dépôts des administrations publiques aient reculé de 17,7% sur un an (1 122 millions d'euros), ces derniers sont en hausse continue depuis février 2008. Ainsi, au cours du troisième trimestre leurs encours ont augmenté de 7,8% (377 millions d'euros) pour atteindre 5 234 millions d'euros au 30 septembre 2008.

Enfin, la clientèle résidente répartit ses dépôts, dont le volume total s'élève à 178 648 millions d'euros, en 44,3% de dépôts à vue et 55,7% de dépôts à terme. L'importance relative aux dépôts à vue de la clientèle résidente s'explique par plusieurs facteurs. D'une part, les dépôts à vue des autres intermédiaires financiers connaissent une rémunération intéressante, ce qui n'incite pas ces derniers à les placer transitoirement en dépôts à terme. De plus, ces intermédiaires financiers conservent souvent des excédents de liquidité qui doivent à tout moment être disponibles pour une affectation plus durable notamment pour l'acquisition de titres ou le remboursement de parts émises par les OPC. D'autre part, il ne faut pas perdre de vue que les dépôts d'épargne à vue des ménages sont également inclus dans cette catégorie. Durant le troisième trimestre 2008, la part relative des dépôts à terme s'est légèrement accrue, passant de 53,6% au 30 juin à 55,7% au 30 septembre 2008.

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

Les dépôts émanant des résidents des autres pays membres de la zone euro ont augmenté de 2,0% entre septembre 2007 et septembre 2008. Leurs encours s'élèvent à 77 814 millions d'euros fin septembre 2008. Toutefois, cette progression est en grande partie axée sur la période de juin à septembre 2008 témoignant ainsi d'une croissance trimestrielle de 3,4% (2 543 millions d'euros) observée entre juin et septembre 2008.

Les sociétés non financières qui ont déposé 26 417 millions d'euros, soit 33,9 % du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro, ont vu leurs dépôts s'accroître de 0,8% entre septembre 2007 et septembre 2008. Dans ce contexte, on notera que la forte croissance survenue au mois de septembre 2008 a nettement contribué à la performance trimestrielle de 12,2% (soit 2 871 millions d'euros) observée entre juin à septembre 2008.

Les entités du secteur financier, qui regroupent 32,8% de l'encours total, ont augmenté leurs dépôts de 466 millions (1,9%) sur un an. Entre juin et septembre 2008, ce chiffre progresse de 0,8% (207 millions d'euros). Avec 8,1% du total des dépôts des autres pays membres de la zone euro, le poids relatif des sociétés

d'assurances et fonds de pension demeure modeste. Leur croissance affiche 3,4% sur base annuelle. Les autres intermédiaires financiers faisant partie du secteur financier représentaient 24,6%. En raison de l'environnement financier néfaste, la croissance annuelle de ce poste n'est que de 1,4%. Toutefois, ce sont les administrations publiques qui, avec un poids relatif de 0,7%, disposent des dépôts les plus faibles.

Les ménages des autres pays membres de la zone euro, quant à eux, ont déposé 989 millions d'euros supplémentaires sur un an, soit une hausse de 4,1% ; leurs encours atteignaient 25 381 millions d'euros au 30 septembre 2008. Néanmoins, depuis le mois de février 2008, la tendance était baissière (-1 328 millions d'euros) malgré un regain entre juin et septembre 2008. Ce recul d'activité peut être, au moins en partie, mis en relation avec la mise en place de la retenue à la source dans le cadre de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne. En effet, le taux d'imposition prévue par la directive est passé de 15% à 20% avec effet au 1er juillet 2008.

Tableau 18

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

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		2008/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	635	405	528	-109	-17,1	123	30,4	0,7
Secteur financier	25 022	25 281	25 488	466	1,9	207	0,8	32,8
Autres intermédiaires financiers	18 919	19 092	19 175	256	1,4	83	0,4	24,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	6 103	6 189	6 312	209	3,4	124	2,0	8,1
Secteur non financier	50 608	49 584	51 798	1 190	2,4	2 214	4,5	66,6
Sociétés non financières	26 216	23 546	26 417	201	0,8	2 871	12,2	33,9
Ménages & ISBLM	24 392	26 038	25 381	989	4,1	-657	-2,5	32,6
Total	76 267	75 270	77 814	1 547	2,0	2 543	3,4	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des dépôts.

A la fin du troisième trimestre 2008, les résidents des autres pays membres de la zone euro ont reparti leurs dépôts à raison de 28,1% de dépôts à vue et 71,9% de dépôts à terme.

Les dépôts des résidents du reste du monde

Les dépôts émanant des résidents du reste du monde se sont contractés de 3,3% entre septembre 2007 et septembre 2008 pour s'élever à 63 322 millions d'euros au 30 septembre 2008. Les trois positions les plus importantes de cette catégorie sont: les autres intermédiaires financiers, avec un poids de 53,0% au 30 septembre 2008, les ménages (26,8%) et les sociétés non financières (12,8%) à la fin de septembre 2008. Ces encours demeurent très volatiles.

La position la plus importante, en termes de poids relatif au 30 septembre 2008, revient aux autres intermédiaires financiers avec un encours de 33 566 millions d'euros. Ces derniers affichent une augmentation des dépôts au troisième trimestre 2008 (de l'ordre de 4,9%, soit 1 559 millions d'euros).

Notons la mauvaise tenue des dépôts effectués par les sociétés non financières dont l'encours était en baisse de 41,0%, soit 5 637 millions d'euros, durant la période allant de septembre 2007 à septembre 2008. Cette tendance s'est vue renforcée au troisième trimestre 2008, avec une chute de 3 126 millions d'euros (-27,8%), pour atteindre un encours de 8 100 millions d'euros au 30 septembre 2008. Cette baisse peut s'expliquer par les effets de la crise financière ; en effet, face à des difficultés d'obtenir des financements certaines entreprises ont dû avoir recours à des fonds propres pour financer leurs investissements et/ou assurer la pérennité de leurs activités.

Les dépôts des ménages, quant à eux, s'élevaient à 16 950 millions d'euros au 30 septembre 2008, soit une hausse de 382 millions d'euros ou 2,3% sur base annuelle. Entre juin et septembre 2008, les ménages ont réduit leurs dépôts de 268 millions d'euros (-1,6%). Les dépôts des administrations publiques ont évolué à la baisse pendant l'année écoulée, affichant un poids relatif de 4,6% en fin de période. Les dépôts des sociétés d'assurance et les fonds de pensions ont évolué de manière favorable (43,1% sur un an) mais demeurent très volatiles ; ainsi, face à la hausse sur base annuelle on notera une réduction des encours de 8,8% entre juin et septembre 2008. Notons, que ces contreparties ont un poids très faible dans cette statistique (2,8%).

Tableau 19

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

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 - 2008/09		2008/06 - 2008/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	3 194	2 459	2 933	-261	-8,8	474	19,3	4,6
Secteur financier	31 956	33 951	35 338	3 383	10,6	1 388	4,1	55,8
Autres intermédiaires financiers	30 717	32 008	33 566	2 849	9,3	1 559	4,9	53,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 239	1 943	1 772	534	43,1	-171	-8,8	2,8
Secteur non financier	30 305	28 444	25 050	-5 254	-17,3	-3 394	-11,9	39,6
Sociétés non financières	13 737	11 226	8 100	-5 637	-41,0	-3 126	-27,8	12,8
Ménages & ISBLM	16 568	17 218	16 950	382	2,3	-268	-1,6	26,8
Total	65 454	64 854	63 322	-2132	-3,3	-1532	-2,4	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des dépôts.

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

Le coût des crédits offerts aux ménages et aux sociétés non financières de la zone euro par les IFM luxembourgeoises a nettement progressé au cours des neuf premiers mois de l'année 2008. Il en va de même pour la rémunération des dépôts.

Pour plus de clarté, rappelons qu'on entend par nouveaux contrats tous les nouveaux accords passés entre un agent économique (ménages ou sociétés non financières) et sa banque. Les nouveaux accords comprennent: tous les contrats et conditions financiers qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt associé au dépôt ou au crédit et toutes les renégociations des dépôts et des crédits existants.

On entend par encours, l'ensemble des dépôts placés par les agents économiques auprès des banques et l'ensemble des crédits accordés par les banques aux agents économiques. Un taux d'intérêt sur les encours correspond au taux d'intérêt moyen pondéré appliqué à l'encours de dépôts ou de crédits pour une catégorie d'instruments donnée, pour la période de référence. Il concerne l'ensemble des contrats en cours qui ont été conclus au cours des périodes antérieures à la date de déclaration. Les créances douteuses et les crédits destinés à la restructuration de dette accordés à des taux inférieurs à ceux pratiqués sur le marché ne sont pas inclus dans le champ des taux d'intérêt moyens pondérés sur les encours.

Le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable a progressé de 34 points de base entre décembre 2007 (4,83%) et septembre 2008 (5,17%), affichant malgré tout un léger fléchissement en fin de période (baisse de cinq points de base entre août et septembre). Le resserrement monétaire de 25 points de base opéré par l'Eurosystème le 9 juillet 2008 n'a produit aucun effet sur les nouveaux contrats de juillet et ne s'est que partiellement transmis aux nouveaux contrats d'août (+ 20 points de base entre juillet et août). En revanche, comme l'avait indiqué les principaux établissements bancaires, l'assouplissement survenu

le 15 octobre a été rapidement transmis au taux débiteurs. Ainsi, entre septembre (5,17%) et octobre 2008 (4,89%), la baisse du coût des crédits immobiliers a atteint 28 point de base. Suivant les informations fournies par ces établissements, l'assouplissement monétaire du 12 novembre sera également transmis aux taux débiteurs. Le coût moyen de l'encours de crédits (de maturité initiale supérieure à cinq ans) est passé de 4,96% en décembre 2007 à 5,18% en septembre 2008. Entre juillet et août, c'est-à-dire juste après le resserrement des conditions de financement de l'Eurosystème, le coût moyen des crédits immobiliers s'appréciait de 14 points de base, ce qui demeure inférieur au resserrement de 25 points de base. En revanche, entre septembre et octobre 2008 (4,99%), la baisse de 19 points de base vient confirmer les observations faites précédemment. L'environnement financier défavorable, laisse supposer que les deux assouplissements monétaires du 15 octobre et du 12 novembre 2008 (100 points de base au total) seront assez rapidement et intégralement, répercutés par les banques luxembourgeoises, tel que cela a été communiqué. Ainsi sur base d'information des banques les plus actives dans ce domaine sur la place financière, les deux baisses de taux d'intérêts précitées ont été répercutées entièrement aux clients pour les prêts immobiliers (100 points de base), dont 50 points de base au début de décembre 2008.

En ce qui concerne le coût des nouveaux crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, celui-ci ne s'est apprécié que de 13 points de base entre décembre 2007 (6,29%) et octobre 2008 (6,42%). Le taux moyen de l'encours ressort à 5,65% en octobre 2008, en hausse de 14 points de base par rapport à décembre 2007 (5,51%).

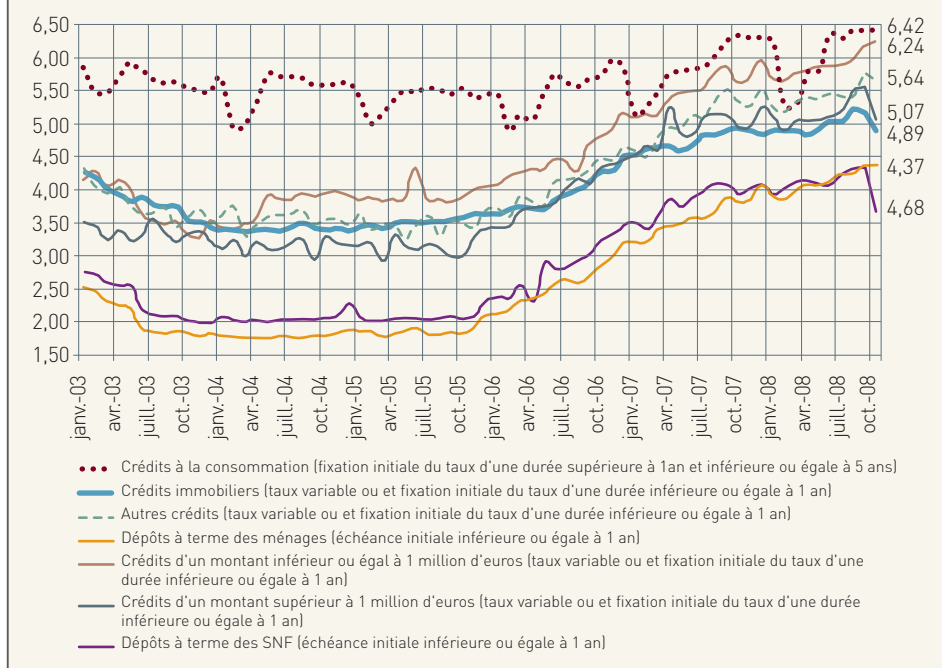
La catégorie des nouveaux crédits à taux variable, qui ne sont destinés ni à un investissement immobilier, ni à la consommation, a vu son coût progresser de 22 points de base entre décembre 2007 (5,52%) et septembre 2008 (5,74%). Toutefois, entre novembre 2007 (5,26%) et décembre 2007 (5,52%), ces derniers se sont adjugés une hausse de 26 points de base alors même qu'aucune modification des conditions de financement de l'Eurosystème n'a eu lieu. En fait, cette hausse correspondant à la répercussion des très fortes tensions sur les taux à court terme du marché. Néanmoins, entre septembre (5,74%) et octobre (5,64%) 2008, les taux des nouveaux

contrats se sont nettement détendus. Le coût moyen de l'encours sous cette catégorie ressort néanmoins en hausse de 35 points de base entre décembre 2007 (5,42%) et octobre 2008 (5,76%).

Les conditions de financement offertes aux sociétés non financières ont progressé de 20 points de base pour les montants inférieurs à un million d'euros et de 30 points de base pour les montants supérieurs à un million d'euros. Elles passent de respectivement 5,95% et 5,25% à 6,15% et 5,55% entre décembre 2007 et septembre 2008. Entre septembre et octobre 2008, seule la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros a vu son taux baisser de 48 point de base, pour atteindre 5,07%. Sous la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros, la hausse s'est poursuivie, atteignant neuf points de base (à 6,24% en octobre). Les taux moyens de l'encours ressortent en hausse de

Graphique 22

Évolution des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs offerts par les banques luxembourgeoises sur la période janvier 2003 – septembre 2008 (nouveaux contrats)



Source: BCL

40 points de base entre décembre 2007 (5,55%) et septembre 2008 (5,95%) pour des maturités inférieures à un an et de 23 points de base (5,33% à 5,56%) pour des maturités supérieures à cinq ans. Seules les maturités comprises entre un et cinq ans voient leur coût moyen diminuer de 10 points de base, passant de 5,04% à 4,94% sur cette période. Entre septembre et octobre 2008, toutes les catégories étaient en baisse.

La rémunération des nouveaux contrats de dépôts des ménages était en progression de 28 points de base entre décembre 2007 (4,07%) et septembre 2008 (4,35%). Cette hausse est liée à celle des taux courts du marché sur la période considérée. La rémunération des nouveaux contrats de dépôts des sociétés non financières était en hausse de 26 points de base sur cette période, passant de 4,07% à 4,33%. Entre septembre et octobre 2008, la rémunération des dépôts des ménages progressait encore de deux points de base (à 4,37%), tandis que celle des dépôts des sociétés non financières baissait de 64 points de base (3,68%)

2.7.5 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

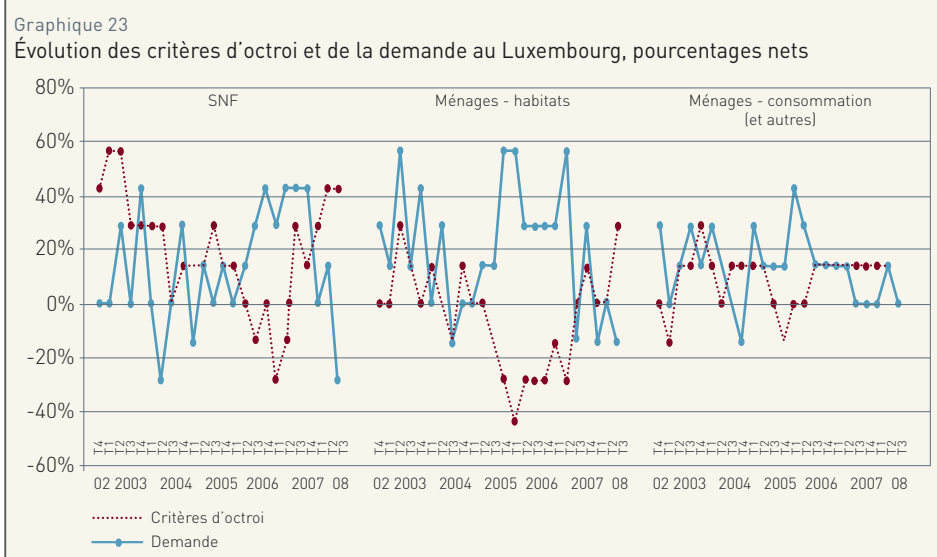
L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande. Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en «pourcentages nets» dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire: pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement ; pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse.

Les données les plus récentes datent du troisième trimestre 2008 ; comme pour les quatre trimestres précédents, cette enquête comprenait plusieurs questions supplémentaires afin de permettre à l'Eurosystème d'évaluer l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi et sur l'accès au financement des banques.


Par rapport au passé, les derniers résultats obtenus au Luxembourg sont un peu plus en ligne avec ceux de la zone euro dans son ensemble. Plus particulièrement, les résultats font apparaître un durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers ; alors qu'on ne peut guère parler d'un durcissement généralisé, ce résultat est peu propice par rapport aux développements favorables du passé.

Quant à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement, la situation s'est dégradée par rapport aux trimestres précédents, au Luxembourg comme dans la zone euro dans son ensemble.

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



Source: BCL



Entreprises: Pour le troisième trimestre 2008, les sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont encore signalé un durcissement net des critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux entreprises (à +43%, soit l'équivalent de trois banques) ; les grandes entreprises en particulier sont concernées. À rappeler que les résultats ne sont pas pondérés par la part des encours de chaque banque dans l'ensemble des crédits octroyés. Une des sept banques de l'échantillon n'octroie d'ailleurs pas de crédits aux entreprises implantées au Luxembourg. On ne peut donc guère parler d'un durcissement généralisé des critères d'attribution appliqués aux crédits aux entreprises situées au Luxembourg.

Dans la zone euro, les pourcentages nets relatifs aux critères d'attribution appliqués aux entreprises s'inscrivent à des niveaux très élevés depuis cinq trimestres. Si les perturbations de marché ont continué à exercer un effet durcissant sur les critères d'octroi, d'autres éléments explicatifs - tels les coûts liés aux fonds propres ou encore les perceptions de risques - ont également contribué au durcissement précité qui s'est d'ailleurs traduit sur les marges des banques, notamment sur les marges appliquées aux prêts plus risqués.

L'orientation globale de la demande nette des entreprises a chuté au Luxembourg, passant de +14% au deuxième trimestre à -29% au troisième ; la demande nette s'est également repliée davantage dans la zone euro. La détérioration de la demande nette au Luxembourg découle principalement d'un besoin de financement affaibli lié aux investissements en capital fixe et aux fonds de roulement, ainsi qu'aux fusions, acquisitions et aux restructurations d'entreprises.

Ménages pour habitat: Un durcissement net des critères d'octroi (à +29%) a été enregistré au Luxembourg lors de la dernière enquête. Effectivement, par rapport aux trimestres précédents, ces résultats sont peu propices. Cependant, il est indiqué de préciser qu'il ne s'agit pas d'un durcissement généralisé des critères d'attribution appliqués aux crédits à l'habitat. Les +29% correspondent à deux banques de l'échantillon et les quatre¹⁶ autres banques n'ont pas modifié leurs critères ; comme indiqué ci-dessus, les résultats ne sont d'ailleurs pas pondérés. Dans tous les cas, par rapport à la zone euro, la situation demeure nettement plus optimiste ; en effet, les pourcentages nets de la zone euro relatifs à l'évolution des critères d'octroi immobiliers se sont établis à un nouveau sommet au troisième trimestre. Si on compare les résultats des trimestres précédents, on voit clairement que les durcissements nets successifs enregistrés au niveau de la zone euro dans son ensemble témoignent d'une évolution considérablement moins propice qu'au Luxembourg.

Les perturbations de marché n'ont toutefois guère eu d'incidence sur les critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux ménages par les banques situées au Luxembourg. Le durcissement signalé par les banques serait plutôt lié aux perceptions de risques accrus découlant des prévisions concernant l'activité économique générale et, dans une moindre mesure, des perspectives sur le marché immobilier.

Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont également moins propices qu'au trimestre précédent : si la demande nette demeura inchangée au deuxième trimestre, elle fut légèrement négative au troisième. Cette évolution serait attribuable, à une détérioration continue des perspectives sur le marché du logement. S'agissant de la demande nette de la zone euro, celle-ci a atteint son creux historique au troisième trimestre.

Ménages pour consommation (et autres): Les résultats du troisième trimestre indiquent qu'en net les critères d'attribution relatifs aux crédits à la consommation (et autres) sont restés inchangés. Pour ce qui est de l'échantillon de la zone euro, le durcissement net enregistré au troisième trimestre est le plus important depuis le début de l'enquête en 2002.

S'agissant de la demande nette, elle est restée inchangée au Luxembourg ; dans la zone euro, elle a atteint un nouveau creux historique.

¹⁶ À noter qu'une des sept banques de l'échantillon luxembourgeois n'octroie cependant pas de crédits immobiliers, ni de crédits à la consommation.

Incidences des perturbations de marché sur l'accès au financement des banques.

La dernière enquête comprenait plusieurs questions relatives à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement des banques. Au Luxembourg comme dans la zone euro dans son ensemble, l'accès au financement s'est détérioré par rapport au trimestre précédent. Cependant, seulement trois des sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué avoir rencontré des difficultés à se refinancer. Ces difficultés se sont répercutées sur les montants que ces banques sont disposées à prêter, ainsi que sur leurs marges. L'incidence des turbulences de marché sur les fonds propres des banques, ainsi que sur leur propension à accorder des prêts, demeure très faible au Luxembourg. Les banques de l'échantillon de la zone euro ont cependant signalé une incidence sur leurs fonds propres et, dans une moindre mesure, sur leur propension à accorder des crédits.

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

Si les résultats du 2^e trimestre 2008, marqués par un recul modéré du résultat avant provisions de 1,3%, laissaient encore espérer que les banques luxembourgeoises seraient, dans leur ensemble, plus ou moins épargnées par les effets perturbateurs de la crise de l'immobilier américain sur les marchés financiers internationaux, les chiffres du 3^e trimestre de l'année en cours révèlent que tel n'a pas été le cas. Les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé, sur base des chiffres provisoires actuellement disponibles, un résultat avant provisions de 3 715 millions d'euros au 30 septembre 2008. Ceci représente une régression de 17,8% par rapport à fin septembre 2009 où le résultat avant provisions s'était élevé à 4 520 millions d'euros.

Tableau 20

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédits luxembourgeois¹⁾²⁾


	Rubrique des débits et des crédits	2007/09	2008/09	Variation annuelle	
				en termes bruts	en pourcent
1	Produits d'intérêts	42 829	44 510	1 681	3,9
2	Intérêts bonifiés	39 132	39 588	456	1,2
3	Marge sur intérêt	3 697	4 922	1 225	33,1
4	Revenus nets sur commissions	3 030	2 859	-171	-5,6
5	Autres revenus nets	931	-695	-1 626	-174,7
6	Revenus hors intérêts	3 961	2 164	-1 797	-45,4
7	Produit bancaire	7 658	7 086	-572	-7,5
8	Frais de personnel	1 713	1 855	142	8,3
9	Frais d'exploitation	1 250	1 334	84	6,8
10	Frais de personnel et d'exploitation	2 963	3 189	226	7,6
11	Amortissements sur immobilisé non financier	175	181	6	3,6
12	Résultat avant provisions, dépréciations et impôts	4 520	3 715	-805	-17,8

Source: BCL

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

²⁾ Résultats des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois.

Fin septembre 2008, la marge sur intérêts s'est élevée à 4 922 millions d'euros, en hausse de 33,1%, soit 1 225 millions d'euros, par rapport au 30 septembre 2007. Dans un environnement d'affaires marqué par une crise de confiance générale, la situation excédentaire en liquidités du secteur bancaire luxembourgeois a permis de générer d'importants revenus par l'activité de crédit. La progression de 21% (38 253 millions d'euros) des créances sur la clientèle illustre cela parfaitement. Les dividendes perçus ont augmenté de 39,7% sur la période considérée. Ces 1 277 millions d'euros représentent une part relative de 25,9% de la marge sur intérêts, contre 24,7% l'année précédente. Par ailleurs, le double relèvement des taux directeurs de la BCE de 25 points de base au 13 juin 2007 et au 9 juillet 2008 a aussi contribué aux variations relatives de 3,9% et 1,2% des produits d'intérêts et des intérêts bonifiés.



La catégorie des revenus nets sur commissions a subi une baisse de 5,6%. L'évolution des marchés financiers et le recul subséquent de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois, à hauteur de 262,4 milliards d'euros (-12,7%) entre septembre 2007 et septembre 2008, influent directement cette catégorie de revenus. En effet, les commissions perçues par les établissements de crédit pour leurs services de banque dépositaire et/ou d'administration centrale sont déterminés en fonction de la valeur nette d'inventaire des OPC.

Cependant, ce recul a pu être partiellement compensé, car les périodes de haute volatilité des prix sur les marchés financiers se caractérisent également par un nombre accru de transactions de la part des investisseurs ce qui a été bénéfique pour les revenus sur commissions des banques. Ainsi, le volume des parts d'OPC luxembourgeois négociées lors des trois premiers trimestres 2008 a atteint 1 454 milliards d'euros, soit de 39,2%, supérieur à celui observé à la même période, une année plus tôt.

Les établissements de crédit de la place financière ont fait état d'une baisse de 1 626 millions d'euros sur le poste des autres revenus nets, au 30 septembre 2008. Cette régression reflète notamment l'évolution à la baisse des marchés financiers et les variations de valeur subséquentes des titres comptabilisés par les banques dans leur portefeuille de négociation.

La belle progression de la marge sur intérêts a été plus que neutralisée par la mauvaise performance des établissements de crédit dans le domaine des revenus hors intérêts. Sur les neuf premiers mois de l'année en cours, le produit bancaire, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, a baissé de 572 millions d'euros, soit de 7,5%, pour atteindre 7 086 millions d'euros.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont procédé à une création nette de 1 442 emplois, ce qui représente une progression de 5,6% en comparaison annuelle. Les frais de personnel n'ont évolué avec +8,3% que légèrement plus rapidement. Plus globalement, les frais de personnel et d'exploitation ont évolué en hausse de 226 millions d'euros soit 7,6% sur la période considérée, témoignant ainsi de mesures déjà prises pour maîtriser les coûts.

Sous l'impact de la hausse de 3,6% des frais généraux administratifs et des amortissements sur immobilisé non financier, le résultat avant provisions s'est détérioré de 805 millions d'euros, soit 17,8%, comparé aux trois premiers trimestres 2007, pour atteindre un niveau de 3 715 millions d'euros au 30 septembre 2008.

Les banques luxembourgeoises dans leur ensemble n'ont pas échappé aux ravages de la crise financière, comme leurs résultats en baisse le révèlent manifestement. Considérant que certains événements, notamment le sursis de paiement des banques islandaises placées sous gestion contrôlée, intervenus après la fin du 3^e trimestre, et l'entrée en récession de nombreuses économies développées, vont à l'encontre d'un redressement notable des indices boursiers, il y a peu d'espoir que les résultats du dernier trimestre de l'an 2008 ne viennent redresser cette situation.

D'après les chiffres provisoires actuellement disponibles, les établissements de crédit ont procédé à des constitutions nettes de provisions en hausse de 84,6% par rapport au 30 septembre 2007. Après déduction de la charge d'impôt, en baisse de 19,2%, le résultat net provisoire a régressé de 37,7% en comparaison annuelle atteignant un niveau de 2 012 millions d'euros à la fin du 3^e trimestre 2008.

Tableau 21

Compte de profits et pertes agrégé – décumulé – en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois¹⁾²⁾

	Rubrique des débits et des crédits	2008/03	2008/06	2008/09	Variation du 1er au 2e trimestre en pourcent	Variation en termes bruts	Variation du 2e au 3e trimestre en pourcent	Variation en termes bruts
1	Produits d'intérêts	16 949	13 683	13 877	-19,3	-3 266	1,4	194
2	Intérêts bonifiés	15 279	11 881	12 429	-22,2	-3 398	4,6	548
3	Marge sur intérêt	1 671	1 803	1 449	7,9	132	-19,6	-354
4	Revenus nets sur commissions	1 023	955	881	-6,6	-68	-7,8	-74
5	Autres revenus nets	-92	21	-624	-122,4	113	-3 131,6	-644
6	Revenus hors intérêts	931	976	257	4,8	45	-73,6	-719
7	Produit bancaire	2 602	2 779	1 706	6,8	177	-38,6	-1 073
8	Frais de personnel	634	591	630	-6,8	-43	6,6	39
9	Frais d'exploitation	423	451	461	6,7	28	2,2	10
10	Frais de personnel et d'exploitation	1 057	1 042	1 091	-1,4	-15	4,7	49
11	Amortissements sur immobilisé non financier	69	52	60	-24,2	-17	14,3	8
12	Résultat avant provisions, dépréciations et impôts	1 475	1 689	551	14,5	214	-67,4	-1 138

Source: BCL

¹⁾ Les montants sont exprimés en millions d'euros; en fin de période. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.²⁾ Résultats des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois.

Un regard sur la variation trimestrielle du résultat du secteur bancaire pendant l'année en cours révèle un exercice relativement bon au deuxième trimestre, suivi d'un déclin de toutes les catégories de revenus bancaires au troisième trimestre. Sous l'effet d'une croissance plus prononcée des intérêts bonifiés (+4,6%) par rapport à celle des produits d'intérêts (+1,4%), la marge sur intérêt a diminué de 19,6%. Alors que les revenus nets sur commissions n'ont régressé que modérément, la catégorie des autres revenus nets a subi une baisse significative de 644 millions d'euros. Il faut cependant rappeler que suite à l'adoption des normes comptables IAS/IFRS et à l'application du principe de la « juste valeur », ce poste est soumis à d'importantes oscillations en cas de fluctuations des prix sur les marchés financiers. Ainsi, du deuxième au troisième trimestre 2008, le produit bancaire a diminué de 1 073 millions d'euros, soit 38,6%. Suite aux hausses respectives des frais de personnel et d'exploitation ainsi que des amortissements sur actifs immobiliers non-financiers de 4,7% et 14,3%, le résultat avant provisions a baissé de 1 138 millions d'euros, soit de 67,4% entre les deuxième et troisième trimestre 2008.

2.7.7 LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

L'évolution en nombre des OPC

Au cours des neuf premiers mois de l'année 2008, le rythme de croissance de la création d'OPC s'est accéléré avec la création de 454 nouvelles entités contre 263 au cours de la même période de l'année précédente. Ainsi, au 30 septembre 2008, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC luxembourgeois s'élève à 3 322 contre 2 868 au 31 décembre 2007. Parallèlement au développement des unités, le nombre total des compartiments s'est également accru de 1 119 unités portant ainsi le nombre total d'unités actives sur la place financière à 12 234 unités au 30 septembre 2008.

Le rythme soutenu de la création nette d'unités au Luxembourg confirme l'attrait de la place financière dans le domaine de la gestion d'actifs qui s'explique notamment par la compétitivité et la compétence que cette dernière a acquises au cours des deux dernières décennies.

L'évolution de la valeur nette d'inventaire (VNI)

Contrairement au nombre d'entités, le patrimoine global net des OPC a connu un recul considérable pendant l'année en cours. En effet, entre le 31 décembre 2007 et le 30 septembre 2008 le volume des actifs sous gestion a diminué de 262 699 millions d'euros pour s'établir à 1 796 696 millions d'euros affichant ainsi une baisse de 12,8%. Ainsi, le patrimoine global net des OPC retombe donc au niveau de novembre 2006.

La baisse de la valeur nette d'inventaire au cours des neuf premiers mois de l'année 2008 s'explique essentiellement par une évaluation moindre des actifs sous gestion. L'effet de marché observé depuis le début de l'année en cours se matérialise par une baisse de 271 726 millions d'euros de la valeur nette d'inventaire globale. En effet, bien que l'apport net total en capital en cours d'année soit nettement inférieur à celui observé au cours de la même période de l'année précédente, il reste néanmoins positif avec 9 028 millions d'euros contre 153 949 millions d'euros pendant la même période observée en 2007.

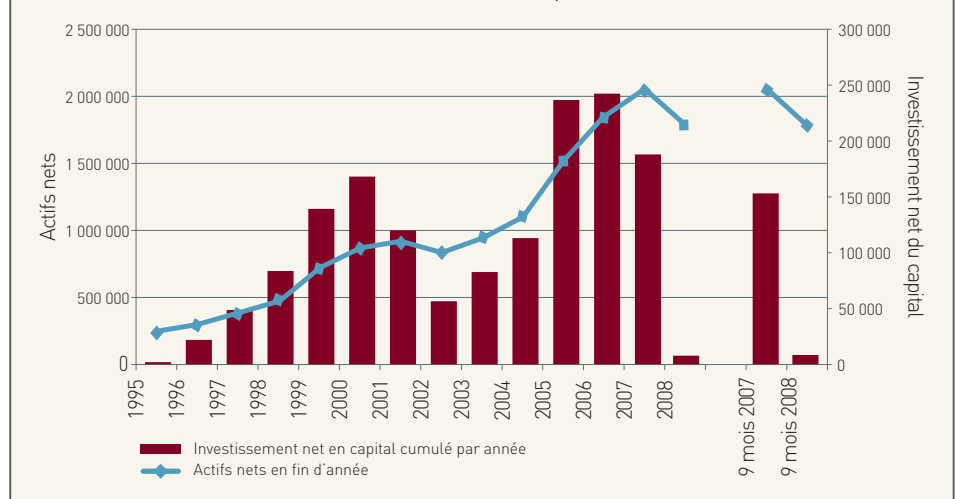
Dans ce contexte on notera un désinvestissement important au cours des mois de juin et de septembre 2008. Le désinvestissement observé au cours du mois de juin 2008 s'explique par l'effet combiné de deux facteurs ; d'une part, un effet saisonnier puisque, à quelques exceptions près, le mois de juin est traditionnellement un mois qui se caractérise par un apport net en capital moins important et d'autre part, par une accentuation de cet effet saisonnier par la mauvaise tenue des marchés boursiers. En effet, au cours du mois de juin 2008 les effets de la crise subprime aux États-Unis ont eu un impact important à la baisse sur les principaux indices boursiers mondiaux. Par la suite, la situation délicate, voire alarmante, sur les principaux marchés boursiers a incité nombre d'investisseurs à vendre les parts détenus dans certaines catégories d'OPC pour investir leurs avoirs dans d'autres catégories d'OPC et/ou des dépôts en banque. Sur la période de septembre 2007 à septembre 2008, on notera donc un désinvestissement important de 58 145 milliards d'euros pour les fonds à revenu variable et de 56 867 milliards d'euros pour les fonds à revenu fixe soient. Sur l'année, ce désinvestissement a été compensé par un investissement important dans les fonds monétaires de 71 871 milliards d'euros et de 60 487 milliards d'euros dans le fonds mixtes. Ainsi, entre les 30 septembre 2007 et 2008, l'investissement net en capital demeure positif avec un total 43 567 millions d'euros.

Toutefois, l'apport net en capital positif a été accompagné par un important effet de marché négatif en cours d'année sous revue ; ainsi, de septembre 2007 à septembre 2008, l'impact de la variation des marchés financiers sur la valeur nette d'inventaire globale se chiffre à 306 014 millions d'euros. Cet impact se matérialise de manière différente sur les diverses catégories d'OPC. D'une part, les OPC monétaires affichent un impact positif de 80 853 million d'euros, ce qui s'explique par le fait que cette catégorie d'OPC investit principalement dans des dépôts bancaires et dans des valeurs mobilières à revenu fixe dont l'échéance initiale et/ou résiduelle est inférieure ou égale à 12 mois. Il s'ensuit que les perturbations sur les marchés financiers n'affectent que peu cette catégorie d'OPC. De plus, les variations des marchés ont également eu un impact positif de 28 805 millions d'euros sur la valeur nette d'inventaire des OPC ayant adopté une stratégie d'investissement mixte. Cette catégorie d'OPC tire avantage de la diversité de ses investissements qui permet en effet de compenser les moins values générées par certains actifs par les plus values générées par d'autres actifs. D'autre part, les OPC investissant principalement dans des valeurs mobilières à revenu fixe affichent une baisse de 65 443 millions d'euros à la suite de la moindre évaluation des actifs. Les OPC investissant principalement en valeurs mobilières à revenu variable, qui sont particulièrement sensibles aux fluctuations de prix des actifs financiers, subissent de plein fouet l'impact des variations négatives des marchés financiers au cours des derniers mois. Ainsi, l'impact négatif de la variation des marchés financiers sur leur valeur nette d'inventaire se chiffre à 290 228 millions d'euros. La valeur nette d'inventaire des autres OPC, quant à elle, recule de 16 435 millions d'euros en raison de la variation des marchés financiers.

Finalement, il importe de mentionner que les données actuellement disponibles sont celles au 30 septembre 2008. Or, le mois d'octobre 2008 a vu des développements considérables sur les marchés financiers qui se sont davantage orientés vers la baisse puisque, en sus de la crise sur les marchés financiers, le ralentissement économique s'est confirmé dans les principales économies mondiales. Certaines économies de la zone euro sont entrées en récession générant ainsi dans le chef des investisseurs une crise de confiance qui pousse ces derniers à désinvestir et rechercher des investissements moins risqués. Cette hypothèse se voit notamment confirmée par le succès qu'a connu l'emprunt lancé par l'État luxembourgeois.

Graphique 24

Évolution des actifs nets et de l'investissement net en capital (en millions d'euros)



Source: CSSF

Ainsi, durant le mois d'octobre 2008, la valeur nette d'inventaire des actifs sous gestion a encore baissé de 149 668 millions d'euros pour s'établir à 1 647 028 millions d'euros. Cette baisse s'explique d'une part par le retrait net de capital de 69 108 millions d'euros et d'autre part par l'impact de la variation des marchés financiers de 80 558 millions d'euros. Dans ce contexte, il n'est pas à exclure que les mois à venir se caractérisent par une baisse additionnelle de la valeur nette d'inventaire globale des OPC luxembourgeois en raison d'une part d'une moindre évaluation des actifs et d'autre part en raison d'un retrait en capital de la part des investisseurs.

Tableau 22

Évolution de la situation globale des OPC luxembourgeois

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de compartiments	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾	Variation des marchés financiers ^{2) 3)}	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
1	2	3	4	5	6	7	8
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 853	53 847	6,2
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 253	-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
2007							
janvier	2 260	9 563	1 895 810	30 749	20 211	312 566	19,7
février	2 278	9 637	1 908 707	29 083	-16 186	270 601	16,5
mars	2 248	9 680	1 927 360	6 378	12 275	252 100	15,0
avril	2 276	9 793	1 966 996	22 233	17 403	264 757	15,6
mai	2 302	9 900	2 024 662	21 578	36 088	366 985	22,1
juin	2 352	10 042	2 047 022	20 598	1 762	394 896	23,9
juillet	2 407	10 194	2 052 977	23 771	-17 816	373 459	22,2
août	2 460	10 336	2 035 294	166	-17 849	327 888	19,2
septembre	2 501	10 415	2 059 144	-607	24 457	326 114	18,8
octobre	2 618	10 644	2 123 519	24 630	39 745	342 402	19,2
novembre	2 761	10 924	2 063 797	6 860	-66 582	264 272	14,7
décembre	2 868	11 115	2 059 395	3 049	-7 451	214 545	11,6
2008							
janvier	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9
février	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7
avril	3 083	11 602	1 964 076	17 993	50 638	-2 920	-0,1
mai	3 105	11 716	1 996 959	15 709	17 174	-27 703	-1,4
juin	3 153	11 797	1 902 092	-15 346	-79 521	-144 930	-7,1
juillet	3 220	11 964	1 896 357	9 644	-15 379	-156 620	-7,6
août	3 284	12 110	1 917 993	3 149	18 487	-117 301	-5,8
septembre	3 322	12 234	1 796 696	-28 362	-92 934	-262 448	-12,7

Source: CSSF

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

²⁾ Montants cumulés par année sauf données mensuelles pour 2007 et 2008.

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

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Entre le 31 décembre 2007 et le 30 septembre 2008, le nombre de compartiments monétaires a augmenté de 2 unités passant ainsi de 463 à 465 unités. Notons que le nombre de compartiments est cependant moins stable que ne le suggère cette augmentation de 2 unités. Fin mars le nombre de compartiments s'élevait à 473 pour retomber au courant des mois suivants à 465 unités fin septembre 2008.

La somme de bilan

Au 30 septembre 2008, la somme de bilan des OPC monétaires s'est élevée à 326 595 millions d'euros, ce qui correspond à une hausse de 72 954 millions, soit 28,76 %, pour l'année en cours.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont fortement orientés vers les dépôts en banque ainsi que les titres monétaires ou les titres de créance ayant une échéance résiduelle inférieure à 12 mois. Ainsi au 30 septembre 2008, le portefeuille de titres autres que des actions représentait 72,2% (contre 77% le trimestre précédent) des actifs et les créances sur les établissements de crédits représentaient 25,3% (contre 21,1% le trimestre précédent) des actifs. Dans ce contexte, on notera particulièrement que la part relative du portefeuille titres autres que des actions a diminué de 77,5% en septembre 2007 à 72,2% en septembre 2008 alors que les créances bancaires ont augmenté en parallèle de 19,6% à 25,3%.

Cette réorientation des investissements, déjà observée lors du trimestre précédent, doit être analysée à la lumière des développements survenus sur les marchés financiers internationaux au cours de cette même période ; en effet, face à l'incertitude sur les marchés financiers et suite aux taux d'intérêts sur les marchés monétaires relativement élevés au cours de la période observée (septembre 2007 à septembre 2008), les OPC monétaires ont davantage orienté leurs investissements vers les placement bancaires. Précisons qu'en octobre et en novembre 2008, l'Eurosystème a baissé de 1% les taux directeurs et que ce relâchement des taux directeurs pourrait par la suite altérer la répartition entre placements bancaires et investissements en titres. Il convient également de noter que l'accroissement des placements bancaires ne se fait pas au détriment des investissements en titres ; le portefeuille de titres autres que des actions a augmenté de 23,8% au cours des douze mois passés alors que le portefeuille de créances a également augmenté de 71,4% au cours de la même période. Ainsi, cette réorientation des investissements s'opère principalement par le biais de l'apport net en capital dans les OPC monétaires.

Tableau 23


Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires

(en millions d'euros, sauf indication contraire ; encours en fin de période)

Émetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif d'euros	
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 - 2008/09		2008/06 - 2008/09		2008/09	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géographique ²⁾
Émetteurs résidents	4 981	5 276	4 871	-109	-2,2	-405	-7,7	2,1	100,0
Établissements de crédit	2 903	3 239	3 199	296	10,2	-41	-1,3	1,4	65,7
Administrations publiques	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Autres secteurs	2 078	2 037	1 672	-406	-19,5	-364	-17,9	0,7	34,3
Autres intermédiaires financiers	975	1 596	1 224	249	25,5	-372	-23,3	0,5	25,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	82	95	103	21	25,2	7	7,9	0,0	2,1
Sociétés non financières	1 021	346	346	-675	-66,1	0	0,0	0,1	7,1
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Émetteurs des autres pays de la zone euro	87 576	108 580	112 743	25 167	28,7	4 164	3,8	47,8	100,0
Etablissements de crédit	49 720	70 470	71 623	21 902	44,1	1 153	1,6	30,4	63,5
Administrations publiques	8 250	7 547	10 395	2 145	26,0	2 848	37,7	4,4	9,2
Autres secteurs	29 605	30 563	30 726	1 120	3,8	163	0,5	13,0	27,3
Autres intermédiaires financiers	15 645	16 304	17 641	1 996	12,8	1 337	8,2	7,5	15,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 142	1 307	1 423	282	24,7	116	8,9	0,6	1,3
Sociétés non financières	12 818	12 944	11 661	-1 157	-9,0	-1 283	-9,9	4,9	10,3
Ménages et ISBLM	0	8	0	0	-	-8	-	-	-
Émetteurs du reste du monde	97 848	116 010	118 005	20 156	20,6	1 995	1,7	50,1	100,0
Etablissements de crédit	46 700	79 160	81 568	34 868	74,7	2 407	3,0	34,6	69,1
Administrations publiques	1 450	3 231	3 646	2 195	151,3	414	12,8	1,5	3,1
Autres secteurs	49 698	33 619	32 791	-16 907	-34,0	-827	-2,5	13,9	27,8
Total	190 405	229 866	235 619	45 214	23,7	5 753	2,5	100,0	100,0

Sources: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions.²⁾ Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions émis par des résidents de la zone géographique concernée.



Le portefeuille de titres autres que des actions est principalement investi dans des titres émis par des établissements de crédit (66,4%) et des titres émis par des émetteurs du secteur privé non bancaire (27,7%) alors que le secteur public n'intervient que pour une faible part (6%). Dans ce contexte, on notera que la part relative des titres émis par des établissements de crédit dans le portefeuille de titres autres que des actions a nettement augmenté au cours des 12 derniers mois pour passer de 52,2% à 66,4% ou, en termes bruts, de 99 323 à 156 389 millions d'euros. Ce développement reflète les besoins accrus de fonds des établissements de crédit au cours de la période sous revue ainsi que les rendements importants sur les marchés monétaires.

En ce qui concerne la ventilation sectorielle des investissements par zone géographique, on remarquera la forte concentration sur le secteur financier pour ce qui est titres autres que des actions émis par des résidents. Ainsi les investissements dans des titres émis par des établissements de crédit et d'autres intermédiaires financiers luxembourgeois s'élèvent à 4 423 millions d'euros soit 90,8% du volume total des titres émis par des résidents et détenus dans le portefeuille des OPC monétaires. Notons encore que par rapport au deuxième trimestre 2008, les titres autres que des actions émis par des résidents ont baissé de 412 millions d'euros.

Les investissements dans des titres autres que des actions émis par des résidents des autres pays membres de la zone euro présentent des caractéristiques similaires avec une forte concentration sur les secteurs des établissements de crédit et des autres intermédiaires financiers.

Finalement, il convient de noter que les investissements dans des titres émis par des administrations publiques des pays membres de la zone euro ont connu une hausse de 2 848 millions d'euros par rapport au trimestre précédent. S'il y a eu dans le passé des efforts de réduction des déficits et des dettes publiques dans la zone euro, cette tendance est en train de changer en regard des interventions multiples des différents États pour contrer les effets négatifs de la crise financière et de la baisse de l'activité économique.

2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le ralentissement de la conjoncture économique au niveau international s'est répercuté sur les exportations du Luxembourg, dont le taux de croissance annualisé a reculé à 5% (pour atteindre 9,4 milliards d'euros) sur les trois premiers trimestres de 2008 contre 6,6% sur la même période de 2007. Le taux de croissance des importations s'est par contre accéléré à 7,7% (pour atteindre 13,2 milliards) sur les trois premiers trimestres de 2008, contre 5,6% sur la même période de 2007. La croissance des importations ayant dépassé celle des exportations, le déficit du commerce extérieur s'est aggravé de 14% en s'établissant à 3,8 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008.

En termes de volumes, les données disponibles sur le premier semestre 2008 montrent que les importations ont baissé de 5,6% alors que les exportations se sont réduites de 1,8%. Le différentiel de croissance en termes nominaux provient donc d'une évolution défavorable des prix relatifs. L'indice des valeurs unitaires à l'importation s'est ainsi accru de 11% au premier semestre 2008 comparé à une hausse de 5% pour les valeurs unitaires à l'exportation. Il en résulte, comme pour la zone euro, une importante détérioration des termes de l'échange qui est à la base de la hausse du déficit commercial du Luxembourg.

La ventilation par catégorie de biens montre que le ralentissement de la croissance des exportations provient de la réduction des ventes de machines et équipements (-13%), de boissons et tabac (-2%) et d'articles manufacturés divers (-3%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique quant à elle que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 6%. Par contre, les livraisons vers les principales destinations hors zone euro ont soit stagné (celles à destination des États-Unis), soit reculé (cas des livraisons vers l'Asie).

La hausse des importations est due en grande partie aux fournitures de produits pétroliers dont la facture a fortement augmenté (+39%) sur les trois premiers trimestres de 2008. À cela s'ajoute la hausse en valeur des importations de produits chimiques et connexes (+11%), de produits alimentaires (+9%), ainsi que de consommations intermédiaires (+9%). Les baisses n'ont affecté que les fournitures de matériel de transport (-6%) et de machines et équipements (-6%). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89% de toutes les importations) ont progressé de 11%, alors que les fournitures en provenance des États-Unis et des pays d'Asie ont fortement baissé.

2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

2.9.1 Le compte courant

Au premier semestre 2008 le compte courant du Luxembourg s'est soldé par un excédent d'un milliard d'euros, soit une légère baisse de 1,2% par rapport au niveau atteint sur la même période de 2007. Cette quasi-stabilité s'explique par le fait que l'aggravation des déficits dans les marchandises et dans les transferts courants a été neutralisée par l'amélioration des soldes dans les services et dans les revenus. Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années (+18% au premier semestre 2007), le taux de croissance de l'excédent des services s'est toutefois fortement ralenti au premier semestre de 2008 (+3% à 10 milliards d'euros). Ce ralentissement brutal est lié à l'évolution des services financiers. Ceux-ci ont en effet enregistré un surplus en hausse de 1,2% à 7,7 milliards au premier semestre 2008, comparé à un taux de progression de 21% sur la même période de 2007. Cette moins bonne performance des services financiers est directement liée aux turbulences observées sur les marchés financiers internationaux. S'agissant de l'excédent des autres activités de services, il a progressé de 10% sur les six premiers mois de 2008, sous l'impulsion des activités de transport, de communication et de services aux entreprises.

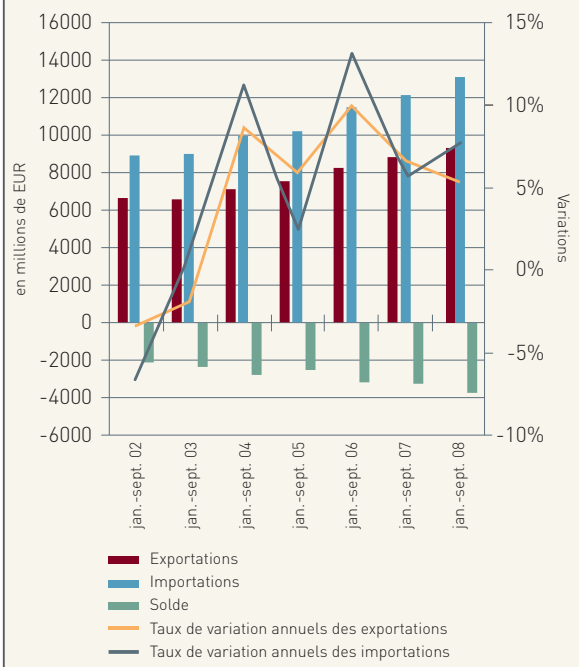
Concernant les trois autres principales balances partielles, à savoir les marchandises, les transferts courants et les revenus, l'on note une aggravation des déficits pour les deux premières rubriques, tandis qu'une légère résorption a été observée dans le déficit des revenus. La hausse de 15% dans le déficit des marchandises, qui a atteint 1,7 milliard d'euros au premier semestre de 2008, provient à la fois d'une chute de l'excédent des transactions sur or non-monnaire et d'une hausse du déficit des marchandises générales. L'augmentation du déficit des transferts courants résulte quant à elle en grande partie des revenus monétaires réalloués au sein de l'Eurosystème. Le léger recul (-1,6%) du déficit des revenus s'explique essentiellement par la baisse du déficit des revenus d'investissements, dans un contexte de croissance continue (+14%) de la rémunération nette des frontaliers.

2.9.2 Le compte financier

Le compte financier s'est soldé par une exportation nette de capitaux d'environ 2 milliards d'euros au cours du premier semestre 2008, contre 207 millions au même semestre de l'année 2007. Dans les différentes composantes du compte financier, les sorties nettes ont affecté les flux d'investissements directs (17 milliards d'euros), les produits financiers dérivés (2 milliards) et les flux d'autres investissements (5 milliards) tandis que les flux d'investissements de portefeuille ont enregistré des entrées nettes de 22 milliards d'euros.

Les sorties nettes d'investissements directs ont porté sur les participations au capital social (74 milliards d'euros) qui ont néanmoins été partiellement compensées par les entrées nettes (57 milliards) sur les prêts

Graphique 25
Commerce extérieur du Luxembourg



Source: STATEC

intra-groupes. Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 5 milliards d'euros sont attribuées essentiellement aux institutions financières monétaires (BCL exclue) qui ont subi une baisse de leurs engagements à long terme, tout en augmentant leurs créances à court terme.

Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation se sont soldées par des entrées nettes de 43 milliards d'euros sur les six premiers mois de 2008. Du côté des avoirs, les résidents ont procédé à des ventes nettes d'actions étrangères (+29 milliards) dans un contexte d'incertitudes accrues sur les marchés boursiers internationaux. Du côté des engagements, les opérations des non-résidents se sont soldées par des entrées nettes d'environ 14 milliards d'euros. Ces dernières entrées sont toutefois en forte réduction comparées aux 121 milliards enregistrés sur la même période de 2007.

En ce qui concerne les titres de créance, au premier semestre de 2008, les résidents ont placé 26 milliards d'euros dans les titres étrangers (contre 75 milliards sur la période correspondante de 2007), essentiellement dans les instruments du marché monétaire, au détriment des obligations qui ont subi des ventes nettes. En revanche, les placements des non-résidents dans les titres de créance luxembourgeois sont restés relativement faibles (+5 milliards d'euros, dont une grande partie en obligations).

Tableau 24

Balance des paiements du Luxembourg

Unité: Million EUR	janvier-juin 2007			janvier-juin 2008		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	97 458	96 396	1 062	109 386	108 337	1 049
Marchandises	6 969	8 473	-1 505	7 378	9 104	-1 727
Services	22 604	12 898	9 706	23 925	13 914	10 011
Revenus	65 777	72 055	75 764	75 764	81 942	-6 178
Transferts courants	2 109	2 970	-862	2 319	3 376	-1 057
COMPTE DE CAPITAL	37	85	-48	29	113	-84
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER ²⁾			-207			-1 911
Investissements directs ³⁾	-58 557	54 613	-3 944	-28 823	11 703	-17 120
Opérations en capital et bénéficiaires réinvestis	-31 549	44 032	12 484	-23 144	-51 384	-74 527
Autres opérations, Prêts intragroupes	-27 008	10 580	-16 428	-5 679	63 086	57 407
Investissements de portefeuille	-80 560	124 889	44 329	3 024	19 460	22 484
Titres de participation	-5 240	120 701	115 461	29 114	14 141	43 254
Titre de créance	-75 320	4 188	-71 131	-26 090	5 319	-20 771
Produits financiers dérivés			8 036			-1 999
Autres investissements	-87 502	38 869	-48 633	-45 205	40 164	-5 041
Avoirs de réserve			5			-233
ERREURS ET OMISSIONS			807			946

Sources: BCL/STATEC

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

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

2.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Comptes annuels

Selon la seconde estimation des comptes nationaux annuels, le PIB luxembourgeois affiche désormais une croissance annuelle de 5,2% pour 2007 mais il reste en perte de vitesse par rapport à l'année précédente (6,4% en 2006).

L'examen de la décomposition du PIB sous son optique dépenses indique que la progression annuelle du PIB en 2007 a fléchi essentiellement du fait d'une moindre contribution du solde extérieur (2,7pp après 5,3pp en 2006), la demande intérieure ayant quant à elle affiché une hausse de sa part contributive à la croissance (2,5pp après 1,1pp en 2006). À l'aune de ces nouvelles estimations, c'est un ralentissement significatif de la progression des exportations nettes qui est à l'origine de la détérioration du PIB. Comme les taux de croissance des exportations et des importations en 2006 ont été particulièrement élevés par rapport aux années précédentes, leur décélération en 2007 constitue un retour à la normale. Plus en détail, les exportations de services se sont encore développées de manière relativement favorable (6,1% en 2007 après 16,5% en 2006), alors que les exportations de biens ont diminué (de 1,3% en 2007 après encore +8,6% en 2006) sous l'effet notamment du fort ralentissement de la demande internationale adressée au Luxembourg¹⁷ qui avait encore manifestée un dynamisme exceptionnel en 2006. Du côté des importations, la baisse des importations de biens (de 0,4% en 2007 après encore +6,7% en 2006) s'explique essentiellement par la baisse des importations de biens intermédiaires et des machines et équipements.

Par ailleurs, la contribution de la demande intérieure à la croissance s'est quant à elle renforcée en 2007. Le dynamisme de la formation brute de capital explique à lui seul ce raffermissement de la demande intérieure (+1,4pp contre une baisse de 0,3pp l'année précédente) à la faveur de bilans 2007 positifs au sein du secteur de la construction et de l'industrie qui a affiché des taux de progression relativement confortables de la valeur de la production et de son chiffre d'affaire. Soulignons que le renchérissement du coût du refinancement des banques, caractérisé par la forte hausse du taux euribor à trois mois au cours de l'année sous revue, a certes affecté les emprunts à taux variables consentis aux entreprises mais aucun rationnement de crédits consentis aux entreprises n'a été observé. Portée par une croissance soutenue du salaire réel dans un contexte de forte progression de l'emploi et de stabilisation du chômage en dépit du ralentissement de l'activité, la consommation privée a vu sa part contributive à la croissance du PIB quasiment inchangée (0,7pp contre 1,0pp en 2006). La croissance de la consommation publique s'est quant à elle quasiment stabilisée (ce qui l'amène à contribuer à hauteur de 0,4pp à la croissance du PIB en 2007).

Du côté des grandeurs concernant l'emploi et la rémunération des salariés, cette nouvelle version de la comptabilité nationale met en lumière une intensification de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié en 2007 (4,3% après 3,1% en 2006). Combiné à une chute brutale de la productivité, ceci s'est traduit par une accélération de la croissance des coûts salariaux unitaires en 2007 (à 3,6% contre 0,4% l'année précédente). Dès lors, ces évolutions ont mécaniquement abouti à la confirmation que la marge de profit des entreprises a enregistré un recul bien plus important en 2007 que ne le décrivaient les premières estimations des comptes nationaux.

17 La demande internationale est un indicateur calculé en fonction des importations des partenaires commerciaux du Luxembourg.

Tableau 25

Comptes nationaux annuels: Deuxième estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2007
(à l'erreur d'arrondi près)

	Taux de variation annuels d'octobre 2008					Révisions apportées à la croissance par rapport aux comptes nationaux d'avril					Contributions à la croissance réelle du PIB				
						2008									
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
Consommation privée	-5,3	2,7	1,9	2,9	2,1	-6,3	0,6	-1,8	0,8	0,1	-2,2	1,0	0,7	1,0	0,7
Consommation publique	4,1	4,6	3,4	2,7	2,6	-0,3	-0,5	1,0	0,6	0,2	0,7	0,8	0,6	0,4	0,4
Formation brute de capital	8,8	3,2	11,2	-1,5	7,2	2,6	-1,0	3,9	0,8	-0,8	1,9	0,7	2,4	-0,3	1,4
Demande intérieure	0,4	3,2	5,0	1,4	3,8	-2,7	0,0	0,5	0,7	0,0	0,4	2,5	3,7	1,1	2,5
Importations	6,9	11,8	6,0	13,4	3,5	0,8	2,1	-0,1	6,2	-1,8	8,4	13,4	7,7	17,8	5,0
Exportations	6,8	11,2	6,0	14,6	4,4	1,8	1,4	-0,3	5,0	-1,1	9,6	15,3	9,1	23,2	7,7
Exportations nettes	5,9	7,8	6,2	22,4	9,8	8,1	-3,0	-1,1	-3,5	3,3	1,2	2,0	1,5	5,3	2,7
Produit intérieur brut	1,5	4,5	5,2	6,4	5,2	-0,6	-0,4	0,2	0,3	0,7					
Déflateur du PIB	6,0	1,9	4,5	5,4	1,7	1,0	0,2	0,2	-0,8	-0,5					
Emploi salarié	1,9	2,4	3,1	3,9	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3					
Emploi total	1,8	2,2	2,9	3,6	4,5	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2					
Rémunération moyenne par salarié	1,1	3,7	3,7	3,1	4,3	-1,1	-0,2	-0,2	-1,4	0,8					
Productivité du travail	-0,3	2,3	2,2	2,7	0,7	-0,5	-0,3	0,1	0,4	0,5					
Coût unitaire du travail	1,4	1,4	1,4	0,4	3,6	-0,5	0,1	-0,3	-1,8	0,3					
Marge de profit	4,6	0,5	3,0	5,0	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,0	-0,9					

Source: STATEC, calculs BCL

Comptes nationaux trimestriels

La première estimation des comptes trimestriels pour le 2^{ème} trimestre 2008 fait état d'un redressement du glissement annuel du PIB au second trimestre 2008. Celui-ci s'est établi à +2,8%, après +1,2% au premier trimestre 2008.

Notons que sur le passé récent, le glissement annuel du PIB a été sensiblement révisé par rapport à la version précédente des comptes trimestriels. La croissance a été ainsi revue à la baisse de 1,3 point à +1,2% pour le premier trimestre de l'année 2008. Concernant l'année 2007, on notera que si globalement la croissance en moyenne annuelle a été revue à la hausse (à +5,2%), il n'en reste pas moins que le profil trimestriel a changé. Désormais, le glissement annuel du PIB affiche un net ralentissement entre le troisième et le quatrième trimestre 2007, la croissance s'établissant à respectivement +4,8% et +3,6% pour ces trimestres (contre +3,4% au troisième et +3,5% au quatrième trimestre lors de la version précédente des comptes trimestriels).

Il apparaît que tous les secteurs ont bénéficié de ce rebond de l'activité au second trimestre 2008 à l'exception de l'« agriculture, chasse et pêche ».

Les composantes de la demande, pour leurs parts, affichent des évolutions contrastées. Alors que les dépenses en consommation (des ménages, des institutions sans but lucratif au service des ménages et des administrations publiques) ont accéléré, l'investissement a enregistré un repli – par rapport au même trimestre de l'année précédente – pour le deuxième trimestre consécutif. Enfin, la variation sur un an des exportations est restée stable tandis que celle des importations a sensiblement ralenti (voir tableau ci-dessous).

Tableau 26
Comptes nationaux trimestriels: PIB et valeur ajoutée par branche de production
(données corrigées des variations saisonnières en volume)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2007		2008		2007		2008	
	3 ^e trim	4 ^e trim	1 ^{er} trim	2 ^e trim	3 ^e trim	4 ^e trim	1 ^{er} trim	2 ^e trim
PIB	0,6	0,9	0,1	1,1	4,8	3,6	1,2	2,8
Agriculture, chasse et pêche	-6,1	-2,7	4,1	-4,4	-4	-6,4	-9,7	-9,1
Industrie y compris énergie	-1	-1,4	0,5	5,1	-1,2	-2,9	-2	3
Construction	-3	2,3	-0,4	1,4	-0,2	0,2	-3,9	0,3
Commerce, transports et communications	1,4	2,5	0	2,1	7,9	8,6	2,8	6,2
Activités financières et services aux entreprises	1,2	-1,5	1,6	1,4	5,9	4,4	0,7	2,8
Autres activités de services	0,2	0,5	-0,4	1,4	1,9	2	0,4	1,7
Valeur ajoutée totale	1,1	0,7	-0,4	1,8	4,4	3,9	0,8	3,2

Source: STATEC

Tableau 27
Comptes nationaux trimestriels: PIB et composantes de la demande
(données corrigées des variations saisonnières en volume)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2007		2008		2007		2008	
	3 ^e trim	4 ^e trim	1 ^{er} trim	2 ^e trim	3 ^e trim	4 ^e trim	1 ^{er} trim	2 ^e trim
PIB	0,6	0,9	0,1	1,1	4,8	3,6	1,2	2,8
Dépense de consommation finale des ménages et des institutions sans but lucratif au service des ménages	1,4	-0,1	0,5	1,4	2,8	1	1,3	3,2
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,7	-0,1	-1,1	1,3	3,1	1,4	0,2	0,8
Formation brute de capital fixe	-1,2	-4,1	-2,1	1,3	14,6	5,7	-2,8	-6
Exportations	2,8	1,9	-1,6	1,2	5	4,8	4,2	4,2
Importations	5,6	-0,1	-2,3	-1,3	6,8	2,3	3,1	1,7

Source: STATEC


2.11 LES PROJECTIONS MACRO-ÉCONOMIQUES

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2008¹⁸ et ont été élaborées dans un contexte qui s'annonçait difficile. L'amorce du ralentissement dans la zone euro, la volatilité sur les marchés financiers et la dégradation des résultats dans le secteur bancaire pesaient sur les activités de sorte que l'économie luxembourgeoise était partie pour une période prolongée de croissance modérée. Pour l'année entière, une hausse du PIB réel comprise dans une fourchette allant de 2,9% à 3,5% était escomptée par la BCL. Le rebond en 2009, sur fond de la résilience de la zone euro, ainsi que la convergence vers la croissance potentielle en 2010, constituaient les autres bases de notre scénario. Ce profil de croissance, bien qu'en-dessous de la moyenne historique, était un scénario globalement favorable dans lequel notre économie était censée éviter les conséquences bien plus néfastes pouvant résulter des turbulences financières.

Évolutions récentes

Depuis cet exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique ont présenté un bilan préliminaire mitigé. En octobre 2008, la croissance du PIB réel pour l'année 2007 a été estimée aux environs de 5,2%, soit 0,7pp de plus que les estimations antérieures et au-delà de la fourchette supérieure

18 Voir BCL, Rapport Annuel 2007, pp.98-103.



de nos projections d'il y a un an. Mais la dynamique des comptes nationaux trimestriels de 2007 a été revue, aboutissant en une constellation moins favorable pour la croissance moyenne en 2008. Au premier trimestre 2008, la croissance aurait aussi quasi-stagné, même si elle a été suivie d'un rebond. Désormais, l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2008, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, ne se chiffre plus qu'à 1,8%.

Pour le troisième trimestre, il se pourrait que la croissance trimestrielle soit restée positive. En effet, les résultats du compte de pertes et profits du secteur bancaire indiquent une progression annuelle de plus de 30% de la marge sur intérêts, alors que les revenus nets des commissions n'auraient que légèrement fléchi. La variation de la VNI du secteur des OPC a été de -4% sur base trimestrielle, bien que la tendance baissière se soit accélérée en septembre. L'effet surprise vient de l'emploi bancaire qui a progressé de 0,9%, témoignant d'une confiance robuste et apparemment inébranlable des employeurs.

Vers la mi-septembre en revanche, les turbulences financières ont muté en une crise bancaire et financière affectant toutes les régions du globe. La faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers a exposé les interdépendances du système financier et a provoqué un enchaînement de réactions qui se sont autoalimentées, résultant en des faillites d'autres institutions financières ainsi qu'en un plongeon des principaux indices boursiers. Cette panique a aussi eu des réverbérations sur les activités de la place financière au Luxembourg. Si trois banques islandaises sont sous sursis de paiement, la gravité de la crise ressort à travers les interventions sans précédent des pouvoirs publics pour empêcher le pire. Des prises de participations et des garanties étatiques ont été nécessaires afin d'assurer la continuité des opérations courantes de deux banques majeures susceptibles de succomber à une perte de confiance et à une ruée sur leurs dépôts.

En Europe, les plans de sauvetage des autorités ont mis l'accent sur la recapitalisation du secteur bancaire afin de rompre une spirale destructrice. Le secteur bancaire a notamment souffert des pertes directes sur ses actifs suite aux faillites d'autres institutions financières ainsi que des pertes latentes suite à l'effondrement des cours sur les marchés des actions, des obligations d'entreprise et des produits structurés. Vers la mi-novembre, l'éventualité d'une nouvelle faillite d'une institution financière à risque systémique commençait à s'écarter, permettant ainsi la possibilité d'une stabilisation graduelle de la situation. Cette situation est pourtant loin de se redresser car un ralentissement international est venu renforcer les problèmes de la sphère financière.

La crise, d'origine purement financière, s'est propagée au monde non-financier, et ceci par le biais de l'accroissement de l'incertitude. La volatilité record des marchés financiers et les doutes quant à la stabilité du système financier ont brouillé toutes perspectives à court terme, ce qui a sans doute engendré une réticence de consommation et d'investissement dans le chef du secteur non-financier, ceci aussi au regard de la diffusion au reste du monde de la faiblesse de l'économie américaine. Il en a résulté un assèchement abrupt et sans précédent des carnets de commandes pour l'industrie. Les indicateurs des enquêtes de conjoncture se sont effondrés à des niveaux jamais atteints auparavant. Face au recul de la demande, au Luxembourg, mais également en Europe, plusieurs entreprises de la sidérurgie et celles dépendantes de l'industrie automobile ont pris la décision exceptionnelle d'arrêter temporairement la production. Ainsi, il se peut qu'au quatrième trimestre 2008 la variation trimestrielle de la production industrielle et du PIB réel, soit fortement négative, aussi bien dans la zone euro qu'au Luxembourg.

Ces développements, à la fois rapides et importants, sont sans précédent depuis des décennies et ils ont invalidé toutes les prévisions antérieures. Une situation nouvelle se présente désormais.

Hypothèses techniques

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

En ce qui concerne les taux d'intérêt à court terme, le taux Euribor à 3 mois est supposé baisser de 5,0% au troisième trimestre 2008 à 2,8% en moyenne en 2009 pour remonter à 3,2% en 2010. Les marchés financiers anticipent donc un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire de l'Eurosystème ainsi qu'une résorption du différentiel entre le taux du marché et le taux de refinancement principal des opérations monétaires. Suite aux deux baisses de 50 points de base opérées en début des mois d'octobre et de novembre, celui-ci se situe actuellement à 3,25%. La prime de risque, qui demeure très élevée malgré les nombreuses injections de liquidité par l'Eurosystème, est un signe des tensions persistantes dans le marché interbancaire. Elle reflète la méfiance des banques commerciales à se prêter mutuellement des liquidités pour cause d'un risque de crédit jugé trop élevé. La résorption anticipée du différentiel indiquerait une dissipation des tensions. Si les taux courts sont donc orientés à la baisse, tel n'est pas le cas pour les taux longs. Le taux d'intérêt à 10 ans augmenterait en moyenne de 4,3% en 2007 à 4,7% en 2010, un scénario largement inchangé par rapport à l'exercice de juin. Conjointement avec la baisse des taux courts, il en résulterait donc une pentification et une normalisation de la courbe des taux. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, ont connu une chute dont l'ampleur s'approche de celle observée sur la période 2001-2003, mais ceci en un laps de temps beaucoup plus court. Après avoir chuté de presque 40% par rapport à juin et de 45% par rapport à leurs sommets au deuxième trimestre 2007, ils sont censés se stabiliser aux niveaux dernièrement observés. Depuis juin, l'euro s'est déprécié de 17% par rapport au dollar pour se situer aux environs de 1,27\$/€, poussant le taux de change effectif de l'euro aussi à la baisse, à concurrence de 1,6% par rapport à 2007 et de 8% par rapport à l'exercice précédent. Un corollaire du ralentissement international est la forte chute du prix du pétrole. Celui-ci a baissé de ses sommets de 147\$/bl en juillet à moins de 60\$/bl en novembre, mais il remonterait selon les marchés des futures à plus de 70\$/bl en 2010, donc à peu près au niveau moyen observé en 2007.

Dans leur ensemble et toutes choses égales par ailleurs, les ajustements opérés sur les hypothèses techniques, hormis sur les indices boursiers, plaideraient pour une nette amélioration des perspectives de croissance. Néanmoins, le scénario international, tel qu'il prévalait en juin 2008 dans les projections macroéconomiques des institutions internationales, a considérablement changé. Son impact négatif sur les projections du Luxembourg l'emporte aussi largement sur l'amélioration issue des variables techniques.

Environnement international

Au fur et à mesure que les institutions internationales publiaient leurs projections, elles révisaient à la baisse les estimations pour 2009 (voir aussi sous 1.8). Mi-novembre, le FMI a publié une mise à jour ad hoc de ses projections publiées en octobre. Il prévoit désormais une croissance du PIB mondial de 2,2% en 2009, ce qui serait l'expansion la plus faible depuis 2001 et en baisse de 1,6pp par rapport aux hypothèses de printemps. Ces projections sont proches de celles de la Commission européenne, qui, en plus, prévoit un rebond fort timide: Avec 3,2% en 2010, la croissance demeurerait inférieure à la progression des années 2007 et 2008. Si l'ampleur et la durée du ralentissement sont exceptionnelles, telle est aussi son étendue géographique. Le ralentissement n'est donc pas seulement limité aux États-Unis, pays où les turbulences ont commencé en 2007, mais il englobe désormais l'Europe, et il est en train de se propager aux économies émergentes.

Tableau 28

Projections des institutions internationales et hypothèses techniques (taux de variation annuels)¹⁹

	2007	2008	2009	2010
Commerce mondial (CE)	6,7 [-0,1]	5,0 [-1,2]	2,2 [-3,6]	4,1
PIB mondial (FMI)	5,0 (-)	3,7 (-)	2,2 [-1,6]	-
PIB mondial (CE)	5,0 [+0,4]	3,7 [-0,1]	2,3 [-1,3]	3,2
PIB zone euro (FMI)	2,6 (-)	1,2 [-0,2]	-0,5 [-1,7]	-
PIB zone euro (CE)	2,6 [+0,1]	1,2 [-0,6]	0,1 [-1,5]	0,9
PIB zone euro (Eurosystème)	2,7	0,8 - 1,2	-1,0 - 0,0	0,5 - 1,5
Demande internationale adressée au Luxembourg	5,3 [+0,6]	2,9 [-1,4]	0,3 [-3,1]	3,8 [-1,7]
Prix du pétrole en \$/bl ²⁰	73	100 [-17]	67 [-59]	77 [-49]
Taux de change \$/€ ²¹	1,37	1,46 [-0,1]	1,27 [-0,3]	1,27 [-0,3]
Taux d'intérêt à 3 mois	4,3	4,7 [-0,3]	2,8 [-1,5]	3,2 [-1,0]
Taux d'intérêt à 10 ans	4,3	4,4 (-)	4,5 [-0,1]	4,7 (-)
Eurostoxx	416	316 [-14]	234 [-38]	233 [-38]

Source: Banque centrale européenne, Commission européenne

La zone euro a connu une croissance robuste au début de l'année 2008, mais la baisse entamée au deuxième trimestre, considérée d'abord comme une correction technique, s'est transformée en une récession technique avec une contraction supplémentaire de 0,2% au troisième trimestre. Ce scénario s'est vraisemblablement encore nettement accentué à la fin de l'année. Ainsi, pour 2008 en moyenne, la croissance ne devrait guère s'afficher au-delà de 1,2%. Pour 2009, la plupart des estimations, hormis celles de la Commission européenne, tablent sur une variation négative en moyenne, soit la première contraction depuis la création de la monnaie unique ; de plus il s'agirait de la dégradation cyclique la plus sévère depuis la récession de 1993. Selon l'exercice de projections de l'Eurosystème de décembre 2008, et partant d'une valeur de 2,6% en 2007, la croissance anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette entre 0,8% et 1,2% en 2008, pour s'établir entre respectivement -1,0% et 0,0% en 2009. Comparé à l'exercice précédent, les projections ont été revues à la baisse. En ce qui concerne 2010, les institutions s'accordent aussi sur un rebond timide, prolongeant ainsi la phase de faible croissance. Elle ne serait que de l'ordre de 0,9% selon la Commission européenne et se situerait entre 0,5% et 1,5% selon l'Eurosystème.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations des partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour notre économie tournée vers l'extérieur. Selon le scénario sous-jacent, la demande internationale, qui avait déjà fortement ralenti en 2007 par rapport au pic cyclique de 2006, décélérerait davantage, ceci aussi bien en 2008 qu'en 2009, pour ensuite rebondir en 2010. À l'instar du scénario mondial et européen, ces hypothèses ont été fortement ajustées à la baisse et ceci pour trois années consécutives. La quasi-stagnation en 2009, à un niveau qui n'a plus été observé depuis plus d'une décennie, ainsi que le rebond timide en 2010 sont le reflet direct de l'ampleur et de la durée du ralentissement international tel que projeté.

Projections du PIB réel et de ses composantes

Sur base d'une part des estimations de croissance révisées pour 2007 et de l'évolution conjoncturelle récente, et, d'autre part, du scénario macroéconomique mondial et pour la zone euro, la croissance économique devrait ralentir davantage au Luxembourg en 2008. Ce scénario demeure donc inchangé par rapport à l'exercice de juin. Par contre, le ralentissement prévu serait plus prononcé dans le contexte des développements récents et de la crise financière qui a émergé à partir de mi-septembre. Les projections

19 Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2008, en points de pourcentage.

20 Révisions en \$/bl.

21 Révisions en \$/€.

de croissance pour l'année 2008 s'établissent désormais dans une fourchette allant de 1,8% à 2,4%, soit un rythme nettement en-dessous de la moyenne historique. Cette performance serait aussi inférieure à celle observée lors de l'entame du ralentissement économique en 2001.

En ce qui concerne 2009, contrairement à l'exercice précédent, un rebond semble désormais exclu. La croissance s'effondrerait davantage atteignant des niveaux qui n'ont plus été observés depuis le début des années 80. Les projections actuelles tablent sur une croissance entre -0,5% et 0,5%, n'excluant donc ni une légère progression, ni une contraction du PIB réel. Cette performance serait inférieure au creux du début de la décennie, tel que recensé dans les comptes nationaux, en l'occurrence 1,5% en 2003, et également inférieure à la progression observée lors de la récession précédente en Europe. Ce scénario repose sur une stagnation de l'activité économique en début de l'année 2009, avec un rebond fort graduel par la suite. Pour l'année 2010, la croissance est estimée entre 2,3% et 3,9%, donc en-dessous de la moyenne historique, mais en ligne avec le rétablissement timide anticipé par les institutions internationales pour l'économie mondiale et européenne en particulier.

La nature du choc est multiple et risque de peser lourdement en raison de la structure de l'économie luxembourgeoise. Ayant ses origines dans le secteur financier, pilier de l'économie luxembourgeoise, il s'est déjà diffusé au secteur manufacturier. Dans l'industrie, la branche à requérir vraisemblablement l'ajustement le plus sévère de production est également la branche dominante, à savoir la sidérurgie. Les effets indirects sur les secteurs dépendants, tels que le transport et les services aux entreprises, ne tarderont pas à se manifester suite au ralentissement des affaires et au processus de maîtrise des frais d'exploitation dans le secteur financier. Même les secteurs purement domestiques ne semblent pas à l'abri. Le commerce sera affecté par une consommation privée peu dynamique et la construction subira les retombées d'un marché de l'emploi qui se détériore.

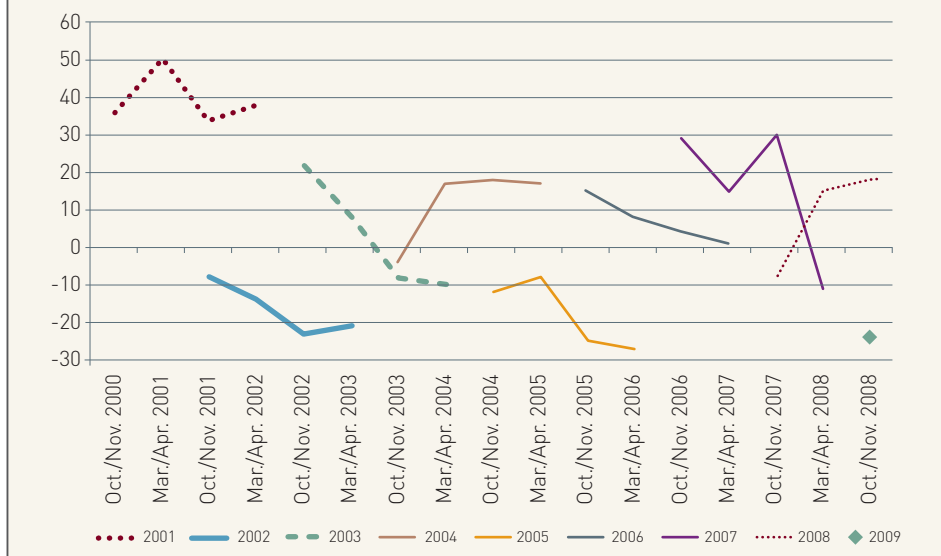
En ce qui concerne l'optique dépenses du PIB, le déclin de la dynamique de croissance en 2009 se manifesterait également à travers plusieurs composantes. Pour une petite économie ouverte, le canal dominant est constitué par l'impact du ralentissement international sur ses exportations. Celui-ci englobe les répercussions de la crise financière au niveau international. Au Luxembourg, ce canal sera renforcé du fait que les exportations de services, dont surtout les services financiers, comptent pour environ deux-tiers des exportations totales et seront donc particulièrement affectées par la chute des marchés boursiers.

Le manque d'impulsion externe se répercuterait négativement sur la demande domestique. Si les dépenses publiques, aussi bien la consommation que l'investissement, seraient encore en expansion en 2009, tel ne sera pas le cas pour l'investissement privé et vraisemblablement aussi pour la consommation privée.

Début de l'année 2008, le secteur manufacturier était encore optimiste et prévoyait d'augmenter ses dépenses d'investissement pour l'année en cours, une révision à la hausse par rapport à la baisse anticipée à la fin de l'année 2007 (voir graphique 26). L'évolution passée des profits était excellente, et le secteur non-financier ne se caractérise guère par des déséquilibres bilanciaires majeurs tels qu'un surendettement. Désormais, la situation a changé et les industriels comptent baisser leurs investissements de plus de 20% en 2009 par rapport à 2008. Une production qui tourne au ralenti libère des capacités de production et ne crée donc pas de nouveaux besoins en équipement. De même, la dégradation des perspectives en matière de débouchés favorise le report de nouveaux projets à des dates plus propices pour assurer leur rentabilité.

Le renchérissement du coût du refinancement des banques, caractérisé par la forte hausse du taux Euribor à 3 mois, a déjà affecté les taux d'intérêt sur les emprunts consentis aux entreprises (voir sous 2.7.4). En effet, contrairement aux crédits immobiliers au Luxembourg, le taux Euribor à 3 mois est souvent utilisé comme taux de référence pour les prêts à taux variables consentis aux entreprises. Si l'assouplissement de la politique monétaire va renverser cette tendance, l'impact sur les taux d'intérêt pratiqués par les banques risque néanmoins d'être partiellement enrayé par les développements sur le marché du crédit, à savoir

Graphique 26
Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise
(dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)²²



Source: Commission européenne

flation, l'évolution du marché de l'emploi ne lui sera guère favorable. La progression du salaire moyen réel serait fort timide, et l'emploi pourrait dorénavant stagner. De plus, dans un climat actuel d'incertitude, les ménages risquent d'adopter un comportement de consommation plus prudent en faveur d'une augmentation de l'épargne. La confiance des consommateurs, telle qu'elle ressort des enquêtes de conjoncture, se situe en effet à un niveau historiquement bas.

Marché de l'emploi et coûts salariaux

L'emploi salarié a connu une évolution étonnamment dynamique jusqu'au premier semestre 2008. Par contre, cette tendance est sur le point de s'inverser. Certes, la part des profits dans le PIB se situe à un niveau historiquement élevé, ce qui aidera à amortir le choc de la stagnation économique et à éviter un ajustement plus sévère de l'emploi. Cependant l'emploi intérimaire a déjà subi une correction à la baisse ; ensuite, les offres d'emplois telles que recensées par l'ADEM ont fortement diminué ; et finalement, les demandes de « chômage partiel » par les entreprises ont atteint un niveau record. Les projections tablent donc sur une stagnation de l'emploi à partir de la fin de l'année 2008 jusqu'en 2009, ce qui aboutirait en une croissance de 0,9% en 2009, du fait d'un acquis de croissance, avec une légère accélération en 2010. La réaction du marché de l'emploi serait donc abrupte et la plus sévère observée depuis la compilation des comptes nationaux trimestriels. Même si une vague de licenciements n'est guère envisagée, le scénario n'exclut pas des ajustements sectoriels. Tel pourra être le cas dans le secteur bancaire à la suite de fusions, de restructurations et de cessations d'activités. Pour rappel, lors de la période de 2001-2003, l'emploi bancaire avait baissé de 6% sur une période de 9 trimestres. Dans l'industrie, les entreprises ont déjà recours à des mesures flexibles voire à des réductions volontaires d'emploi afin de pallier les arrêts temporaires de la production. En revanche, si l'ampleur du ralentissement dans l'industrie subsiste, les pertes d'emploi seront plus conséquentes.

²² Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, on calcule les taux de variation annuels des dépenses d'investissement à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

une augmentation des primes de risque. Outre les conditions sur les taux facturés, les banques adoptent une politique beaucoup plus prudente en matière d'allocation des crédits, via un resserrement des conditions d'attribution (voir sous 2.7.5). Ce comportement plus vigilant est en phase avec le cycle, et bien que ne constituant pas un rationnement explicite du crédit, il va aussi peser sur la dynamique d'investissement.

Bien que constituant un facteur de croissance moins important compte-tenu de l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, la consommation privée ne serait guère dynamique dans le futur proche. Si le revenu disponible réel des ménages est en hausse grâce à des mesures fiscales (voir sous 2.12.2) et bénéficie du ralentissement de l'in-

Le taux de chômage progresserait par conséquent sur les deux années à venir après une stabilisation à 4,4% en 2008. L'ampleur de sa dégradation dépendra de plusieurs facteurs. Les non-résidents comptent désormais pour à peu près 41% de l'emploi total. Le recours croissant par les autorités à des stabilisateurs automatiques, telles que les mesures pour l'emploi, semble aussi probable. Son effet sur les statistiques serait ambigu: les mesures ne feraient vraisemblablement ni baisser l'emploi, ni augmenter le taux chômage au sens restreint.

Cette réaction de la composante «volume» du marché du travail se fera conjointement à celle du niveau du coût du travail, c'est-à-dire les salaires. Tel que cela a été le cas en 2003, le coût salarial nominal moyen n'augmenterait que faiblement en 2009. En effet, face au recul des revenus, les entreprises auront recours à des mesures leur permettant de réduire le coût salarial: Cet ajustement est souvent opéré à travers une réduction des primes et des gratifications. Le rebond du coût salarial moyen en 2010 ne serait pas prononcé du fait d'un marché de l'emploi encore peu dynamique. La révision par rapport à l'exercice précédent serait par conséquent non-négligeable. Elle résulterait en grande partie des révisions des projections d'inflation et d'un abaissement considérable de la contribution de l'échelle mobile des salaires à la progression des salaires nominaux. Si, en juin, deux hausses automatiques des salaires de 2,5%, en janvier et vers la mi-2010 étaient projetées, le recul de l'inflation les ramènerait à un seul ajustement. Celui-ci est prévu pour mars 2010, sous l'hypothèse d'une réintroduction du mécanisme d'indexation tel qu'il prévalait avant l'accord de la Tripartite de 2006.

Tableau 29

Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à juin 2008

(en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)

	2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010
PIB réel	5,2	1,8 - 2,4	-0,5 - 0,5	2,3 - 3,9	-1,2	-4,0	-1,3
IPCH	2,7	4,2	1,0	2,4	-0,3	-1,7	-
IPCH énergie	2,7	13,0	-7,9	4,2	-3,9	-11,6	4,2
IPCH excluant l'énergie	2,7	3,0	2,3	2,2	0,1	-0,3	-0,6
IPCN	2,3	3,5	1,1	1,8	-0,2	-1,2	-0,3
IPCN excluant l'énergie	2,3	2,5	1,9	1,7	0,1	-0,3	-0,7
Échelle mobile des salaires	2,3	2,1	2,5	2,5	-	-	-1,7
Coût salarial moyen	4,3	2,8	1,3	3,2	-0,6	-2,4	-1,5
Emploi salarié	4,7	4,8	0,9	1,1	1,7	-1,7	-1,7
Taux de chômage	4,4	4,4	5,1	5,5	-	0,5	0,9

Source: BCL

Prix à la consommation

Les perspectives pour l'évolution de l'inflation se sont nettement améliorées sous l'effet conjoint de plusieurs facteurs: la forte baisse du prix du pétrole entraînerait d'abord une variation négative de l'IPC énergie en 2009, réduisant la progression de l'IPCN de l'ordre de 0,6pp; cette détente aurait ultérieurement des répercussions favorables sur l'IPC à l'exclusion de l'énergie à travers les effets indirects, c'est-à-dire une modération des coûts de production. Les coûts salariaux se modéreraient en parallèle sous l'impact de la faiblesse du marché de l'emploi et l'inflation importée baisserait également en 2009. Ainsi, à partir des niveaux très élevés en 2008, l'inflation globale au Luxembourg reculerait fortement en 2009, pour rebondir par la suite. Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH fléchiraient de respectivement 2,4pp et 3,2pp en 2009, pour atteindre respectivement 1,1% et 1,0% (voir aussi les projections d'inflation sous 2.1.1). La remontée en 2010 est essentiellement liée à la composante énergie. Le prix du pétrole est en effet censé s'accélérer à nouveau et de ce fait les effets de base ne seraient plus favorables. Par contre, dans le contexte de la faiblesse prolongée de l'activité économique, l'inflation à l'exclusion de l'énergie pourrait connaître une détente supplémentaire.

Analyse des risques

L'indicateur d'activité développé par la BCL repose sur un modèle à facteurs dynamiques généralisé²³. Sur la base des informations disponibles au 28 novembre 2008, l'indicateur suggère que la croissance au Luxembourg devrait faire preuve de résistance au troisième trimestre. Au quatrième trimestre 2008, le glissement annuel du PIB devrait s'inscrire en retrait. Au final, l'indicateur d'activité indique que la croissance du PIB en moyenne

annuelle pour l'année 2008 s'établirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 3,2%. Les projections macro-économiques de décembre 2008 sont donc globalement en adéquation avec les prévisions effectuées à l'aide de l'indicateur, même si l'indicateur d'activité conduirait à ce stade à privilégier la fourchette haute des projections macroéconomiques.

2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

2.12.1 Projet de budget 2009

Le gouvernement a présenté le projet de budget concernant l'année 2009 à la Chambre des Députés le premier octobre 2008. Le tableau suivant offre un aperçu des chiffres-clés de ce projet où, conformément à la comptabilité

luxembourgeoise traditionnelle, les fonds spéciaux et certains établissements publics sont abordés sous l'angle des dotations qu'ils perçoivent de l'État et non eu égard au niveau effectif de leur dépenses.

Tableau 30

Projet de budget 2009 de l'État central⁽¹⁾ (en millions d'euros, sauf mention contraire)

	Compte provisoire 2007	Budget définitif 2008	Projet de budget 2009	Croissance nominale 2009/2008	Croissance nominale 2009/2007
Recettes	8 735,70	8 438,00	9 056,90	7,3%	3,7%
Recettes courantes	8 657,20	8 355,40	8 968,70	7,3%	3,6%
Recettes en capital	78,6	82,6	88,2	6,8%	12,2%
Dépenses	8 734,20	8 458,50	9 043,80	6,9%	3,5%
Dépenses courantes	7 289,60	7 631,30	8 107,10	6,2%	11,2%
Dépenses en capital	1 444,60	827,2	936,6	13,2%	-35,2%
Solde	1,6	-20,5	13,2	—	—
Dont solde courant	1 367,60	724,10	861,60	—	—
Dont solde en capital	-1 366,00	-744,60	-848,40	—	—

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2009, Ministère des Finances.*

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

Comme l'illustre le tableau ci-dessus, les dépenses de l'État central au sens strict progresseraient de 6,9% en 2009, ce qui constituerait une décélération par rapport à l'évolution moyenne des dépenses observées

²³ La méthodologie et l'indicateur d'activité ont été présentés dans le Bulletin 2007/2 de la BCL et le Cahier d'études n°31. Cette approche nous permet de résumer, à des fins d'analyses conjoncturelles, l'information contenue dans 103 séries économiques et financières ; et, de produire à fréquence mensuelle des prévisions de croissance du PIB à un horizon de deux trimestres.

ces vingt dernières années, mais tout de même une accélération par rapport aux deux dernières années. Les recettes augmenteraient davantage que les dépenses, de sorte que le solde de l'État central au sens strict passerait d'un déficit de 20,5 millions d'euros en 2008 à un léger excédent de quelque 13 millions l'année suivante. Ces chiffres doivent néanmoins être interprétés avec une certaine prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extra-budgétaires en lieu et place des programmes de dépenses de ces mêmes fonds. De surcroît, la base de comparaison, à savoir le budget 2008, est en effet inappropriée car les réalisations budgétaires affichent habituellement une nette divergence par rapport aux budgets définitifs au Luxembourg. C'est la raison pour laquelle la BCL privilégie l'examen des évolutions sur deux ans, en l'occurrence de 2007 à 2009. Les données du projet de budget 2009 comparées à celles de 2007, qui sont en effet issues d'un compte provisoire, constituent un ancrage de comparaison raisonnablement stable.

Le tableau suivant pallie ces deux inconvénients en incorporant explicitement les programmes de dépense des fonds spéciaux et en évaluant l'évolution des chiffres-clefs à l'aune du compte provisoire 2007, sur une période de deux ans.

Sur la période 2007-2009, soit en deux ans, les dépenses totales de l'État central ne progresseraient que de 3,5% selon la présentation traditionnelle. Une telle augmentation serait inférieure à l'inflation anticipée sur l'horizon précité de deux ans, de sorte que les dépenses diminueraient en termes réels. Jusqu'à présent, la BCL affinaît les dépenses reprises au tableau précédent, en prenant en considération les dépenses programmées des fonds spéciaux et de certains établissements publics en lieu et place des dotations de l'État central à ces fonds et établissements, ce qui constitue un des principaux apports de la comptabilité européenne SEC 95.

Cette année, pour la première fois, le gouvernement a présenté simultanément les trois volumes du projet de budget 2009, à savoir le projet de budget proprement dit (volume I), le volume II renfermant le programme pluriannuel des dépenses en capital, et le volume III qui se rapporte au cadre européen de la politique budgétaire. Cette présentation simultanée sous la forme d'un triptyque avait au demeurant été recommandée par la BCL dans son avis sur le projet de budget 2008. Si à première vue il semble peu utile de passer par toutes les étapes de la présentation traditionnelle vers une version consolidée du budget de l'État, il reste tout de même important d'exécuter cet exercice. Celui-ci permet de poursuivre une analyse cohérente de l'évolution réelle des dépenses, et facilite l'interprétation globale des finances publiques.

Le tableau qui suit offre un aperçu des chiffres-clefs relatifs à une version simplifiée du compte SEC 95.

Tableau 31

Version consolidée des opérations budgétaires de l'État central (en millions d'euros, sauf mention contraire)

	2007	2009	Croissance 2007-09
DÉPENSES			
Dépenses de l'État figurant au projet de budget 2009	8 650,7	8 984,6	
Transferts de l'État aux fonds (-)	-2 124,7	-1 684,2	
Dépenses programmées des fonds (voir annexe)	2 415,2	2 934,8	
Dépenses des établissements publics / fondations	269,0	355,8	
Dépenses totales de l'État consolidé (= 1.+2.+3.+4.)	9 210,1	10 591,0	+15,0
RECETTES			
Recettes budget	8 815,8	9 056,9	
Recettes des fonds	413,5	465,8	
Recettes des établissements publics / fondations	150,9	167,5	
Autres recettes	118,1	188,0	
Recettes totales de l'État consolidé (= 1.+2.+3.+4.)	9 498,3	9 878,2	+4,1
SOLDE TOTAL DE L'ÉTAT CONSOLIDÉ	288	-713	
<i>Solde de l'État consolidé en % du PIB</i>	<i>+0,8</i>	<i>-1,8</i>	

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2009, Ministère des Finances, calculs de la BCL*

Note : Les résultats repris au tableau partent de l'hypothèse que les dépenses programmées pour 2009 du Fonds pour l'emploi, du Fonds des pensions, du Fonds Communal de Dotation Financière, des Fonds d'investissement et des établissements publics seront intégralement exécutées en 2008. Il est en revanche supposé que les dépenses des autres fonds seront exécutées à raison de 85% en 2009. En outre, les dépenses en capital des fonds figurant au tableau ont été ajustées afin de prendre en compte l'estimation par la BCL de l'incidence sur les investissements effectués par le truchement du Fonds de garantie de la décision d'Eurostat de février 2004 relative aux partenariats public-privé. Les dépenses de l'État central au sens strict relatives à 2007 diffèrent des chiffres correspondants du tableau 1, car les dépenses en capital ont été corrigées afin d'apurer l'incidence de la dotation d'un montant total de 28,55 millions d'octroi de crédit aux et participations dans les entreprises et institutions financières ainsi que celles à l'étranger, et des amortissements exceptionnels de 55 millions de la dette publique. Tandis que pour 2009, ces corrections s'élèvent à 14,1 millions d'euros pour la dotation, et 45 millions pour la dette publique.

Le tableau en-dessus indique qu'en 2009 les dépenses programmées des fonds spéciaux et assimilés seraient pratiquement deux fois plus élevées que les dotations de l'État central au sens strict en faveur de ces mêmes fonds.

Selon le projet de budget, les dépenses totales de l'État central au sens strict ne progresseraient que de 3,5% sur la période 2007-2009, du moins après apurement des deux transactions exceptionnelles²⁴. Les dépenses totales de l'État consolidé s'accroîtraient quant à elles de 15% sur la même période de deux ans – soit environ 7,5% par an en moyenne – sous l'effet d'une croissance très soutenue des dépenses programmées des fonds et de certains établissements publics. Le taux de croissance de 15% reste tout de même inférieur de 3,5% au taux de croissance qui est estimé dans le troisième volume de projet du budget (18,5%), et ceci pour deux raisons principales. Premièrement, les dépenses programmées des fonds de la BCL sont inférieures aux dépenses présentées dans le volume III étant donné qu'on suppose que le Fonds pour l'emploi, le Fonds des pensions, le FCDF et les fonds d'investissement, seront intégralement mis en œuvre, tandis que les dépenses des autres fonds, telles qu'elles sont planifiées pour 2009 dans les annexes de projet de budget, ne sont censées être exécutées qu'à raison de 85%. Deuxièmement, les dépenses des établissements publics / fondations ne sont pas assez détaillées dans le projet de budget, ce qui implique que les calculs propres de la BCL n'en intègrent qu'une partie minime voire nulle. Le volume III présente un chiffre global de dépenses de ces établissements, mais celui-ci semble être tout de même surestimé. La BCL déplore que davantage de ventilation de ces dépenses ne soit indiquée. En effet, la BCL suppose que les dépenses de ces établissements publics croissent au rythme de 15% par an entre 2007 et 2009. Ces dépenses représentent environ 3% des dépenses totales en 2007, et quelque 3,5% en 2009. Plus d'informations à propos de ces dépenses, qui ont plutôt tendance à augmenter, seraient nécessaires. Finalement, la différence restante est à attribuer à certains petits postes non intégrés par manque d'informations assez détaillées.

²⁴ En 2007, les dépenses en capital ont été corrigées afin d'apurer l'incidence de la dotation d'un montant total de 28,55 millions d'octroi de crédit aux et participations dans les entreprises et institutions financières ainsi que celles à l'étranger, et des amortissements exceptionnels de 55 millions de la dette publique. En 2009, ces corrections s'élèvent à 14,1 millions pour le premier et 45 millions pour la dette publique.

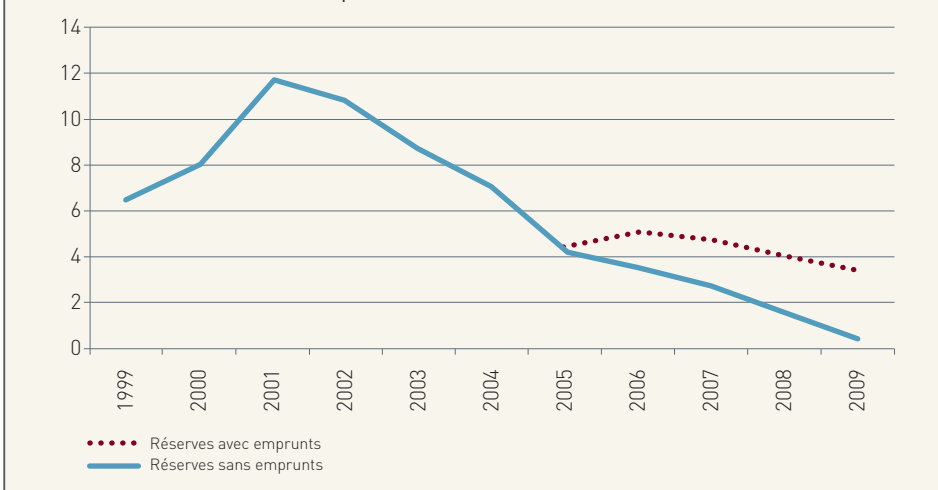
Quant aux recettes de l'État, reprises au tableau 31, leur progression est nettement inférieure aux dépenses pour la même période. Il est tout de même d'un intérêt limité de comparer les recettes présentées dans le tableau ci-dessus étape par étape avec celles présentées dans le volume III du projet de budget, ceci pour deux raisons. Premièrement, la BCL ne dispose pas d'assez de ventilation par rapport à certaines recettes. Et deuxièmement, l'objectif de la BCL n'est pas de reconstituer le compte SEC 95, mais bien d'appréhender l'évolution des recettes. Le tableau 31 ne vise qu'à combler une source d'écart entre l'optique SEC 95 et la comptabilité traditionnelle luxembourgeoise, soit le traitement des fonds spéciaux. Le volume III se veut quant à lui plus exhaustif, puisqu'il s'attache à décrire et à évaluer d'autres sources d'écarts, par exemple le traitement des fondations ou services de l'État à gestion séparée, les prises de participations, la comptabilisation des transferts à l'Union Européenne et des transferts UEBL ou encore le mode de comptabilisation de recettes qui est également différent. Le tableau 31 est en effet construit en reprenant telles quelles les estimations de recettes de l'État central et des fonds reprises au projet de budget, en y ajoutant une partie des « autres recettes » présentées dans le volume III. Or ces estimations paraissent assez optimistes à l'aube des projections des recettes de la BCL.

Du fait de l'écart persistant entre d'une part des dotations de l'État aux fonds et d'autre part des dépenses programmées de ces derniers, l'État central consolidé affiche un déficit significatif tandis que l'État central au sens strict affiche même un léger surplus. Le déficit de 1,8% du PIB qu'affiche l'État central consolidé est en ligne avec le déficit présenté dans le volume III dévolu à la présentation SEC 95 du projet, mais bien inférieur à celui estimé par la BCL (voir ci-dessous).

En ce qui concerne les actifs des fonds spéciaux, le graphique suivant illustre que les réserves des fonds spéciaux affichent un déclin continu depuis 2001, et ceci en raison de recettes de ces fonds structurellement et significativement inférieures à leurs dépenses. Néanmoins, au vu des données brutes, cette tendance aurait été enrayée en 2006 étant donné que les actifs des fonds spéciaux s'étaient établis à 5,1% du PIB au 31 décembre 2006 comparé aux 4,4% du PIB un an plus tôt. Cette amélioration est cependant le résultat de l'affectation aux fonds du produit d'emprunts (emprunts accordés en faveur du Fonds des routes et du Fonds du rail) et de l'octroi à ces fonds de dotations budgétaires supplémentaires.

Lorsque ces emprunts, qui ne constituent bien évidemment pas des recettes au sens propre du terme, ne sont pas pris en compte, les réserves des fonds spéciaux affichent un déclin continu, et s'établissent à 1,6% du PIB en 2008 et à seulement 0,4% du PIB en 2009. On peut en conclure, que les fonds sont toujours structurellement en déficit, de sorte que leurs actifs resteront tributaires de l'affectation d'emprunts. Sans ces emprunts, les réserves des fonds spéciaux seraient quasi inexistantes²⁵.

Graphique 28
Évolution des réserves des fonds spéciaux (% du PIB)



Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2009*, Ministère des Finances, calculs BCL.

Note: 2008: estimations de la BCL
2009: projections de la BCL

25 Ces estimations sont conditionnelles à l'hypothèse d'une mise en œuvre partielle des programmes de dépense des fonds. Pour rappel, il est supposé que ces programmes seront intégralement mis en œuvre en ce qui concerne le Fonds pour l'emploi, le Fonds des pensions, le FCDF et les fonds d'investissement, tandis que les dépenses des autres fonds sont censées n'être exécutées qu'à raison de 85% en 2009.

2.12.2 Analyse des finances publiques luxembourgeoises et projections de la BCL

De la confrontation des dépenses aux recettes des administrations publiques découlent les soldes figurant au tableau suivant, qui sont estimés en conformité avec le scénario macro-économique sous-jacent (voir section précédente)²⁶.

Tableau 32

La situation des finances publiques luxembourgeoises: projections d'automne de la BCL (Novembre 2008)
(en % du PIB)

	2005	2006	2007	2008 ^e	2009 ^p	2010 ^p
Ensemble des administrations publiques						
Recettes totales	41,61	40,08	41,19	41,54	40,20	39,58
Dépenses totales	41,71	38,80	37,97	40,25	42,15	42,34
Déficit (-) ou surplus (+)	-0,1	1,3	3,2	1,3	-1,9	-2,8
Solde apuré de la conjoncture	0,3	1,2	2,7	0,8	-1,7	-2,3
Soldes effectifs des sous-secteurs						
Administration centrale	-1,3	-0,7	0,8	-1,0	-3,6	-4,2
Administrations locales	-0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Sécurité sociale	1,5	1,8	2,4	2,4	1,8	1,7

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2009, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.*

e: estimations;

p: projections.

Le surplus de l'ensemble des administrations publiques s'est monté à 3,2% du PIB *en 2007* à la faveur notamment de la conjoncture économique extrêmement favorable, d'une excellente performance du secteur financier ainsi que de la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006. L'impact positif est particulièrement bien ressorti sur les cotisations sociales et sur l'impôt sur les traitements et salaires, grâce à l'importante hausse de la masse salariale. S'y ajoutaient des niveaux de recettes extrêmement élevés en provenance de la taxe sur la valeur ajoutée et de la taxe d'abonnement sur les titres de société.

Par contre, *l'année 2008* se caractériserait par un coup d'arrêt au processus de consolidation budgétaire amorcé en 2005. Le surplus des administrations publiques devrait se détériorer, pour se chiffrer à 1,3% du PIB en 2008 comparé à 3,2% en 2007, sous l'effet déterminant des mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2008²⁷, mais également suite aux turbulences importantes sur les marchés financiers engendrant un ralentissement de la conjoncture économique. Ces turbulences financières auraient un impact négatif direct sur certaines recettes, entre autres la « taxe d'abonnement ». La sécurité sociale resterait traditionnellement excédentaire et compenserait le déficit de l'Administration centrale.

À ce stade, il est important de signaler que sur l'horizon 2008-2010, la BCL procède à des estimations propres de recettes, en conformité avec le scénario macro-économique sous-jacent (voir section précédente). Certains postes de dépenses font également l'objet de projections spécifiques, à savoir essentiellement la rémunération des agents publics, les transferts aux pouvoirs locaux et aux administrations de sécurité sociale et le Fonds pour l'emploi. Les estimations de la BCL relatives à ces catégories de dépenses s'écartent peu de celles figurant au projet de budget 2009. La seule différence significative se rapporte aux transferts aux administrations de sécurité sociale, avec à la clef des transferts supérieurs aux estimations officielles à raison de 110 millions d'euros dans les projections de la BCL. Les 110 millions sont calculés sur la

²⁶ Les projections de croissance du PIB réel font état d'un ralentissement marqué en 2008 à environ 2% après 5,2% en 2007. Pour l'année 2009, la croissance devrait atteindre un minimum absolu depuis le début des années 80, en s'établissant autour de zéro. La reprise que les projections de la BCL anticipent pour 2010 ne sera que graduelle. Le ralentissement de la croissance du PIB s'accompagnera d'une stagnation de l'emploi total, alors que les ajustements sectoriels ne sont pas à exclure. L'emploi total devrait progresser de 4,8% en 2008, avant de ralentir fortement en 2009, pour ne progresser que d'environ 1%.

²⁷ Pour 2008, il s'agit de: l'instauration d'un bonus pour enfants; de l'indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires; et de la diminution de 1% à 0,5% du taux du droit d'apport.

période 2007-2009, soit sur deux ans. Ceci implique que les projections de la BCL pour 2009 sont calculées sur base de ses propres estimations des transferts de l'État vers la sécurité sociale pour 2008. La grande partie de cette différence de 110 millions se reporte aux transferts vers la sécurité sociale de 2007-2008, étant donné que la mesure bonus pour enfant est implémentée en 2008. Le taux de croissance de ces transferts, estimé par la BCL, pour la période 2008-2009 est inférieur à ce qui était prévu dans le projet de budget 2009, étant donné que les projections de la BCL partent de l'hypothèse que le taux de croissance de l'emploi est plus faible, et de là, la masse salariale (tout en gardant à l'esprit que le total des transferts projeté par la BCL pour 2008 est plus élevé).

La divergence entre le projet de budget et les projections de la BCL est bien plus significative sur le versant des recettes. Les projections des recettes figurant dans le projet de budget volume III laisse augurer une progression des recettes totales de l'administration centrale d'un peu plus de 8% sur la période 2007-2009. Selon les projections de la BCL, établies sur base d'un scénario macro-économique propre, d'élasticités spécifiques et d'un chiffrage des nouvelles mesures, les recettes totales de l'administration centrale stagneraient sur le même horizon. La résultante de ces évolutions de recettes et de dépenses serait un besoin de financement de l'administration centrale de 3,6% en 2009, qui est le double du déficit SEC 95 estimé au projet de budget 2009. De plus, l'excédent de la sécurité sociale estimé par la BCL s'établira à 1,8% du PIB en 2009, alors que le projet de budget table pour sa part sur un excédent de 2,7%. Cette différence est en grande partie expliquée par un taux de croissance de l'emploi estimé par la BCL pour 2009 (autour de 1%) nettement inférieur à celui prévu par l'État (2,7%). Une deuxième raison serait la masse salariale. Le taux de croissance de la masse salariale estimé par la BCL représente un tiers du taux de la croissance de la masse salariale estimée dans le projet de budget 2009. Et finalement, la BCL prévoit un surplus de 2,4% du PIB en 2008 pour la sécurité sociale, tandis que celui-ci s'élève à 2,5% du PIB dans les estimations de l'État. De là, un effet de base est présent. Au total, les soldes relatifs à l'ensemble des administrations publiques pour 2009, projetés par la BCL, sont nettement moins optimistes que le projet de budget.

Pour 2009, une dégradation significative du solde de l'ensemble des administrations publiques se dessine, avec un passage d'une situation excédentaire à un besoin de financement. Le solde passerait d'un surplus de 1,3% du PIB en 2008 à un déficit de 1,9% en 2009. Cette dégradation est liée à trois facteurs principaux, à savoir²⁸:

1) Forte révision à la baisse du taux de croissance du PIB réel.

Comme indiqué plus haut, les projections macro-économiques de la BCL chiffrent un taux de croissance du PIB réel autour de zéro en 2009. L'écart de 3%, entre la croissance prévue au projet de budget et celle projetée par la BCL, devrait induire un manque à gagner de quelque 1,2% du PIB. Le fonctionnement libre des stabilisateurs automatiques contribuera à lisser le cycle économique.

2) Mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2009²⁹.

- Indexation partielle, à raison de 9%, des barèmes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques;
- Introduction de crédits d'impôts pour salariés et pensionnés, et du crédit monoparental;
- Mesures fiscales en faveur du logement: TVA-logement, épargne-logement, assurances solde restant dû;
- Introduction du système chèques services;
- Abolition du droit d'apport;
- Élargissement du cercle des bénéficiaires de l'exonération de la retenue d'impôt sur les dividendes;
- Doublement de l'allocation de chauffage, transformée en allocation de vie chère;
- Adaptation du tarif de l'impôt sur le revenu des collectivités³⁰.

²⁸ Les projections du solde budgétaire de la BCL diffèrent fortement de celles prévues dans le projet de budget 2009. Il faut noter que le Ministère des Finances a basé ses projections du solde des administrations publiques pour 2009 sur les hypothèses, qui semblent assez optimistes dans le contexte économique actuel, à savoir une croissance du PIB réel de 3% et un taux de croissance de l'emploi de 2,7%.

²⁹ Pour ses projections, par mesure de prudence, la BCL prend en compte uniquement les mesures qui sont suffisamment détaillées dans le projet de budget 2009.

³⁰ Cette mesure se répercutera sur le budget de l'État à partir de l'exercice 2010.

Le coût *ex ante* de ces mesures s'élèverait au total à 1,6% du PIB. Celui-ci repose sur le chiffrage figurant au projet de budget et paraît à première vue élevé, tout particulièrement en ce qui concerne l'impact de l'indexation partielle. Si les mesures de nature structurelle qui améliorent la compétitivité de l'économie luxembourgeoise, notamment en abaissant la fiscalité, sont souhaitables dans un contexte tant de court et de moyen terme, d'autres mesures de soutien du pouvoir d'achat sont conditionnées sur l'hypothèse incertaine d'un affaiblissement entièrement ponctuel de la conjoncture.

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

La crise financière qui a fortement touché les marchés européens en septembre 2008, n'a pas épargné le marché luxembourgeois, et aura un impact significatif sur les recettes de l'État luxembourgeois. Les taxes, telles que la « taxe d'abonnement » ou les impôts directs sur les revenus des ménages (dans une moindre mesure), seront touchées directement et afficheront une baisse dès 2008.

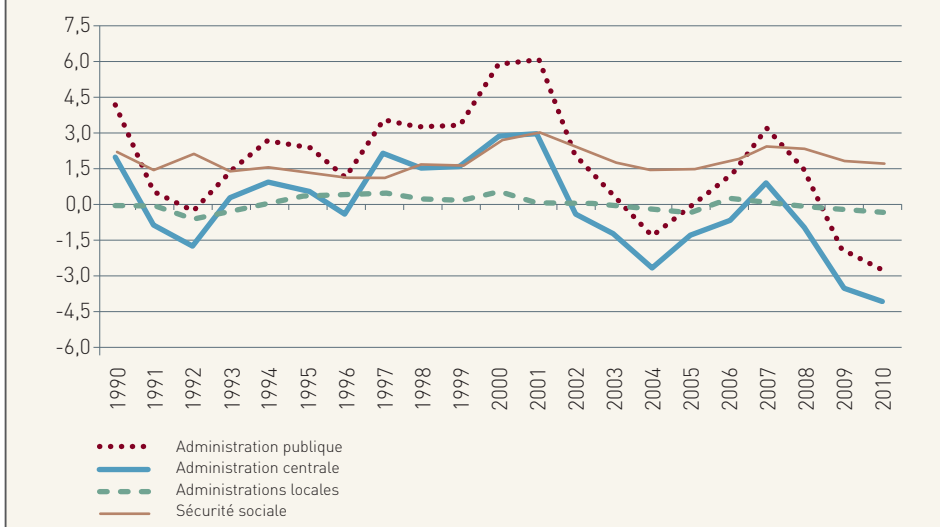
Le solde ajusté de la conjoncture calculé au moyen du filtre d'Hodrick-Prescott serait quant à lui négatif à raison de 1,7% du PIB en 2009, ce qui consacrerait un recul significatif par rapport à aux soldes ajustés des dernières années. Cette évolution reflète essentiellement les nouvelles mesures proposées par le gouvernement (cf. ci-dessus).

À ce stade, il est important de souligner que les projections de la BCL pour 2009 ne prennent pas en considération une éventuelle plus ou moins-value qui résulterait des opérations Dexia et Fortis décrites ci-dessous. Cette démarche est justifiée par l'importante incertitude quant au signe de cette plus-value, quant à son importance et quant à son moment d'occurrence.

Pour 2010, le prolongement de la détérioration du déficit des administrations publiques par rapport à 2009 se dessine, passant de 1,9% à 2,8%. Cette détérioration est principalement liée à la baisse des recettes de l'État. Ce sont les taxes directes payées par les sociétés qui diminuent avec un certain retard suite aux turbulences qui ont touché le secteur financier et dans une moindre mesure la taxe sur la valeur ajoutée, liée au ralentissement économique international.

Graphique 29

Soldes de l'administration publique et de ses sous-secteurs (en % du PIB)



Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2009*, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.

Il est utile de rajouter que ces projections sont susceptibles d'être révisées sur la base des développements de l'environnement international, de l'ampleur et de la durée des chocs financiers sur le secteur bancaire et de l'impact effectif sur les finances publiques des opérations de redressement de deux établissements de crédit par l'État.

Le graphique suivant illustre l'évolution des soldes budgétaires de l'administration publique ainsi que de ses sous-secteurs. La dégradation des soldes budgétaires, à partir de 2008 y est clairement visible, et plus particulièrement celle de l'administration centrale. Quant à l'objectif à moyen terme (OMT) égal à un déficit de 0,8% du PIB, celui-ci n'est plus respecté à partir de 2009.

La progression nominale des dépenses courantes (qui pèsent lourdement sur le budget de l'État) a été dans le passé fort dynamique. En 2007, le Luxembourg continue à afficher une progression nominale des dépenses courantes plus élevée comparée aux pays limitrophes ou à l'ensemble de la zone euro, même si une tendance à la décélération a été constatée depuis 2003. Le graphique suivant l'illustre. Le différentiel ne peut pas s'expliquer par la progression plus soutenue de la population au Luxembourg³¹. Même s'il semble que la croissance économique soit structurellement plus élevée au Luxembourg, il serait hasardeux de hisser d'une manière continue la progression des dépenses au niveau du PIB. En 2007, le différentiel semble décroître par rapport au taux de croissance des pays voisins, grâce notamment aux différentes mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006. Cependant, les projections de la BCL montrent que les dépenses courantes augmenteraient en 2008, 2009 ainsi que 2010 plus significativement que dans les pays limitrophes.

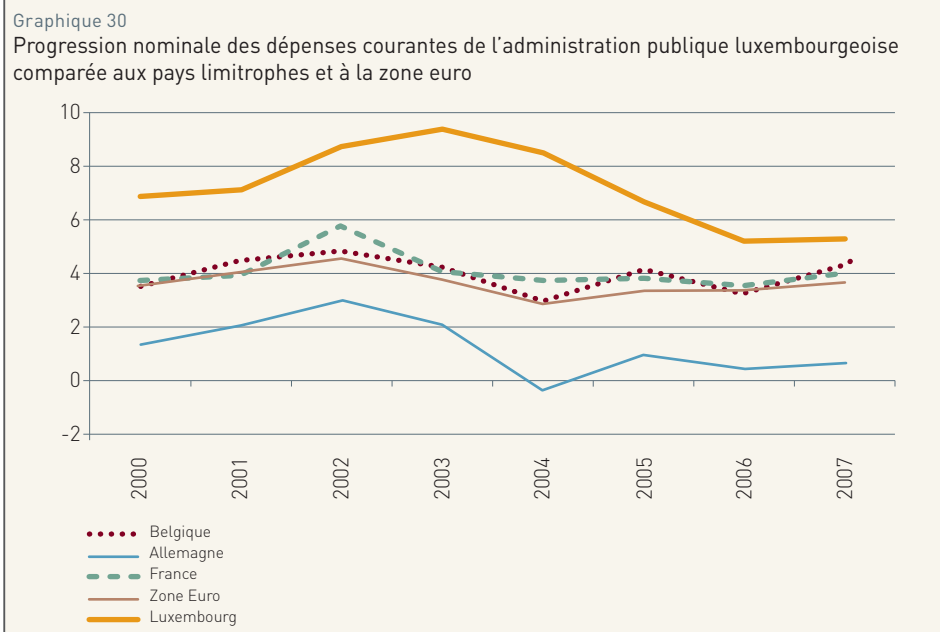
La BCL a appelé à de nombreuses reprises à un effort de consolidation des dépenses courantes. L'ajustement à la baisse sera très difficile en période de ralentissement économique qui attend le pays en 2009 et 2010. Il convient pourtant de veiller à ce que ces dépenses n'augmentent pas à un rythme trop soutenu, comme c'était le cas dans le passé. Il serait préférable de mettre en œuvre sans tarder une

norme de croissance des dépenses courantes des administrations publiques, en vertu de laquelle ces dépenses ne pourraient excéder la progression moyenne des dépenses équivalentes observée dans les pays limitrophes et/ou dans l'ensemble de la zone euro. Cette norme pourrait s'appliquer sur des fenêtres mobiles de trois ou quatre ans. Elle pourrait même être corrigée vers le haut, afin de prendre en compte la progression de la population tendanciellement plus forte au Luxembourg, et les pensions et autres prestations sociales pourraient éventuellement faire l'objet d'un encadrement spécifique étant donné qu'elles obéissent à des déterminants particuliers. Les économies engendrées par une telle norme d'évolution des dépenses permettraient au pays de mieux pallier l'infléchissement de la croissance déjà projetée pour 2009 et 2010, voire au-delà.


Les risques potentiels pour les recettes de l'État

Les récentes turbulences qui ont touché les marchés financiers au niveau mondial n'ont pas épargné le secteur financier luxembourgeois, ce dernier étant fortement exposé aux événements extérieurs. Vu le poids du secteur financier dans l'économie luxembourgeoise, et sa structure, cette détérioration devrait se faire sentir dès 2008 sur les recettes de l'État et d'une manière plus prononcée durant les années subséquentes. Les recettes d'État, traditionnellement très volatiles, ainsi que l'incertitude liée aux récentes turbulences, rendent leurs estimations difficiles.

Pour 2008, une estimation de la **taxe d'abonnement** dans une fourchette de 410 à 580 millions d'euros avec une moyenne de quelque 500 millions d'euros semble réaliste. Notons encore que l'État a estimé la taxe d'abonne-



31 Celle-ci est d'ordre de 0,5% par an de plus que la zone euro, en moyenne, sur la période 2002-2007.



ment pour 2008 à 700 millions d'euros, montant qui ne sera certainement pas encaissé au vu des développements sur les marchés financiers. Une estimation de la taxe d'abonnement pour l'année 2009 est un exercice délicat parce que l'évolution future de la valeur nette d'inventaire (VNI) est affectée d'une incertitude exceptionnellement élevée. Selon une première estimation de la BCL, qui est basée, entre autres, sur un recul de 25% de la VNI, cette taxe se situerait dans une fourchette de 360 et 510 millions d'euros avec une moyenne de 435 millions d'euros. Pourtant, le projet de budget pour 2009 estime la taxe d'abonnement à 650 millions d'euros.

Dans le projet de budget 2009, l'État prévoit une augmentation d'environ 40% des recettes de la **taxe sur la valeur ajoutée (TVA)** par rapport au budget voté pour 2008. D'après l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines, cette augmentation est principalement due à l'installation de certains opérateurs du commerce électronique (150 millions d'euros) et à l'explosion des prix des carburants entre 2007 et 2008 (88 millions d'euros). Pour 2009, l'État prévoit un taux de progression de l'ordre de 10% par rapport aux projections des recettes effectivement perçues en 2008. Pour 2009, la BCL voit deux risques, par rapport à la perception de ces recettes. Le premier, non seulement les prix, mais aussi la consommation de carburants risquent de chuter suite au ralentissement de l'activité économique. Le deuxième, les projections de la BCL montrent que le taux de croissance de la consommation privée baisserait significativement et serait même négatif en 2009. Sur cette base, les projections de la BCL prévoient au mieux une stagnation, avec un montant autour de 2 350 millions euros, voire une légère baisse, des recettes de la TVA en 2009 par rapport aux recettes effectivement encaissées en 2008.

Quant à l'**impôt retenu sur les traitements et salaires**, celui-ci a connu une croissance continue ces dernières années, grâce notamment à une progression importante de la masse salariale, soutenue par une conjoncture économique très favorable. Cette tendance risque de se retourner à partir de l'année 2009. Le projet de budget 2009 prévoit une baisse de recettes de quelque 2,5% en 2009 par rapport à l'année 2008, sous l'hypothèse d'un taux de croissance de l'emploi de 2,7%. Comme indiqué plus haut, les projections de la BCL montrent une croissance de l'emploi limité à environ 1% en 2009, et un taux de chômage qui augmente au cours des deux prochaines années. Quant à la masse salariale, celle-ci augmenterait de 5,9% selon de projet de budget et d'uniquement 2,2% selon les projections de la BCL. La BCL estime que la dégradation de la situation sur le marché de l'emploi au cours de l'horizon de projection risque d'avoir un impact à la baisse plus substantiel sur les recettes des impôts retenus sur les traitements et salaires que celui de 2,5% prévu dans le projet de budget, et la même chose vaut pour 2010.

Finalement, d'après les chiffres provisoires, le **produit bancaire**, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, a baissé de 572 millions d'euros, soit de 7,5%, en passant de 7 658 millions d'euros au 3^e trimestre 2007 à 7 086 millions une année plus tard. En prenant en compte les frais de personnel et d'exploitation ainsi qu'un besoin de constitution nette de provisions, le résultat avant impôts s'est élevé à 2 542 millions d'euros au 30 septembre 2008, en baisse de 34,6% par rapport à fin septembre 2007. De même, le montant des impôts sur revenu et bénéfice à payer par les banques est passé de 655 à 529 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 126 millions d'euros, soit 19,2%, en comparaison annuelle. Vu les circonstances incertaines sur les marchés financiers et les perspectives de croissance économique révisées à la baisse, cette tendance pourrait se confirmer également en 2009 et 2010.

À ce stade ci, il est important à signaler que *la non-disponibilité de la ventilation des recettes de l'État* rend difficile l'analyse de la situation des finances publiques. Cette lacune est particulièrement regrettable dans la période actuelle de turbulences sur le marché des capitaux. La BCL estime qu'il est impératif de disposer de statistiques plus détaillées sur les recettes de l'État effectivement encaissées (notamment au niveau de la ventilation: taxe d'abonnement, droits d'enregistrement, impôts reçus sur les revenus des collectivités, etc). Les seules données disponibles au public, et de là à la BCL, avant la publication de projet du budget,³² sont les totaux des entrées des recettes (« cash flows ») par mois. Il est regrettable de constater qu'il faut attendre le mois

32 Les encaissements pour les six premiers mois de l'année sont publiés

d'octobre de l'année en cours pour avoir un nombre limité de ces statistiques. Notons que dans la plupart des pays de la zone euro, ces statistiques sont disponibles au public bien avant et d'une manière fort détaillée.

2.12.3 La dette publique et la soutenabilité à terme de la politique budgétaire

Après avoir été caractérisé par une relative stabilité au cours des dernières années, le ratio de la dette des administrations publiques a affiché une hausse particulièrement nette de plus de sept points de pourcentage en 2008, pour s'inscrire à 14,1%. Cette évolution reflète, à hauteur de 2,5 milliards d'euros, l'essentiel des emprunts destinés à rétablir la situation financière de deux établissements de crédit (Dexia BIL S.A. et Fortis Banque Luxembourg). Une explication supplémentaire de la hausse prononcée du ratio de la dette tient au fait que le gouvernement a emprunté un total de 200 millions d'euros pour le financement d'investissements en infrastructures par le biais du Fonds du rail et du Fonds des routes. En ce qui concerne 2009, de nouveaux emprunts pour un montant de 200 millions d'euros en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes feront augmenter quelque peu le ratio de la dette qui passera à 14,7% en 2009. La même opération se répétera en 2010 et le ratio de l'endettement s'établira à 15,3% du PIB.

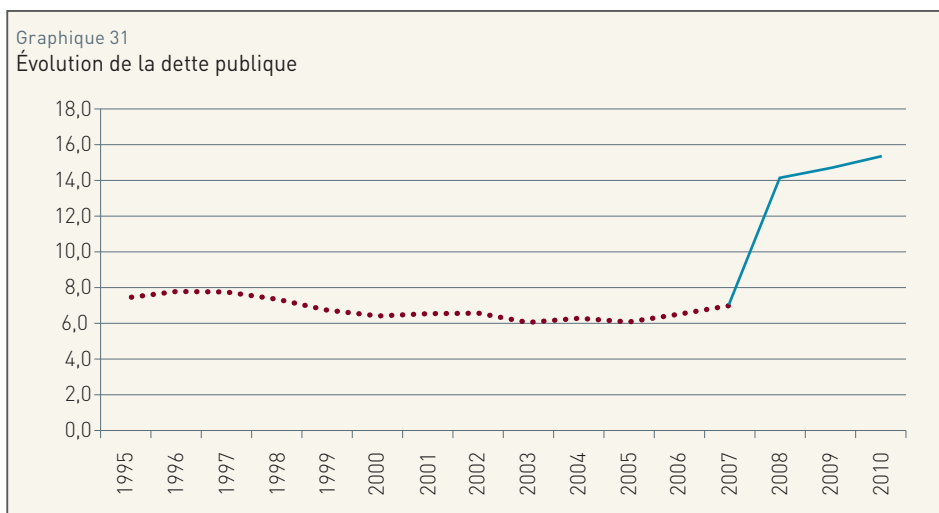
Comme indiqué plus haut, les opérations Dexia et Fortis ont un impact direct et immédiat sur la dette publique, mais ne devraient pas avoir d'impact négatif sur le solde de l'administration publique. La BCL déplore cependant que les informations officielles quant aux coûts de ces deux opérations soient communiquées assez tard, et que celles relatives à la plus-value éventuelle que celles-ci engendreraient pour les finances de l'État, ne soient pas plus transparentes et détaillées³³.

De plus, le règlement grand-ducal du 10 octobre 2008 autorise le Gouvernement à octroyer une garantie financière au groupe Dexia. Cette garantie est plafonnée à 4,5 milliards d'euros (12% du PIB) correspondant à 3% du montant de l'ensemble des financements levés par le groupe Dexia avant le 9 octobre 2008 et arrivant à échéance avant le 31 octobre 2009. En contrepartie, l'État est supposé percevoir une rémunération reflétant l'avantage que la garantie confère au groupe

Dexia sur base de conditions de marché normales. Cette garantie devrait être définie d'après les critères suivants: types d'instruments à couvrir, maturité (supérieure à trois mois) et rémunération, tels que spécifiés dans les Recommandations de l'Eurosystème sur requête de la Commission européenne.

Les projections de la BCL n'incluent pas cette garantie dans le total de la dette publique ni de 2008, ni de 2009. Aussi longtemps que cette garantie n'est pas amenée à être exécutée, il n'y a pas d'impact ni sur la dette publique ni sur le solde budgétaire. Pourtant, cette garantie représente clairement un risque d'augmentation de la dette publique en 2009, pouvant aller jusqu'à 12% du PIB.

Une vigilance supplémentaire est de mise en raison de la détérioration projetée de la situation budgétaire du régime général de pension. À travers ses diverses publications, la BCL a mis en avant la nécessité de réformer



Source: STATEC, Ministère des Finances, calculs BCL.

³³ Le Ministre de Budget Luc Frieden a communiqué à la presse, que l'opération de sauvetage de Fortis engendrerait une plus value de 10% pour l'État. Il a également évoqué une probabilité selon laquelle le différentiel entre l'endettement et la plus-value sera distribué aux petits actionnaires de Fortis. Plus d'informations n'ont pas été communiquées à ce jour.

le régime de pension. Les résultats de ces travaux montrent que le préfinancement requis afin de permettre au régime général de pension d'accumuler des réserves suffisantes sur un horizon de long terme pourrait se monter à près de 6% du PIB par an³⁴. Dans son rapport sur la soutenabilité, la Commission européenne parvient quant à elle à la conclusion que les soldes budgétaires du Luxembourg devraient être rehaussés à concurrence d'environ 9% du PIB afin d'assurer le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle. Ce constat est moins favorable que celui de la BCL, car la Commission prend en compte les conséquences du vieillissement sur l'ensemble des dépenses des administrations publiques et non sur les seules pensions du régime général. Elle intègre en outre l'incidence sur la soutenabilité des déficits initiaux de l'État central. Ces résultats soulignent la nécessité de procéder sans tarder à une consolidation de la sécurité sociale.

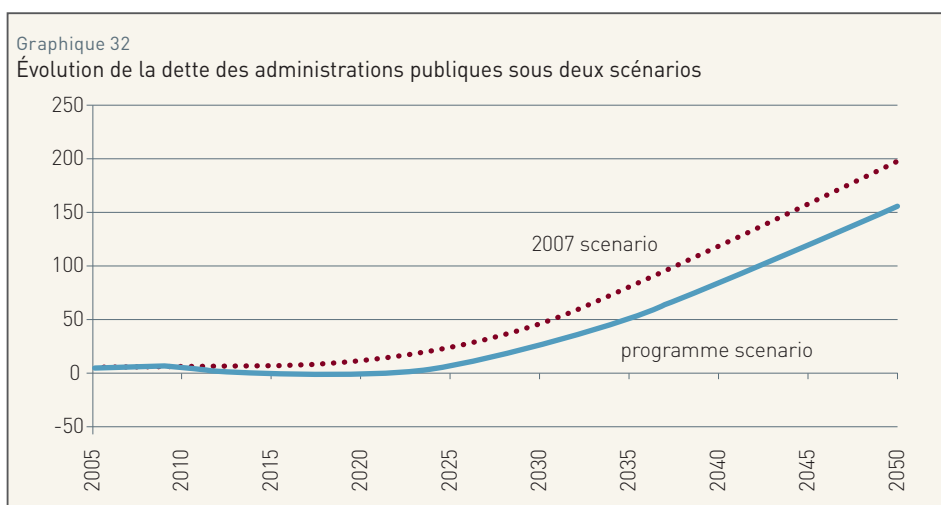
De nombreuses institutions internationales (FMI, OCDE, CE ...) ont mis en exergue à plusieurs reprises le poids insoutenable des engagements futurs du régime général de pension.

Dans son évaluation de la 9^{ème} actualisation du Programme de stabilité du Luxembourg, la Commission a projeté l'évolution de la dette publique de l'ensemble des administrations publiques jusqu'en 2050, à travers deux scénarios³⁵.

Le premier scénario (scénario 2007), suppose que le solde structurel primaire hors impact du vieillissement va se maintenir tout au long de l'horizon de projection au niveau atteint en 2007. Le second (scénario programme), suppose quant à lui que les objectifs budgétaires du Programme de Stabilité seront respectés. Dans les deux cas, les simulations prennent en compte l'augmentation des dépenses des administrations publi-

ques imputable au vieillissement, cet accroissement étant estimé à quelque 8,2% du PIB de 2010 à 2050. L'impact estimé du vieillissement induirait une hausse spectaculaire du ratio d'endettement des administrations publiques, tel qu'indiqué au graphique ci-dessous. Le ratio de la dette publique au PIB dépasserait le seuil de 60% vers le milieu des années 2030.

Dans ce contexte, la récente augmentation du ratio de la dette publique (opérations Dexia et Fortis) ne fait qu'accélérer le processus de dégradation de l'endettement brut des administrations publiques.



Source: Commission européenne (2008), Évaluation de la 9^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, p.36.

34 Selon les projections de la BCL, qui ne constituent pas des prévisions à proprement parler dans un environnement incertain, les excédents du régime général de pension devraient amorcer un déclin dans un avenir proche, et se mueraient ensuite en déficit. Cette dégradation se traduirait tout d'abord par un fléchissement des réserves et dans un second temps par l'apparition d'un endettement.

35 Commission européenne (2008), Évaluation de la 9^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, pp.36-37.

