



**1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE**

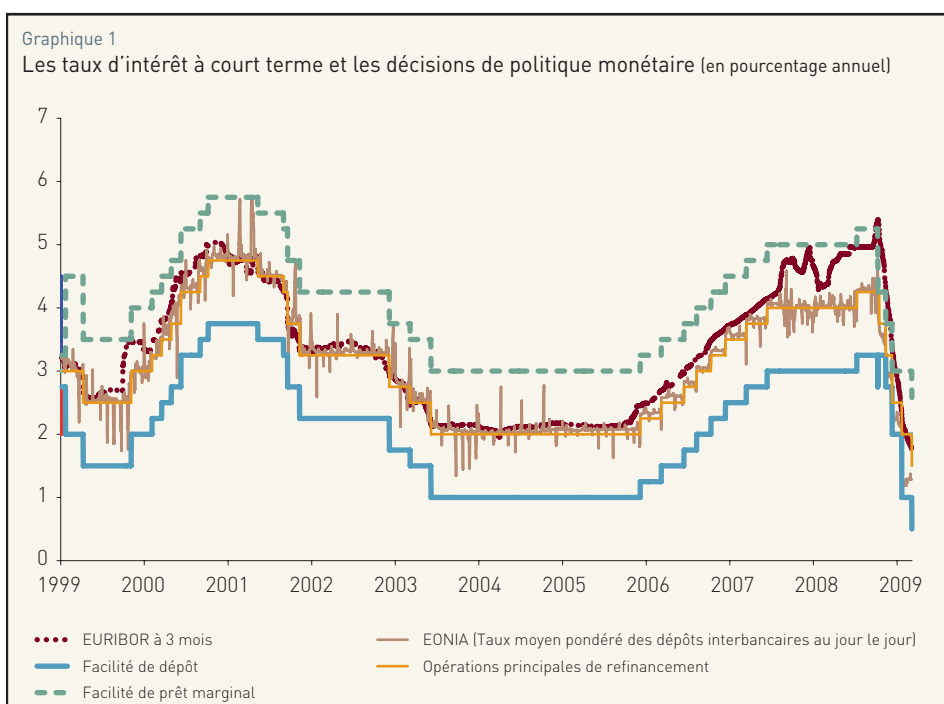
1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.2	Les taux d'intérêt des institutions financières et monétaires de la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.4	Les marchés boursiers	18
1.5	Les taux de change de l'euro	19
1.6	L'évolution des prix à la consommation	20
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	21
1.8	Les projections pour la zone euro	24
1.9	Le commerce extérieur	25
1.10	La balance des paiements	27
2	La situation économique au Luxembourg	29
2.1	L'évolution des prix et des coûts	29
2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	29
2.1.2	Les prix à la production industrielle	34
2.2	L'industrie	35
2.3	La construction	36
2.4	Le commerce et les autres secteurs	36
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	37
2.6	Le marché du travail	39
2.6.1	L'emploi et le chômage	39
2.7	Le secteur financier	43
2.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	43
2.7.2	L'effectif dans les établissements de crédit	44
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit	44
2.7.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	45
2.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	52
2.7.6	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	53
2.7.7	Les organismes de placement collectif (OPC)	56
2.8	Le commerce extérieur	59
2.9	La balance des paiements	61
2.9.1	Le compte courant	61
2.9.2	Le compte financier	62
2.10	La croissance économique	63
2.11	Retour sur les projections macroéconomiques de l'hiver 2008	65
2.12	Les finances publiques	67

# 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

Depuis début octobre 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a baissé le taux appliqué aux opérations principales de refinancement de 275 points de base au total, le portant à 1,50%. A partir du 21 janvier 2009, 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 relevé de 100 à 200 points de base; les taux des facilités permanentes s'élèvent donc, respectivement, à 2,50% et 0,50%. A rappeler que ce corridor avait été réduit à 100 points de base en octobre 2008.

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a de plus décidé de maintenir la procédure d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies - pour l'ensemble des opérations principales de refinancement, des opérations de refinancement spéciales et des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et régulières - aussi longtemps que nécessaire et en tout cas au-delà de fin 2009. Le Conseil des gouverneurs a en outre décidé de conserver la fréquence et les durées en vigueur des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et des opérations de refinancement spéciales aussi longtemps que nécessaire et en tout cas au-delà de fin 2009.



Source : Bloomberg, BCE

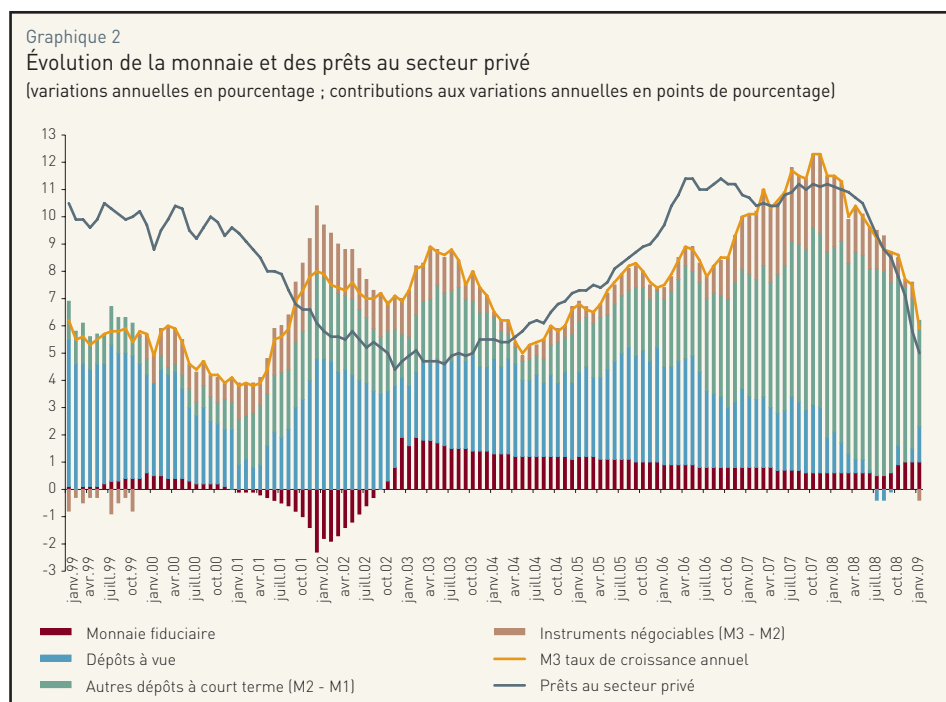
Depuis le début de l'année, le taux appliqué aux opérations principales de refinancement a été abaissé de 100 points de base; cet abaissement fut implémenté en deux tranches de 50 points de base, respectivement en janvier et en mars. La progression annuelle de l'IPCH a poursuivi son recul ces derniers mois. En effet, le glissement annuel de l'IPCH est passé de 1,6% en décembre 2008 à 1,1% en janvier 2009; selon l'estimation rapide d'Eurostat, le taux d'inflation s'est inscrit à 1,2% en février. Le repli de l'inflation depuis l'été passé reflète essentiellement la baisse considérable des cours mondiaux des matières premières. Les signes d'une diminution plus généralisée des risques inflationnistes sont également de plus en plus nombreux. Il est probable que le taux d'inflation affichera une volatilité accrue en 2009. Principalement en raison d'effets de base liés aux évolutions antérieures des prix de l'énergie, la progression annuelle de l'IPCH devrait continuer à fléchir dans les prochains mois et pourrait s'inscrire temporairement à des niveaux négatifs au milieu de l'année. Néanmoins, le taux d'inflation devrait augmenter de nouveau par la suite, également en raison d'effets de base résultant des évolutions antérieures des prix de l'énergie. Cette volatilité à court terme n'est toutefois pas pertinente du point de vue de la politique monétaire. Les projections de mars 2009 établies par les services de la BCE prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 0,1% et 0,7% en 2009 et entre 0,6% et 1,4% en 2010. Par rapport à décembre 2008, les récentes projections relatives à l'IPCH pour 2009 et 2010 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 replié de 1,5% en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2008, selon la première estimation d'Eurostat. Les informations disponibles indiquent que l'activité économique est restée morose dans la zone euro début 2009. Sous l'effet des turbulences financières, l'activité économique mondiale s'est considérablement ralentie ces derniers mois, les économies émergentes étant également de plus en plus touchées. Le ralentissement sensible de l'activité économique est imputable à la contraction considérable des volumes des échanges internationaux ainsi qu'au recul sensible de la demande intérieure dans la zone euro. Selon le Conseil des gouverneurs, la demande à la fois intérieure et extérieure diminuera en 2009, pour se redresser ensuite progressivement. Les projections macroéconomiques de mars 2009 établies par les services de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro comprise entre -3,2% et -2,2% en 2009 et entre -0,7% et +0,7% en 2010. Par rapport à décembre 2008, les projections macroéconomiques récentes pour 2009 et 2010 ont été fortement revues à la baisse. La reprise progressive prévue pour 2010 reflète en outre les effets des mesures importantes de relance macroéconomique.


En ce qui concerne l'analyse monétaire, la croissance annuelle de l'agrégat large M3 et des agrégats de crédit a continué de se ralentir. Les données confirment que les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix continuent à s'atténuer. Au quatrième trimestre 2008, l'agrégat large (M3) a progressé de 7,9%, pour s'inscrire à 5,9% en janvier 2009; le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé s'est établi à 6,9% entre octobre et décembre 2008, et à 5,0% en janvier 2009. Certaines composantes de l'agrégat large, notamment les titres d'OPCVM monétaires, affichent une forte volatilité mensuelle ces derniers temps.

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 accrue ces derniers mois. Le taux de croissance annuel de M1 est passé de 2,2% en novembre à 5,2% en janvier.

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 est tombé de 16,0% en novembre à 9,7% en janvier. Alors que l'impact de ces dépôts sur l'accroissement de l'agrégat large a fléchi, il demeure toutefois considérable, comme souligné par le graphique qui montre bien à quel point M2-M1 a soutenu la croissance de M3. 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 du recul de l'agrégat. En effet, si les dépôts à préavis ont continué à se replier jusqu'en novembre, ils ont faiblement progressé en décembre et en janvier. La croissance annuelle des dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est toutefois fortement modérée, passant de 29,3% en novembre à 23,3% en décembre, et finalement à 14,3% en janvier; le poids de ces dépôts dans l'agrégat large est d'ailleurs nettement supérieur au poids des dépôts à préavis.



Source : BCE



La croissance annuelle des instruments négociables M3-M2 s'est élevée à 1,7 % et à 3,7 % en novembre et en décembre, pour s'inscrire à -2,4 % en janvier. Ces développements reflètent une évolution hétérogène des trois sous-composantes. Le taux de croissance annuel des titres de créance d'une échéance inférieure ou égale à deux ans est passé de -8,1 % en novembre à -10,9 % en décembre et finalement à -24,8 % en janvier. En même temps, la progression annuelle des titres d'OPCVM monétaires a rebondi à 4,8 % en décembre, après 1,7 % en novembre, pour s'inscrire à 2,5 % en janvier. Les accords de pension (« repurchase agreements ») ont toutefois continué à progresser relativement vigoureusement ; leur taux de croissance, sur base annuelle, s'est inscrit à 11,6 % en novembre, pour passer à 16,0 % en décembre avant de tomber à 7,1 % en janvier.

En ce qui concerne les contreparties de M3, on constate que les prêts au secteur privé affichent toujours une tendance baissière, s'établissant à 5,0 % en janvier, par rapport aux 7,1 % et 5,8 % enregistrés respectivement en novembre et en décembre 2008. La ventilation sectorielle indique que le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non-financières (SNF) a continué à fléchir : la progression annuelle des prêts aux SNF est ainsi passée de 11,2 % en novembre à 9,5 % en décembre, pour s'inscrire à 8,8 % en janvier. Quant à la croissance annuelle des prêts aux ménages, elle a continué sur sa trajectoire baissière entamée en 2006, tant du côté des crédits immobiliers que du côté des crédits à la consommation ; les progressions respectives des crédits immobiliers et des crédits à la consommation ont ainsi atteint leur creux historique en janvier, à 1,0 % et 1,3 %. Néanmoins, l'évolution des crédits reflète, pour partie, l'effet baissier de la titrisation.

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

Dans le sillage de la baisse du taux de refinancement de l'Eurosystème de 175 points de base entre début octobre et fin décembre 2008, l'ensemble des taux d'intérêt offerts par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro sur les nouveaux contrats étaient en baisse entre septembre et décembre 2008, dernière date de disponibilité des données.

Ainsi, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable était en baisse de 70 points de base, passant de 5,80 % en septembre, à 5,10 % en décembre 2008.

La diminution observée sur le coût des nouveaux contrats des crédits à la consommation, pour lesquels la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans<sup>1</sup>, est beaucoup plus modeste. Elle a atteint 19 points de base entre septembre (7,20 %) et décembre 2008 (7,01 %).

Les autres crédits aux ménages, à taux variable, ont vu leur coût diminuer de 123 points de base entre septembre (6,24 %) et décembre 2008 (5,01 %).

En décembre 2008, le coût d'emprunt payé par les sociétés non financières (SNF) pour des nouveaux contrats ne dépassant pas un million d'euros était de 96 points de base inférieur à celui observé à la fin du troisième trimestre (5,38 % contre 6,34 %). Pour les nouveaux contrats supérieurs à un million d'euros, le coût d'emprunt était en baisse de 133 points de base entre septembre (5,62 %) et décembre 2008 (4,29 %).

<sup>1</sup> La période de fixation du taux d'intérêt (PFTI) prise en référence (un à cinq ans) est la plus représentative en vue d'une comparaison avec les données des banques luxembourgeoises.

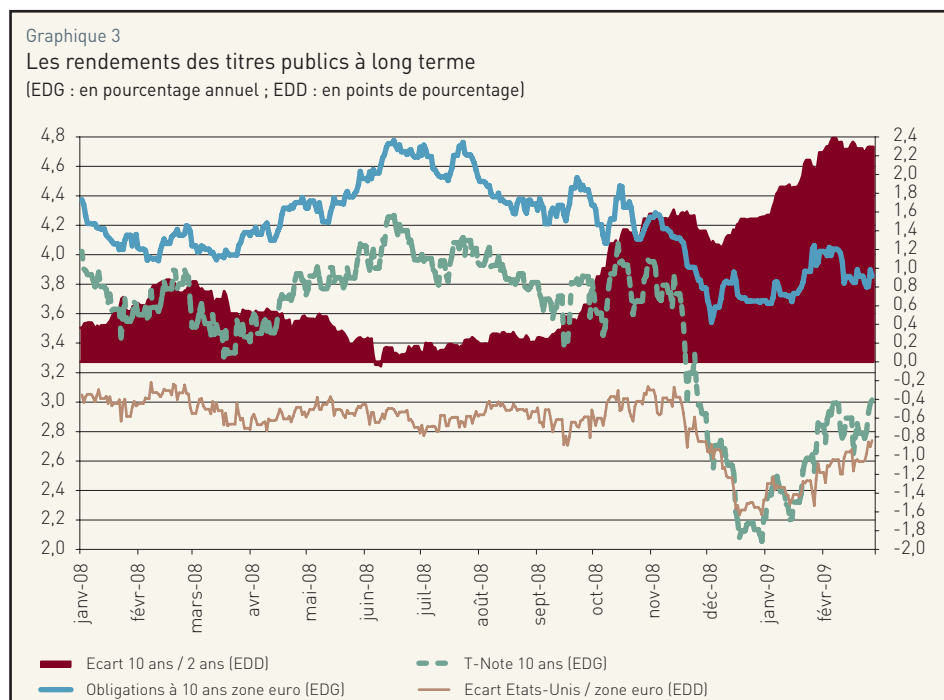
Enfin, les dépôts à terme des ménages avec une durée initiale inférieure à un an, étaient rémunérés à raison de 3,75% en décembre contre 4,65% en septembre 2008 (-90 points de base), tandis que ceux des SNF, pour des maturités identiques, passaient de 4,52% à 2,87% (-165 points de base) entre le début et la fin du quatrième trimestre 2008.


### 1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Depuis la fin du mois de novembre, les rendements des titres publics à long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro ont globalement affiché une tendance à la hausse qui a reflété les émissions de dettes destinées à financer les plans de relance économique et de soutien au système bancaire mis en place par les différents gouvernements nationaux. Entre le 1<sup>er</sup> décembre 2008 et le 28 février 2009, le rendement des Bons du Trésor à 10 ans a augmenté de 16 points de base dans la zone euro et de 28 points de base aux Etats-Unis pour s'établir respectivement à 3,85% et 3,01%. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis s'est légèrement réduit pour avoisiner les 84 points de base en fin de période. L'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans a quant à lui continué à se creuser de manière substantielle dans la zone euro depuis le mois de décembre sous l'effet, d'une part, des baisses de taux d'intérêt directeurs par la BCE, et d'autre part, de l'influence des émissions obligataires sur la progression des taux longs.

Au cours de la période étudiée, les marchés obligataires ont continué d'afficher une certaine volatilité. Aux Etats-Unis, le rendement des Bons du Trésor à 10 ans a tout d'abord poursuivi son mouvement de recul pendant le mois de décembre à la suite, notamment, de l'annonce par le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale du maintien pour une durée prolongée du taux d'intérêt directeur dans une fourchette comprise entre 0,0 et 0,25%. Le taux des emprunts d'Etat à long terme a ainsi enregistré une baisse de 68 points de base pour se rapprocher du niveau historiquement bas de 2% au 30 décembre 2008. Le rendement des obligations à 10 ans dans la zone euro s'est quant à lui stabilisé au cours de cette période, après avoir connu une baisse modérée en début de mois sous l'effet

d'une réduction par la BCE des taux d'intérêt directeurs de 75 points de base. A partir du mois de janvier, le rendement de l'emprunt d'Etat à 10 ans s'est de nouveau tendu aux Etats-Unis et dans la zone euro en raison de l'afflux d'émissions de titres inhérent au financement de la mise en œuvre des plans de relance annoncés par les gouvernements. Ce mouvement de hausse des taux longs s'est ensuite prolongé de manière significative jusqu'au début du mois de février. La dégradation prononcée des perspectives économiques et l'absence de détails sur le plan américain de relance et de soutien au crédit et au système bancaire se sont ensuite traduites par un retour de l'aversion au risque qui s'est accompagné d'un regain d'intérêt pour les emprunts d'Etat. Ce comportement de fuite vers la qualité de la part des investisseurs a engendré une baisse des taux à long terme au cours des trois premières semaines de février, performance d'autant plus impres-





sionnante que le marché devait absorber dans le même temps une quantité massive de nouveaux titres de dette souveraine. Ce mouvement s'est toutefois interrompu en fin de période pour laisser place à une évolution divergente des deux côtés de l'Atlantique : alors que le rendement de l'emprunt d'Etat dans la zone euro est demeuré relativement stable, les taux à long terme ont augmenté de 23 points de base aux Etats-Unis, les montants élevés de dette émis sur le marché obligataire prenant le dessus sur les incertitudes persistantes relatives à la santé du système économique et financier.

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 décembre, pour atteindre un différentiel de 2,30% au 28 février 2009, alors qu'il était déjà de 1,35% au début du mois de décembre. En provoquant une détente des taux courts, l'assouplissement de la politique monétaire par l'Eurosystème a certes 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, mais l'évolution de cet écart a été principalement accentuée par le comportement des taux longs ; la mise en œuvre des plans de relance et de soutien au secteur bancaire 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 Etats, 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 Etats-Unis et dans la zone euro a tout d'abord augmenté de manière assez significative jusqu'à la mi-décembre, avant de se réduire progressivement à partir du mois de janvier. Cette évolution s'explique, dans un premier temps, par l'assouplissement prononcé de la politique monétaire aux Etats-Unis, puis dans un second temps, par l'émission massive de titres de dette publique US, cette dernière ayant par ailleurs alimenté une montée de la défiance des investisseurs envers la qualité de la signature américaine. Ce sentiment d'inquiétude concernant la soutenabilité de la charge fiscale relative aux plans de relance s'est également illustré au niveau de la zone euro. 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 membres ont en effet poursuivi leurs évolutions divergentes, reflétant ainsi les primes de risque attribuées par les opérateurs à la qualité de remboursement des différents émetteurs souverains. Les écarts de rendement par rapport au papier allemand, considéré comme plus sûr et plus liquide en période d'aversion au risque, ont ainsi atteint des niveaux records à la mi-janvier après la dégradation par Standard & Poor's de la note de long terme du Portugal, de l'Espagne et de la Grèce et la mise sous surveillance avec implication négative de celle de l'Irlande.

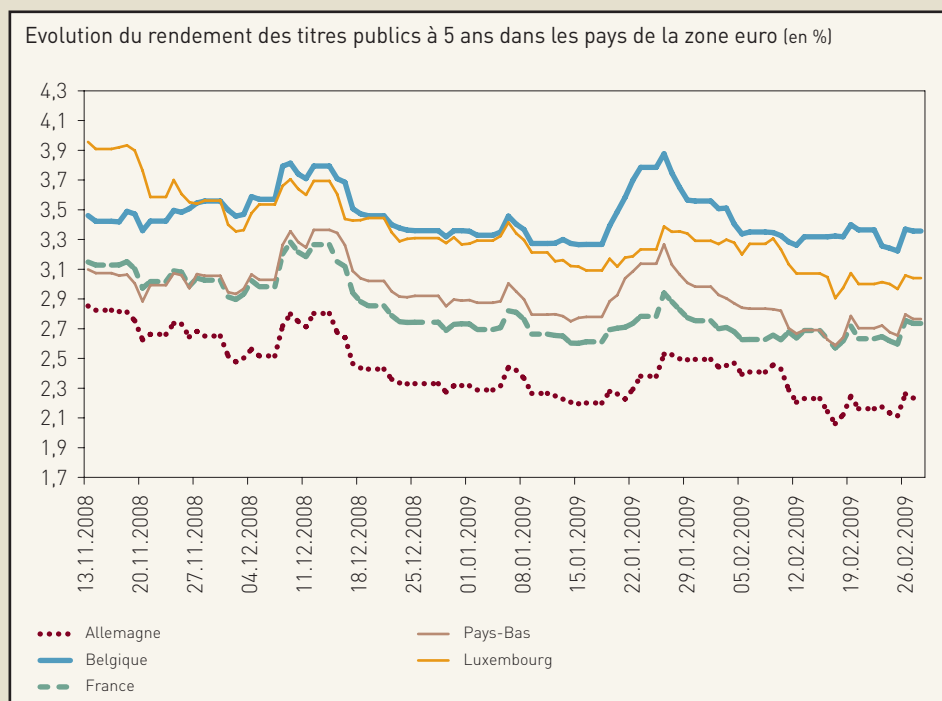
## L'ÉVOLUTION DES RENDEMENTS SUR LES TITRES DE DETTE ÉMIS PAR L'ÉTAT

## LUXEMBOURGEOIS

L'Etat luxembourgeois a émis à la fin de l'année 2008 pour 2 milliards d'euros d'emprunt à 5 ans afin de financer son programme de soutien aux banques. La souscription de ces titres a remporté un vif succès auprès des investisseurs particuliers, notamment des résidents luxembourgeois qui ont absorbé près des ¾ des montants adjugés lors de cette opération. Du point de vue de ses caractéristiques, cet emprunt d'Etat luxembourgeois est composé d'obligations à taux fixe de maturité décembre 2013 dont la valeur nominale est de 1 000 euros et le coupon de 3,75 %. Ces titres ont par ailleurs été émis sous forme de nouveaux certificats globaux (*New global Note*) et sont de ce fait éligibles en tant que garanties collatérales pour les opérations de crédit de l'Eurosystème.

En comparaison avec des titres de même maturité, le Luxembourg, qui dispose d'une notation AAA, se positionne parmi les pays de la zone euro dont l'écart de rendement est le plus faible vis-à-vis de l'Allemagne, après la France, les Pays-Bas et la Finlande [respectivement +50, +53, et +56 points de base contre +0,92 % pour le Luxembourg au 28 février 2009]. Bien que l'absence de CDS sur la dette de l'Etat luxembourgeois ne permette pas d'évaluer précisément la perception du risque de défaut par les opérateurs de marché, les indicateurs relatifs à la soutenabilité des finances publiques apparaissent dans l'immédiat comme étant largement favorables, avec une dette publique de l'ordre de 14 % du PIB et une prévision de déficit légèrement inférieure à 2 % pour l'année 2009 (selon les prévisions de décembre de la BCL). Dans cette perspective, la *prime de risque* inhérente à la qualité de la signature de l'Etat luxembourgeois devrait donc être relativement faible, ce qui implique que le Grand-Duché se situerait dans une position « intermédiaire » qui s'expliquerait alors par la prime de liquidité correspondant à la taille limitée du marché secondaire pour ce type de titre.

D'un point de vue évolutif, le taux de rendement de l'emprunt public luxembourgeois a connu une nette tendance à la baisse depuis sa souscription, passant de 3,96 % le 13 novembre 2008 à 3,04 % le 28 février 2009. Sur l'ensemble de cette période, le profil de développement de la rémunération de l'emprunt d'Etat luxembourgeois est relativement similaire à celui des autres Etats membres de la zone euro (l'Irlande et la Grèce faisant cependant figure d'exception), à la différence près que l'écart de rendement entre l'Allemagne et le Grand-Duché s'est réduit de manière croissante, en passant de 1,10 % à 0,81 % entre novembre 2008 et février 2009. De fait, partant d'un niveau plus



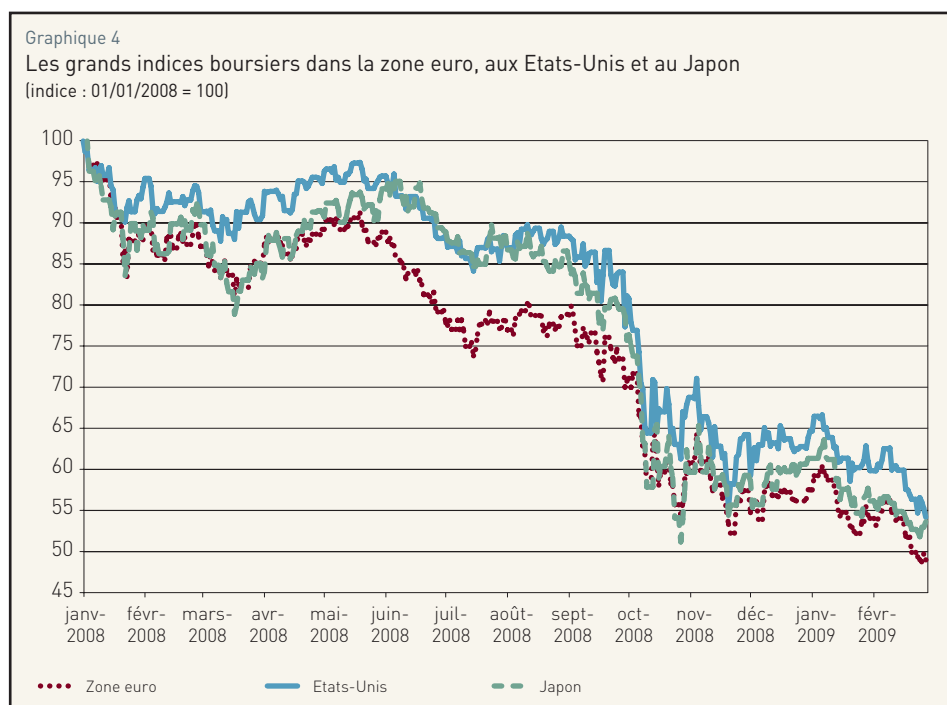
Source : Bloomberg

élevé, le Luxembourg est le pays de la zone euro dont le rendement a le plus diminué sur l'ensemble de la période considérée (-92 points de base contre -0,62 % pour l'Allemagne et -0,41 % pour la France).



## 1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

En dépit des pertes record enregistrées au cours des mois précédents, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro ont poursuivi leur mouvement de repli entre le 30 novembre 2008 et le 28 février 2009. Au cours de cette période, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont respectivement creusé leurs pertes de -17,1%, -18,0% et -11,1%. La période récente a par ailleurs été marquée par une forte volatilité sur les marchés boursiers sous l'effet de l'assombrissement des perspectives de croissance et de l'intervention des banques centrales et des gouvernements pour soutenir le système économique et financier.



Source : Bloomberg

Après la forte baisse observée entre septembre et novembre 2008, les principaux indices boursiers se sont stabilisés à partir du mois de décembre dans une fourchette étroite correspondant aux points bas de l'année 2008. Au cours de cette période, les indices ont continué d'afficher une forte volatilité, les préoccupations des opérateurs relatives à l'évolution de l'économie et du système bancaire étant contrebalancées par le plan de soutien américain à l'automobile et la décision historique de la Fed d'abaisser son principal taux directeur à un niveau proche de zéro. Les développements sur les marchés d'actions en fin d'année ont également reflété un certain attentisme de la part des opérateurs, celui-ci ayant par ailleurs été renforcé par l'annonce du scandale Madoff aux Etats-Unis.

Après une légère reprise fin-2008/début-2009, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont connu une nouvelle baisse au cours des trois premières semaines de janvier en raison, notamment, de la révision à la baisse des prévisions de bénéfices par les grands groupes. La succession des mauvaises nouvelles au niveau des indicateurs macroéconomiques et les interrogations des opérateurs quant à la portée du plan de relance de l'économie américaine par l'administration Obama ont également rapidement entraîné un retour de l'aversion au risque qui a amené les investisseurs à se détourner des marchés d'actions. Dans le cadre de ce mouvement baissier, les banques et les assurances se sont de nouveau distinguées par leurs performances médiocres, tandis que la baisse des taux directeurs par la BCE au début de l'année exerçait seulement un impact limité sur l'évolution des cours.

Ce mouvement de baisse a ensuite laissé la place à une hausse fin-janvier/début-février. L'imminence de l'adoption du plan de relance de l'administration Obama et l'annonce d'un nouveau plan de soutien au système bancaire par le secrétaire au Trésor Timothy Geithner ont en effet suscité l'espoir des investisseurs, et ce en dépit des mauvaises nouvelles macroéconomiques au niveau de l'emploi et de la croissance. L'espoir a cependant ensuite cédé la place à l'inquiétude en raison des incertitudes entourant les modalités et les effets de ces plans de sorte que le repli des principaux indices boursiers s'est poursuivi jusqu'à la fin du mois de février. Les interrogations concernant l'ampleur et la durée de la récession des deux côtés de l'Atlantique ont ainsi pesé sur la tendance en fin de période en ravivant le sentiment d'aversion au risque des opérateurs.

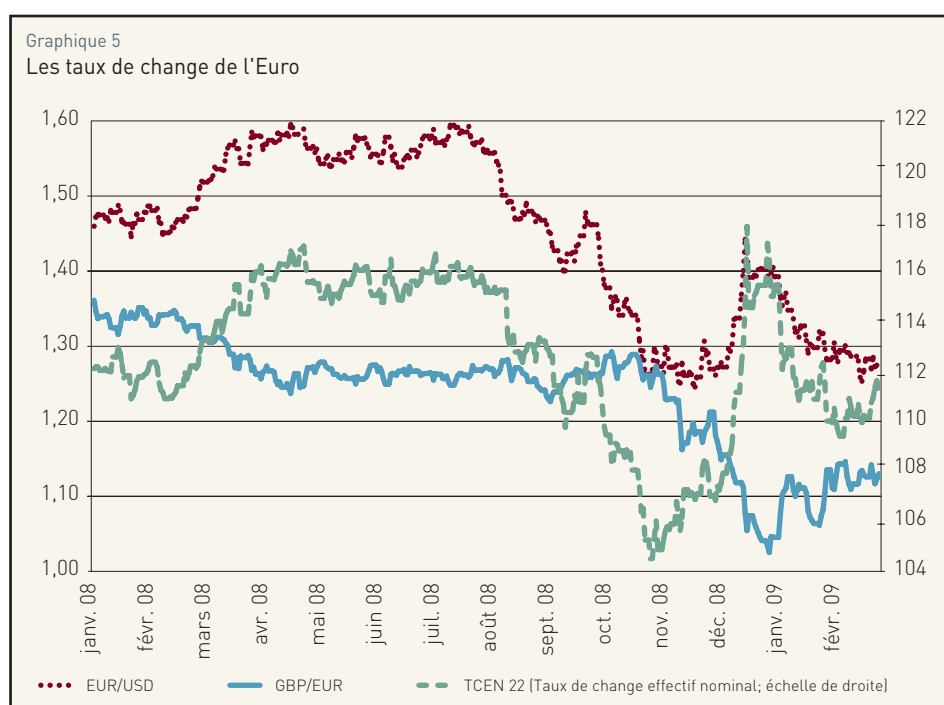
## 1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO


Depuis la fin du mois de novembre, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 21 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a connu des mouvements de forte amplitude. Après avoir tout d'abord enregistré une hausse substantielle de près de 10% au cours du mois de décembre, effaçant ainsi les pertes subies entre août et octobre 2008, ce dernier s'est de nouveau déprécié de -4,5% à partir du début de l'année 2009. Cette évolution s'explique principalement par les fluctuations de l'euro par rapport au dollar américain, au yen, à la livre sterling, au franc suisse et au yuan, la monnaie unique ayant en revanche connu une appréciation tendancielle face au zloty polonais, au forint hongrois, au leu roumain et à la couronne tchèque au cours de la période étudiée.

Après le mouvement de dépréciation enregistré depuis le mois d'août, l'euro a nettement rebondi face au dollar américain dans la première moitié du mois de décembre et ce principalement sous l'influence de deux facteurs : la décision de la Fed de maintenir de manière prolongée le taux d'intérêt directeur à un niveau proche de zéro, alors que dans le même temps la BCE affichait son intention de marquer une pause dans sa politique de baisse des taux, et la baisse de l'aversion au risque suscitée par la perspective de vastes plans de soutien en faveur de l'automobile et des infrastructures aux Etats-Unis. A partir du début de l'année 2009, la monnaie unique a ensuite amorcé un nouveau mouvement de dépréciation par rapport au billet vert qui s'est prolongé jusqu'à la fin du mois de février. Cette évolution

a résulté d'un nouveau rapatriement de capitaux aux Etats-Unis inhérent à la remontée de l'aversion au risque, confirmant ainsi le statut de monnaie de réserve internationale du dollar américain ; dans le même temps, les opérateurs de marché ont anticipé de nouvelles baisses des taux directeurs de la part de la BCE au fur et à mesure que les chiffres de l'activité économique et de l'inflation continuaient de baisser dans la zone euro. Au 28 février 2009, l'euro s'échangeait contre 1,27 dollar US, revenant ainsi à un niveau proche de celui qui prévalait en novembre 2008.

Au cours de la période étudiée, le yen et le franc suisse se sont globalement caractérisés par un profil d'évolution similaire à celui du dollar dans leur rapport d'échange bilatéral vis-à-vis de l'euro ; après avoir connu un mouvement de dépréciation au début du mois de décembre, la monnaie japonaise et la monnaie suisse se sont de nouveau appréciées courant décembre pour revenir, à partir du mois de janvier, aux points hauts qui avaient été atteints en octobre 2008. Cependant, alors que le franc suisse s'est par la suite stabilisé aux alentours de 1,50CHF/€, le yen s'est quant à lui affaibli à la fin du mois de février après la publication d'une série d'indicateurs alarmants sur l'état de l'économie japonaise. De son côté, la livre sterling a continué de se déprécier au mois de décembre par rapport à l'euro (-13,2%) pour se rapprocher de la parité avec la monnaie unique, avant de se redresser nettement à partir du début de l'année 2009. Ce retournement de tendance s'est produit à mesure que les opérateurs de marché prenaient conscience de l'ampleur du





ralentissement économique dans la zone euro et anticipaient de nouvelles baisses des taux directeurs de la part du Conseil des gouverneurs de la BCE. Au 28 février 2009, l'euro s'échangeait tout de même contre 0,89 livre sterling, à un niveau supérieur de 11,1% par rapport à sa moyenne de 2008.

La plupart des devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien, le lats letton et la couronne estonienne) sont quant à elles restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro, le lita lituanien s'étant par ailleurs renforcé depuis la fin-décembre pour se rapprocher de son cours pivot à partir du milieu du mois de janvier. 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 poursuite de la chute 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 leu roumain et la couronne tchèque qui se sont respectivement dépréciées de -22,9%, -13,6% et -10,8% par rapport à l'euro entre le 30 novembre 2008 et le 28 février 2009. Le forint hongrois a lui aussi continué de se déprécier fortement par rapport à l'euro (-15,6%) malgré l'aide internationale qui avait été octroyée au gouvernement à la fin du mois d'octobre. Enfin, dans la continuité de ce qui avait été observé depuis le mois de septembre, la couronne suédoise a poursuivi son mouvement de dépréciation face à la monnaie unique (-11,1% au cours de la période étudiée), celui-ci ayant été favorisé par l'assouplissement rapide de la politique monétaire par la Riksbank, qui a successivement abaissé son principal taux directeur de 1,75% en décembre et de 1% en février.

## 1.6 L'ÉVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), après avoir atteint un pic historique avec 4% en juin et juillet, s'est inscrite depuis août 2008 en baisse pour tomber à 1,6% en décembre 2008. En moyenne annuelle, l'inflation s'est établie à 3,3% en 2008, son niveau le plus élevé depuis l'introduction de l'euro en 1999, et en forte accélération par rapport à 2007.

Le renversement de tendance entamé au troisième trimestre 2008 s'est poursuivi au début de l'année 2009 et l'inflation a baissé à 1,1% en janvier 2009. Il résulte 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 -5,3% en janvier 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 4,3% au troisième trimestre 2008, pour fléchir à 2,7% en janvier 2009. De même, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés, ayant atteint son pic de 4,4% en juillet 2008, a progressivement diminué au cours des derniers mois pour s'établir à 3,0% en fin d'année 2008, 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 0,7% et 1%. Ceci s'explique probablement par des effets indirects des fortes hausses des prix de l'énergie intervenues en début d'année 2008 et ayant une incidence sur les coûts. Le rythme annuel des prix des services, à 2,6%, est resté globalement stable au deuxième semestre 2008 et en début d'année 2009.

Tableau 1

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

	2007	2008	08 T2	08 T3	08 T4	jan-09
IPCH global	2,1	3,3	3,6	3,8	2,3	1,1
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	3,7	3,9	3,0	2,6
Produits alimentaires transformés	2,8	6,1	6,9	6,7	4,3	2,7
Produits manufacturés hors énergie	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,5
Energie	2,6	10,3	13,6	15,1	2,1	-5,3
Services	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,4
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,0	2,4	2,5	2,5	2,2	1,8

Source: Eurostat

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en février devrait s'établir autour de 1,2%. Cependant, la ventilation détaillée des composantes de l'IPCH pour le mois de février ne sera publiée que mi-mars.

Les récentes projections des services de la BCE indiquent que la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 0,1% à 0,7% en 2009, contre 3,3% en 2008. Pour 2010, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 0,6% et 1,4%. Les projections d'inflation pour 2009 et 2010 ont été considérablement révisées à la baisse par rapport à celles des services de l'Eurosystème de décembre 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

La zone euro traverse une période de récession plus sévère que celle de 1993. En rythme trimestriel, le PIB en volume s'est replié de 1,5% au quatrième trimestre de 2008, après des baisses de 0,2% lors des deux périodes précédentes. La perte cumulée depuis son sommet au premier trimestre 2008 se chiffre désormais à 1,9%, ce qui ramène le PIB à son niveau du deuxième trimestre 2007. A titre de comparaison, la contraction du volume de production en 1992-1993 avait atteint 1,9% environ sur une année avant que la situation ne se rétablisse progressivement.

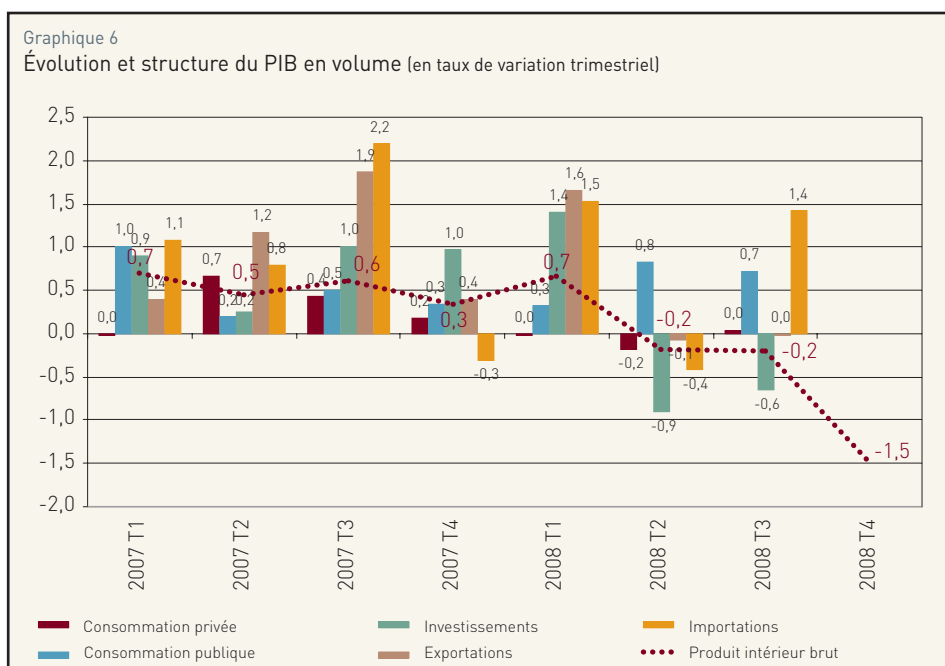
Le recul de l'activité s'est aussi généralisé en fin d'année. Si aux deuxième et troisième trimestres, seulement cinq, respectivement six pays de la zone euro enregistraient un repli du PIB au quatrième trimestre 2008, seuls la Grèce et Chypre affichaient encore une croissance positive<sup>2</sup>. De plus, la moitié des pays pour lesquels les données sont disponibles se trouvait en récession technique.

Les résultats détaillés des comptes nationaux ne sont pas encore disponibles pour le quatrième trimestre 2008. Néanmoins, il semble que le bilan sera une amplification des tendances observées au cours des deux trimestres précédents. Durant cette période, l'effondrement conjoncturel a résulté essentiellement d'une stagnation des exportations et d'un recul des dépenses d'investissements. La progression des importations a fait que le solde extérieur a contribué négativement à la croissance. Au niveau domestique, la consommation privée était en légère baisse, alors que seule la consommation publique affichait une progression nette et continue.

Les facteurs à la base de l'effondrement de la croissance sont multiples. La consommation privée a pâti de l'impact adverse de l'inflation élevée sur le revenu disponible réel des ménages. Il est aussi concevable que les consommateurs aient augmenté leur taux d'épargne au détriment de la consommation, compte-tenu de l'incertitude persistante. L'investissement a subi de plein fouet les facteurs à la base de la crise

2 Les données n'étaient pas encore disponibles pour l'Irlande, le Luxembourg, Malte, la Slovaquie et la Finlande.

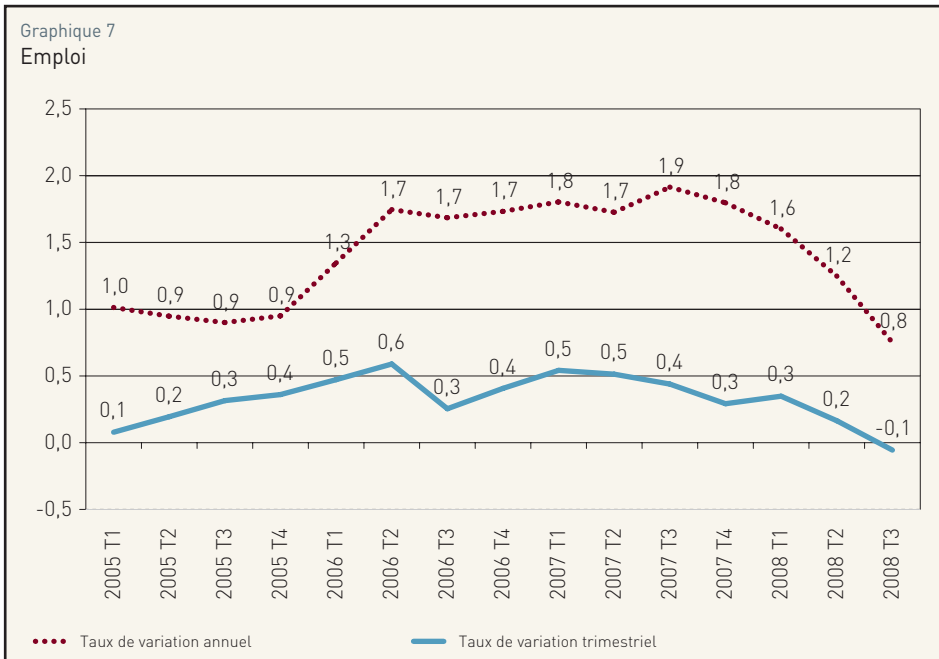
financière. En effet, après plusieurs années d'expansion, le recul de l'investissement résidentiel fait partie du processus d'ajustement des marchés immobiliers dans plusieurs pays de la zone euro. De plus, l'investissement hors construction est impacté par le durcissement des conditions de financement et le ralentissement de la progression de la rentabilité. Finalement, la faiblesse de la demande et l'atténuation des tensions sur les capacités de production ont réduit les besoins en nouveaux équipements. La stagnation des exportations s'est probablement nettement aggravée en fin d'année, en ligne avec le manque de dynamisme du commerce et de l'économie mondiale. En effet, il est apparu que la crise financière s'est diffusée au secteur non-financier et au reste du monde, provoquant ainsi une récession mondiale. Selon le FMI, l'ampleur de cette dernière dépasserait le recul de toutes les récessions observées au cours du demi-siècle passé.



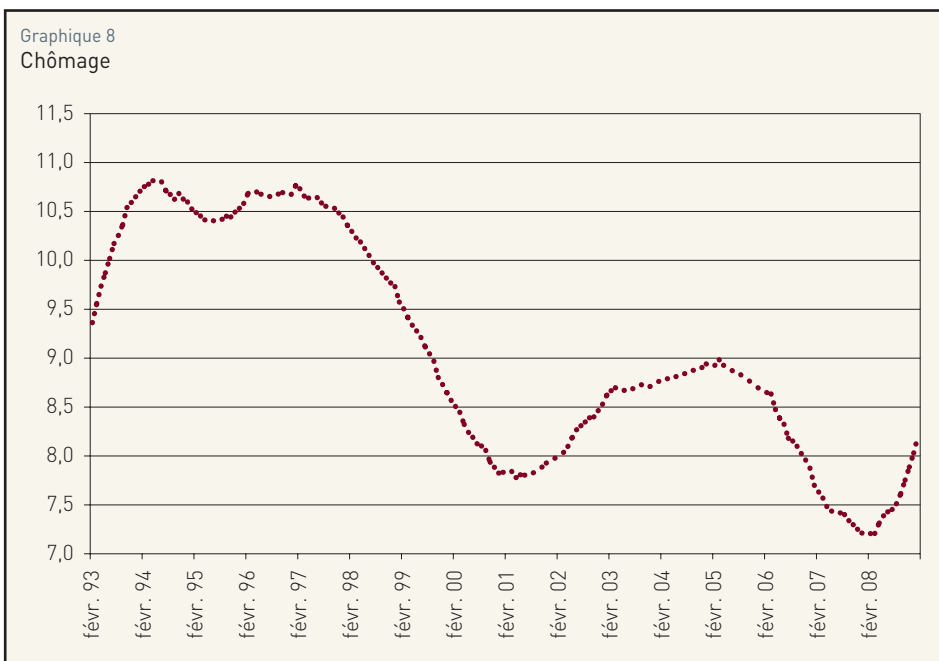
Source : Eurostat

Le marché de l'emploi dans la zone euro se trouve dans une phase de renversement. Selon les dernières données disponibles, l'emploi se serait replié de 0,1% au troisième trimestre 2008; sur un an, la croissance n'aurait été que de 0,8%. Ce recul s'est vraisemblablement accentué davantage au tournant de l'année 2008/2009 dans le sillage de l'effondrement du volume de production, dont particulièrement dans l'industrie. Les perspectives d'emploi ressortant des enquêtes de conjoncture harmonisées de la Commission européenne se sont aussi affichées en baisse jusque février 2009 laissant présager une morosité continue sur le front de l'emploi.

La hausse concomitante du chômage est un autre reflet de la dégradation conjoncturelle. Le taux de chômage, après avoir baissé de 9% en janvier 2005 à 7,2% en fin d'année 2007, s'est en effet remis à progresser depuis le deuxième trimestre 2008 pour atteindre 8,2% en janvier 2009. Au cours des prochains mois il devrait continuer son ascension dans le contexte de la faiblesse de l'activité et d'un emploi qui risque de reculer davantage. La dégradation du marché de l'emploi devrait donc être plus abrupte et plus sévère que lors du ralentissement conjoncturel de 2001-2003. A l'époque, l'emploi dans la zone euro avait stagné pendant plusieurs trimestres sans toutefois baisser et le taux de chômage avait progressé de 1,2pp, de manière graduelle sur une période de plus de 3 ans.



Source : Eurostat



Source : Eurostat

## 1.8 LES PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

Les dernières prévisions établies par la BCE, la Commission Européenne et le FMI tablent toutes sur une baisse du PIB de la zone euro en 2009 suivi d'une quasi-stabilisation en 2010. La variation moyenne du PIB réel en 2009 serait de l'ordre de -2,0% selon le FMI et la Commission et elle se situerait entre -3,2 et -2,2% selon la BCE. Pour 2010, la croissance moyenne serait de respectivement 0,4% et 0,2% selon la Commission européenne et le FMI et elle se situerait entre -0,7% et 0,7% selon la BCE. Ces projections ont été conduites entre mi-janvier et mi-février et, par rapport aux exercices précédents de mi-novembre 2008, elles ont été fortement revues à la baisse. La révision cumulée sur les années 2009 et 2010 est de l'ordre de 2,2pp pour le FMI et de 3,2pp pour la BCE, une ampleur inégalée depuis l'avènement de la monnaie unique et probablement depuis quelques décennies.

Cet ajustement à la baisse des prévisions de croissance pour la zone euro s'explique en bonne partie par la détérioration massive de la situation économique à la fin de l'année précédente. Sous l'hypothèse d'une stagnation économique en 2009, la croissance s'établirait à -1,3%. En revanche, la tendance baissière avec des taux de variation trimestriels négatifs se poursuivrait au début de l'année et une stabilisation, voire un redressement graduel n'est anticipé que vers la fin 2009 ou au début de l'année 2010. Comparée aux récessions de 1993 et de 2002-2003, celle que nous vivons actuellement serait donc plus sévère, aussi bien en termes de durée que dans son amplitude. La période de récession dépasserait quatre trimestres et la perte de production entre le sommet et le creux cyclique pourrait se chiffrer à plus de 3,5%, soit presque le double de la récession de 1993.

Cette dégradation massive de la conjoncture est aussi générale, englobant à la fois un affaissement des exportations que de la demande domestique. Ainsi, pour 2009, les services de la BCE projettent une variation négative pour toutes les composantes du PIB, hormis la consommation publique. La situation se redresserait graduellement en 2010, pourvu que les politiques fiscales et monétaires expansionnistes, aussi bien dans la zone euro que dans le reste du monde, aient les effets attendus. Ce redressement serait porté par une reprise des exportations, le rétablissement du bon fonctionnement du système financier ainsi que la stabilisation des marchés immobiliers. Si le point central des fourchettes de projections devient marginalement positif en 2010 pour toutes les composantes à l'exception de la formation brute de capital, la borne inférieure demeure toutefois négative, hormis pour la consommation publique. Ainsi, on ne peut exclure le scénario où plusieurs composantes du PIB fléchiraient sur deux années consécutives.

La consommation privée enregistrerait une baisse en glissement annuel comprise entre -1,2% et -0,2% en 2009 et une variation entre -0,4% et 1,0% en 2010. La consommation publique se placerait quant à elle sur un sentier de croissance modéré s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,3% et 2,1% en 2009 et entre 1,1% et 1,9% en 2010. Enfin, la progression de la formation brute de capital fixe exercerait un effet pénalisant sur l'activité économique, avec un taux de variation annuel compris dans un intervalle de -8,6% à -5,8% en 2009 et de -4,3% à -0,3% en 2010. Cette évolution nettement défavorable proviendrait de la faiblesse de la demande mondiale et de l'incertitude particulièrement élevée. A cela s'ajoute la baisse de l'investissement résidentiel dans certains pays de la zone euro confrontés à un ajustement du marché de l'immobilier. Sous l'effet du ralentissement au plan mondial du commerce et de l'économie, les exportations afficheraient le recul le plus conséquent en 2009. Leur taux de variation s'établirait entre -9,7% et -6,9%, pour se redresser et atteindre un niveau compris entre -0,9% et 1,9% en 2010.

Tableau 2  
Projections macroéconomiques pour la zone euro

	2008	2009	2010
PIB réel - Commission européenne	0,9	-1,9	0,4
PIB réel - FMI	1,0	-2,0	0,2
Projections de la BCE			
PIB réel	0,8	-3,2 - -2,2	-0,7 - 0,7
Consommation privée	0,5	-1,2 - -0,2	-0,4 - 1,0
Consommation publique	2,1	1,3 - 2,1	1,1 - 1,9
Investissements	0,3	-8,6 - -5,8	-4,3 - -0,3
Exportations	1,8	-9,7 - -6,9	-0,9 - 1,9
Importations	1,8	-8,0 - -5,0	-1,6 - 2,6

Sources : Commission européenne, BCE, FMI

Le FMI et la Commission européenne estimaient que les risques entourant leurs projections de croissance étaient particulièrement élevés et orientés à la baisse. Pour ce qui est du scénario de la BCE, plus récent et moins favorable, le Conseil des gouverneurs estime que les risques apparaissent plus équilibrés. D'une part, l'effet positif provenant des mesures de relance économique de grande ampleur qui ont été engagées pourrait être sous-estimé. D'autre part, les turbulences observées sur les marchés de capitaux pourraient exercer une incidence plus négative que prévu sur l'économie réelle. Les risques à la baisse découlent également d'une possible apparition et intensification de pressions protectionnistes et de perturbations résultant d'une correction brutale des déséquilibres mondiaux.

## 1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Dans un contexte de ralentissement marqué de l'économie mondiale, les exportations de la zone euro se sont réduites de 2% au second semestre par rapport au premier semestre de 2008. Sur une base trimestrielle, le recul des exportations a été plus prononcé (-5%) au quatrième trimestre 2008 en comparaison avec le troisième trimestre (-2%). Sur toute l'année 2008, les exportations n'ont progressé qu'au deuxième trimestre 2008 où elles ont augmenté de 5% sur une base trimestrielle, après avoir reculé de 2% au premier trimestre. L'évolution des indices de volume montrent également que les exportations sont en recul régulier depuis le second trimestre 2008, avec une chute brutale de -6% au quatrième trimestre (voir graphique). S'agissant des prix à l'exportation, l'indice des valeurs unitaires affiche une croissance positive sur chaque trimestre 2008 (+0,8% en moyenne). Cette hausse atteint 2,4% sur les onze<sup>3</sup> premiers mois de 2008 par rapport à la même période de 2007. Compte tenu des évolutions ci-dessus, les exportations de la zone euro se sont établies en valeur nominale à 1 557 milliards d'euros sur toute l'année 2008, soit une hausse de 4% par rapport à l'année 2007. Cette progression annuelle reste néanmoins largement en dessous de celles enregistrées en 2007 (+8,6%) et en 2006 (+11,7%).

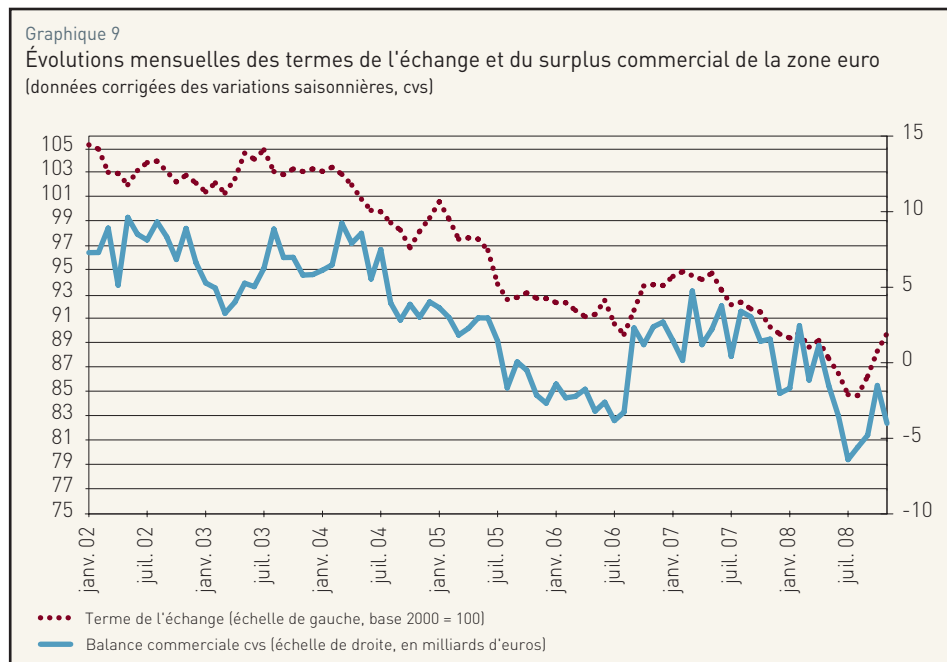
S'agissant des importations de la zone euro, elles se sont légèrement réduites en valeur de 0,5% au second semestre de 2008 par rapport au premier semestre de 2008. Les données trimestrielles montrent que le recul des importations n'est intervenu qu'au quatrième trimestre 2008 (-7% sur une base trimestrielle), alors qu'elles avaient affiché une croissance positive sur chacun des trois premiers trimestres 2008. L'évolution des indices de volume indique par contre une baisse régulière des importations à partir du deuxième trimestre de 2008 (-1,2% en moyenne trimestrielle, voir graphique). Cette baisse atteint 4% au quatrième trimestre de 2008 par rapport au trimestre précédent. S'agissant des prix à l'importation, l'indice des valeurs unitaires était en hausse régulière sur les trois premiers trimestres 2008 (+3% en moyenne), mais s'est contracté de 3% au dernier trimestre. La hausse observée sur les trois premiers trimestres est due essentiellement à une forte augmentation du prix du pétrole<sup>4</sup> sur cette période. Au vu des évolutions dans les volumes et les prix, les

<sup>3</sup> A la date d'arrêt de ce Bulletin, les données de décembre 2008 n'étaient pas disponibles.

<sup>4</sup> Le cours du Brent s'est établi à 111 USD en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2008, contre 67 USD sur la même période de 2007.

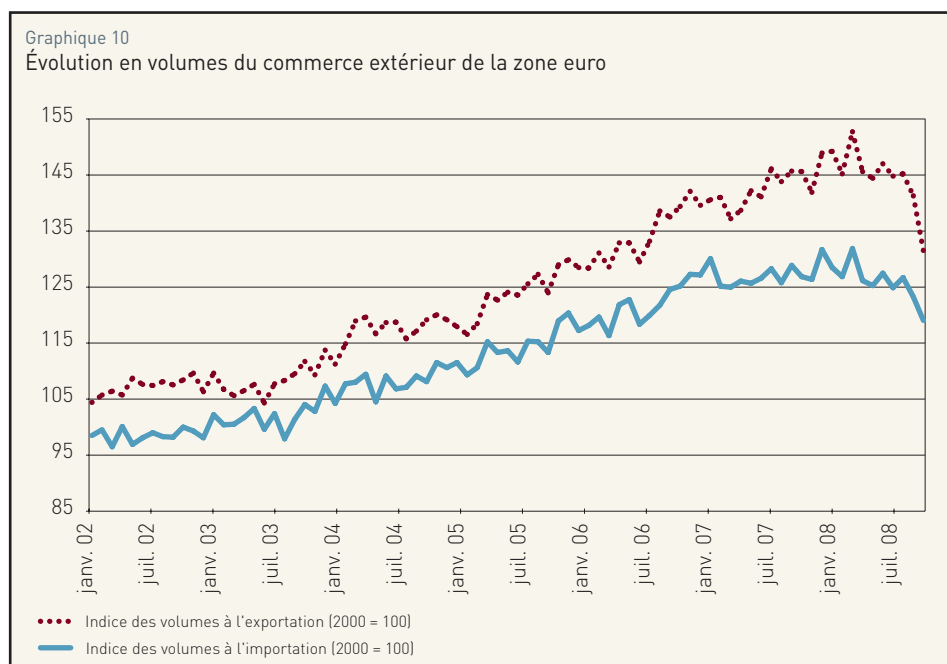


importations de la zone euro se sont établies en valeur nominale à 1 589 milliards d'euros sur toute l'année 2008, soit une hausse de 7% par rapport à l'année 2007. Cette progression annuelle reste au dessus de celle enregistrée en 2007 (+6%) mais en dessous de celle de 2006 (+14%).



Source : Eurostat

8,7% dans les valeurs unitaires à l'importation ayant largement dépassé celle (+2,4%) des valeurs unitaires à l'exportation (voir graphique).



Source : Eurostat

Compte tenu des évolutions dans les exportations et dans les importations de biens, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit de 32 milliards d'euros sur toute l'année 2008 comparé à un excédent de 16 milliards en 2007. Par ailleurs, à l'exception du second trimestre où le solde a été presque nul, le commerce extérieur a enregistré un déficit pour chaque trimestre de 2008, le déficit le plus lourd (-16 milliards d'euros) ayant été enregistré au troisième trimestre 2008. Le retournement du solde commercial est donc survenu dès le premier trimestre 2008. Cette importante détérioration s'explique essentiellement par une évolution défavorable des termes de l'échange sur toute l'année 2008, la hausse de

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que le déficit dans l'énergie a fortement grimpé (+21%) en atteignant 282 milliards d'euros sur toute l'année 2008. En revanche, le déficit dans les autres matières premières (hors énergie) s'est légèrement contracté de 3% à 35 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 s'est contracté de 2% à 177 milliards d'euros sur toute l'année 2008. Cette contraction est survenue essentiellement au dernier trimestre de 2008. Le surplus sur les produits chimiques est quant à lui resté stable à 86 milliards d'euros sur toute l'année 2008.

La ventilation du solde commercial par principaux partenaires montre une contraction des excédents avec le Royaume-Uni (-7% à 53 milliards d'euros) et avec les États-Unis (-22% à 49 milliards). Dans l'ensemble seuls les excédents à l'égard de la Turquie (10 milliards d'euros), de la Roumanie (10 milliards) et de la Suisse (16 milliards) ont affiché une croissance positive en 2008. Les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (+6% à 118 milliards d'euros), les pays membres de l'OPEP (+50% à 51 milliards), la Russie (+15% à 35 milliards) ainsi que la Norvège (+45% à 29 milliards).

### 1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

Le compte courant de la zone euro s'est soldé par un déficit de 61 milliards d'euros sur toute l'année 2008 comparé à un surplus de 38 milliards en 2007. Les données trimestrielles montrent que la zone euro a enregistré un solde courant négatif pour chacun de quatre trimestres de 2008, le déficit trimestriel le plus lourd (25 milliards d'euros) ayant été enregistré au deuxième trimestre 2008. Cette dégradation est consécutive à une détérioration de tous les principaux soldes de la balance courante.

Le solde commercial, qui d'habitude apporte une contribution positive à la balance courante, s'est retourné dès le premier trimestre 2008, avec l'apparition d'un déficit de 1,5 milliard d'euros, comparé à un excédent de 9 milliards au premier trimestre de 2007. Même si la zone euro a dégagé un surplus de 8 milliards d'euros au second trimestre 2008 (contre 20 milliards au même trimestre de 2007), les échanges de biens ont continué à se détériorer au second semestre de 2008, suite à une croissance plus importante des importations que celle des exportations (cf. section 1.1.9 ci-dessus).

S'agissant du solde des revenus, les taux de rendement relativement élevés dans la zone euro (Cf. section 1.1.3 ci-dessus) ont occasionné un retournement de leur solde qui est passé d'un excédent de 11 milliards d'euros en 2007 à un déficit de 19 milliards en 2008. La hausse de 9% dans le déficit des transferts courants, qui a atteint un niveau record de 91 milliards d'euros en 2008, s'explique largement par l'aide au développement et par les contributions aux institutions internationales. La balance courante de la zone euro a finalement subi une évolution défavorable dans le solde des services dont le surplus s'est contracté de 5% pour s'établir à 50 milliards d'euros en 2008.

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 205 milliards d'euros sur toute l'année 2008 contre 29 milliards en 2007. Cette évolution positive est consécutive d'une part aux ventes nettes de titres par les résidents de la zone euro et d'autre part à une hausse des engagements de l'Eurosystème.

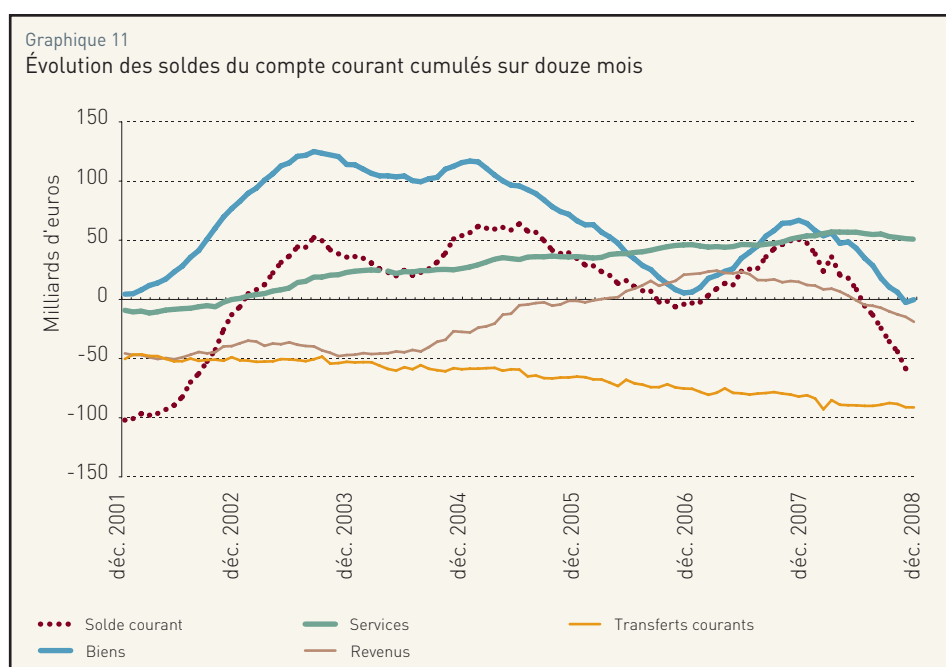
A la suite de la crise financière, le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) s'est caractérisé par une grande méfiance à l'égard des titres étrangers, ce qui s'est traduit par une réduction de leurs placements en titres étrangers. Ainsi, s'agissant des transactions sur titres de participations, les résidents ont vendu massivement les actions étrangères, notamment aux premier, troisième et quatrième trimestres 2008, occasionnant des entrées de 129 milliards d'euros. En même temps, les non-résidents ont désinvesti dans les actions de la zone euro, à concurrence de 62 milliards d'euros sur toute l'année 2008. Au total, les rapatriements des fonds par les résidents ayant dépassé ceux des non-résidents, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 67 milliards sur actions.

Dans les titres de dette, les résidents ont réduit considérablement leurs placements dans les obligations étrangères qui ont même subi des ventes nettes (55 milliards) au quatrième trimestre de 2008. En considérant l'année 2008 dans son ensemble, les résidents ont placé 94 milliards d'euros dans les obligations étrangères, un montant toutefois en forte baisse par rapport aux 283 milliards enregistrés en 2007. Les résidents de la zone euro ont également réduit (essentiellement entre

septembre et octobre 2008, au plus fort de la crise) leurs investissements dans les instruments du marché monétaire étrangers (5 milliards au total en 2008 contre 76 milliards en 2007). S'agissant du comportement des non-résidents face aux titres de dette émis par la zone euro, il s'est caractérisé par une réduction des placements dans les obligations (dont les entrées sont passées de 446 milliards en 2007 à 282 milliards en 2008) et par une hausse des investissements dans les instruments du marché monétaire (162 milliards en 2008 contre 36 milliards en 2007). Au total, les entrées nettes sur investissements de portefeuille sont restées à un niveau élevé en 2008 (412 milliards contre 138 milliards en 2007), principalement en raison de ventes nettes d'actions et d'achats moindres de titres de créance étrangers par les résidents.

Les flux d'autres investissements (crédits et dépôts classiques) se sont caractérisés par des entrées nettes de 95 milliards d'euros en 2008 (contre 41 milliards en 2007). Cette évolution s'explique par une hausse des engagements nets de l'Eurosystème (de 69 milliards en 2007 à 287 milliards en 2008), dans la mesure où les autres institutions financières monétaires et les autres secteurs ont enregistré des sorties nettes.

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille et d'autres investissements ont été partiellement compensées par les sorties nettes d'investissements directs et de produits financiers dérivés, dans une moindre mesure. La progression des sorties nettes d'investissements directs (284 milliards en 2008 contre 90 milliards en 2007) est due au fait que la chute des investissements étrangers dans la zone euro a largement dépassé la baisse des investissements de la zone euro à l'étranger.



Source : BCE

## 2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

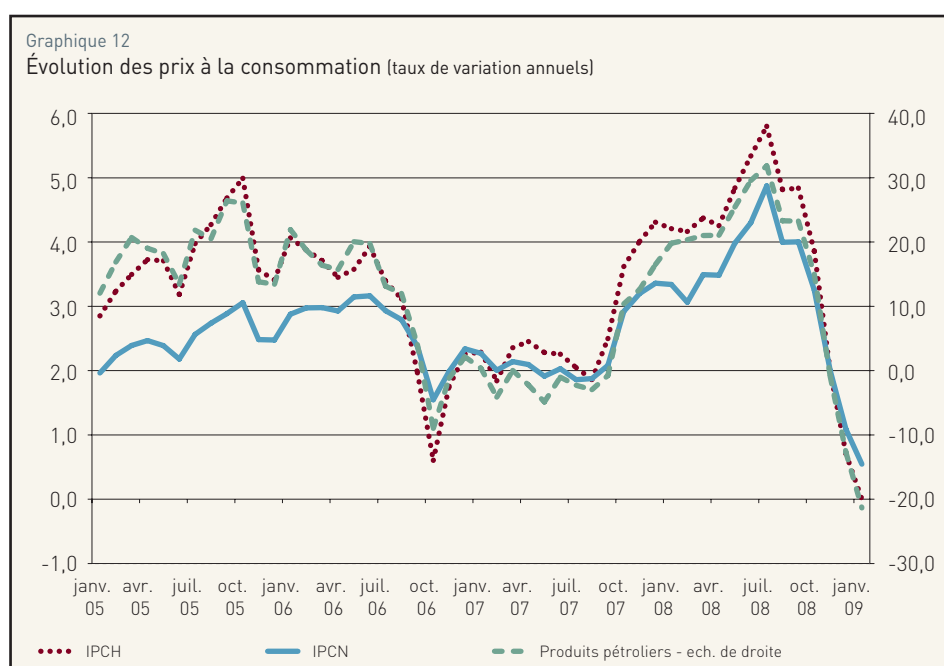
### 2.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

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

Depuis août 2008, l'inflation a reculé de manière remarquable au Luxembourg. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) est revenu à 1,1 % en décembre 2008 et à 0,6 % en janvier 2009, après avoir affiché avec 4,9 % en juillet un pic historique depuis l'introduction de la série en 1995. En moyenne annuelle par contre, l'inflation s'est établie à 3,4 % en 2008, son niveau le plus élevé depuis 1993 et en forte accélération par rapport au 2,3 % observé en 2007.

La 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, alors que la variation annuelle des prix des produits pétroliers était de 30 % vers la mi-2008, elle est devenue négative à partir de novembre 2008 pour tomber à -21,3 % en janvier 2009. Parallèlement, la hausse des prix de l'alimentation en rythme annuel a reculé à 2,9 % en janvier 2009 contre 5,9 % en juillet 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 3,0 % en juillet à respectivement 2,3 % en janvier 2009.



Source : Statec

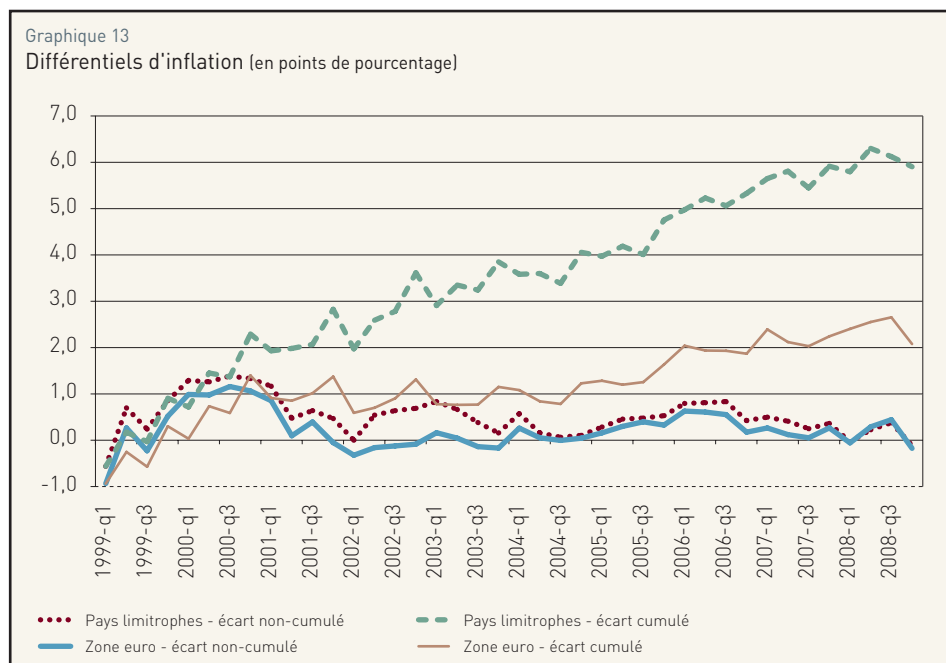
Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, le paiement effectif de la tranche indiciaire automatique échue en juin 2008 a été reporté au 1<sup>er</sup> mars 2009.

L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCCH), est ressortie à 0,7 % en décembre 2008 et à 0,0 % en janvier 2009, après avoir atteint un pic de 5,8 % en juillet. Sa baisse a été plus rapide que celle enregistrée par l'IPCN et son taux d'inflation est désormais inférieur à celui recensé par l'IPCN. Ce renversement de situation s'explique par la forte baisse des produits pétroliers, la principale cause du fléchissement de l'inflation globale et qui ont une pondération relativement plus importante dans l'IPCCH que dans l'IPCN.

Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes<sup>5</sup> sont redevenus légèrement favorables au quatrième trimestre 2008

<sup>5</sup> L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, l'inflation dans la zone euro et des pays limitrophes a été mesurée par l'IPCCH.

avec respectivement -0,2 et -0,1 point de pourcentage, après 0,4 point de pourcentage pour ces deux zones géographiques au troisième trimestre 2008. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au quatrième trimestre 2008, ont atteint respectivement 2,1 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 5,9 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.



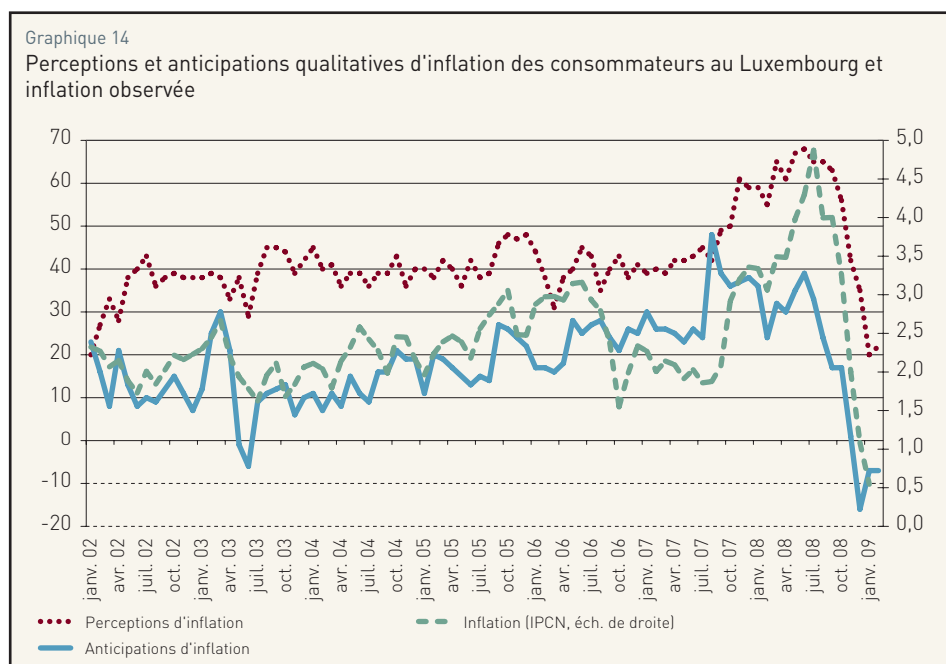
Source : Statec, Eurostat, calcul BCL

Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs<sup>6</sup>, ont fortement diminué depuis août 2008 pour atteindre au mois de janvier 2009 le niveau le plus bas observé depuis la compilation de la série. Cette tendance des perceptions est en accord avec la forte chute de l'inflation globale recensée. Les anticipations d'inflation des consommateurs, relatives aux douze prochains mois, ont également fortement reculé pour atteindre un nouveau creux historique au mois de décembre 2008. Même si elles ont été suivies d'un léger rebond en début d'année 2009, les anticipations d'inflation des consommateurs restent à un niveau très bas.

## Projections d'inflation

### Hypothèses

Mi-février, l'euro cotait aux environs de 1,29 USD/EUR, soit environ au même niveau que lors des projections datant de décembre 2008<sup>7</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment autour de 45\$/bl et les marchés à terme anticipent une reprise graduelle du prix à un niveau proche de 54\$/bl jusque fin 2009. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar baisserait de moitié en 2009 par rapport à 2008. En revanche, en raison de la dépréciation de l'euro par rapport à la devise américaine, la baisse du



Source : BCL, Statec

6 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.

7 Voir BCL, Bulletin 2008/2, pp.27-30.

prix exprimé en euros est ramenée à 42%. Par rapport à l'exercice de décembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la baisse, en moyenne de 25%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3  
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2007	2008	2009	08-T4	09-T1	09-T2	09-T3	09-T4
Prix du pétrole (brent) en \$	72,7	98,0	49,3	57,2	45,1	47,8	51,0	53,2
Taux de change \$/€	1,37	1,47	1,29	1,32	1,30	1,29	1,29	1,29
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	1,4	24,5	-41,9	-29,2	-46,1	-52,6	-48,3	-5,0


Source : BCL

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

Après avoir culminé 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 2008 à 2,2% en janvier 2009, essentiellement grâce à des effets de base favorables liés à la disparation 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 dissipe 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 devaient à nouveau remonter, ils ne dépasseraient pas leurs niveaux de début 2008, impliquant que l'impact sur les prix à la consommation devrait être dorénavant limité.

A un horizon plus lointain, le recul de l'inflation se généraliserait davantage et engloberait aussi un ralentissement des autres composantes de l'IPC. Plusieurs facteurs inflationnistes se sont en effet abrupement effacés avec le renversement de la situation conjoncturelle. La baisse de plus de 65% 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 a connu un scénario bien pire qu'anticipé et traverse actuellement une récession qui s'annonce plus sévère que celle de 1993. L'effondrement des commandes et le recul de la production ont pris une ampleur telle que les effets sur le marché de l'emploi se sont manifestés par un gonflement massif du chômage partiel. Une stagnation de l'emploi et une hausse concomitante du chômage freineront la progression des salaires, entraînant par ce biais une modération supplémentaire des coûts de production. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de baisser fortement en 2009, atteignant des niveaux qui n'ont pas encore été observés depuis l'avènement de la monnaie unique. Selon les dernières projections de l'Eurosystème, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro a été revue à la baisse et devrait s'établir entre 0,1 et 0,7% en 2009 et entre 0,6 et 1,4% en 2010 contre 3,3% en 2008.



L'inflation des services au Luxembourg caracole à un taux autour de 2,8% et même 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 services<sup>8</sup>.

### Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, le scénario favorable de la désinflation des produits énergétiques va se poursuivre au cours des prochains mois. Le niveau des prix aurait déjà atteint son niveau plancher en janvier 2009, mais, en raison des effets de base, le recul des taux de variation annuel s'accroîtrait encore jusqu'en juillet 2009, avoisinant alors des taux de -27%, pour se renverser par la suite. La remontée subséquente du taux d'inflation serait également rapide et, fin 2009, l'inflation pourrait à nouveau être positive 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 et neutre au quatrième trimestre 2008, se transformera en une contribution négative, de l'ordre de -2,0pp aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2009 (voir graphique). En moyenne, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à -18% sur l'ensemble de l'année, le taux le plus bas observé depuis plus de vingt ans. Par rapport à l'exercice de décembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été fortement revues à la baisse, en ligne avec les ajustements des hypothèses techniques.

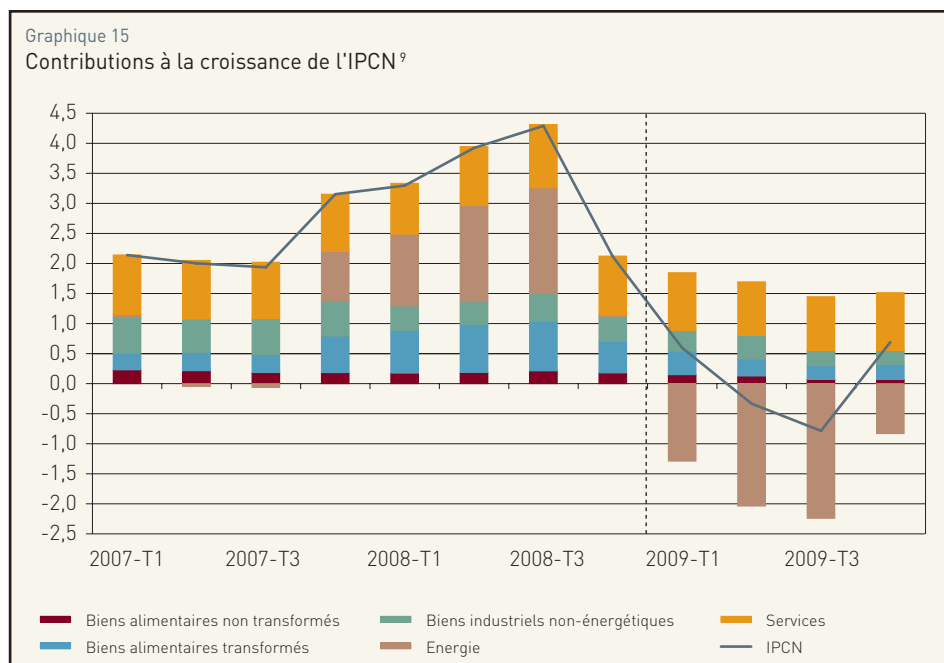
En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures a été légèrement adapté à la baisse. Cette révision s'insère dans le contexte de la baisse du prix du pétrole et de la récession dans la zone euro qui entraînent une modération des pressions à la hausse sur les prix, provenant à la fois de l'offre et de la demande. En moyenne, le taux d'inflation pourrait baisser de 2,5% au deuxième semestre 2008 à 2,0% au premier semestre 2009 pour tomber autour de 1,6% en fin d'année 2009, soit proches des taux observés au début de l'année 2005.

Après un taux de 4,9% en juillet 2008, l'inflation mesurée par l'IPC global était tombée à 0,6% en janvier 2009. Même si une brève remontée de l'inflation est prévue pour le mois de février, le recul de l'inflation va se poursuivre de manière ininterrompue jusqu'en juillet 2009. L'inflation de l'IPC devrait devenir négative en mai, atteignant son creux à -1,3% en juillet et resterait négative jusqu'en octobre. Sur la base de nos projections actuelle, le Luxembourg devrait connaître des taux d'inflation négatifs durant respectivement 6 (sur base de l'IPC) et 8 (sur base de l'IPCH) mois. A la fin de l'horizon de projection par contre, elle pourrait remonter abruptement à un taux autour de 1,6%. Ce rebond de l'inflation, tout comme la baisse qui le précède, sont toutefois à relativiser puisqu'ils résultent largement d'un facteur technique commun, en l'occurrence les effets de base liés au profil de l'IPC énergie. Il est important de signaler que ce scénario de baisse d'inflation globale a ses origines dans un ralentissement général des prix liés à deux facteurs. D'une part, on assiste à la dissipation simultanée des deux chocs qui ont nourri l'inflation au cours de l'année précédente, en l'occurrence les prix des biens alimentaires et le prix du pétrole. D'autre part, le scénario conjoncturel s'est dégradé au point qu'il est de nature à favoriser une évolution plus clémente des prix à la consommation.

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

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

L'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait rester identique en 2009 par rapport à 2008. D'une part, le gouvernement central vise à contenir les ajustements de la taxation indirecte et les hausses des prix administrés. Ainsi, en excluant l'électricité, les prix administrés ont, avec 1,2% sur base annuelle, progressé de manière fort modérée en janvier 2009. Mais, d'autre part, la stabilisation de la contribution des mesures gouvernementales résulte de la hausse d'environ 10% des prix de l'électricité telle qu'observée au début de l'année 2009, et des ajustements projetés du prix du tabac. Ceux-ci ne sont en effet guère sensibles à la dégradation conjoncturelle.



Source : Statec, projections BCL

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 <sup>e</sup> sem	2009-1 <sup>er</sup> sem	2009-2 <sup>e</sup> sem
IPCN	3,4 (-0,1)	0,1 (-1,1)	3,2 (-0,1)	0,2 (-1,1)	0,0 (-1,1)
IPCN hors énergie	2,5	1,8 (-0,1)	2,5	2,0 (-0,1)	1,6 (-0,1)
IPCH	4,1 (-0,1)	-0,4 (-1,4)	3,7 (-0,2)	-0,4 (-1,4)	-0,3 (-1,3)
IPCH énergie	12 (-1)	-18 (-11)	8,3 (-1)	-20 (-11)	-17 (-10)
IPCH hors énergie	3,0	2,3	3,0	2,5 (-0,1)	2,1
Impact des mesures gouvernementales <sup>10</sup> sur l'IPCN, en pp	0,4	0,4 (-0,1)			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,9	0,8 (-0,1)			

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 juin 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. En prolongeant les projections décrites ci-dessus pour 2010, il paraît vraisemblable que l'échéance de la prochaine tranche indiciaire, anticipée pour mars lors de l'exercice de décembre 2008, serait reportée au quatrième trimestre de 2010. La poursuite de la détente de l'inflation globale, en termes de moyennes annuelles, favoriserait une modération importante des coûts salariaux et soutiendrait parallèlement le pouvoir d'achat réel des ménages dans un contexte conjoncturel qui s'annonce difficile.

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

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



## 2.1.2 Les prix à la production industrielle

La progression des prix à la production industrielle a accéléré aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2008. Au niveau sectoriel, il apparaît que la hausse a été particulièrement forte pour les prix à la production de biens énergétiques et, dans une bien moindre mesure, intermédiaires. La progression des prix à la production est apparue en revanche modérée dans les secteurs des biens d'équipement et de consommation.

Tableau 5

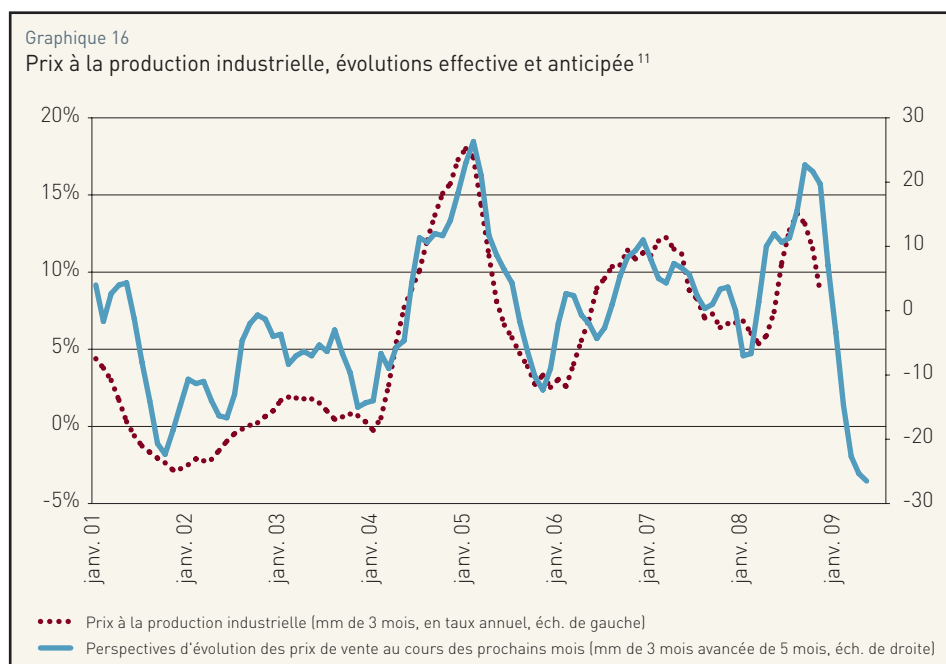
Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	2006	2007	2008	2008-T2	2008-T3	2008-T4
Ensemble des produits Industriels	7,7	9,1	9,0	3,8	5,8	-2,9
Biens intermédiaires	8,8	12,5	9,3	4,5	6,6	-4,2
Biens d'équipement	0,9	5,0	5,8	1,6	0,8	1,5
Biens de consommation	1,2	0,5	2,5	0,9	1,1	0,8
Biens énergétiques	19,8	0,1	18,1	3,5	10,6	-0,9

Source : STATEC

Les dernières données disponibles concernent le mois de décembre 2008. Elles montrent que les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont reculé au quatrième trimestre 2008, après avoir fortement progressé au cours des deux trimestres précédents. Un profil analogue est observé pour les prix à la production dans les secteurs des biens intermédiaires et énergétiques. Ces résultats s'expliquent par les baisses enregistrées par les prix dans ces secteurs au cours des deux derniers mois de l'année. Ces dernières évolutions de court terme des prix à la production sont aussi observées au niveau de la zone euro. Selon Eurostat, les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont enregistré en décembre leur cinquième repli consécutif.

Enfin, les résultats des enquêtes de conjoncture harmonisées semblent indiquer une poursuite de la baisse du taux de variation annuel de l'indice global au Luxembourg (voir graphique). Le solde d'opinion relatif aux perspectives d'évolution des prix, qui avait atteint un sommet en juillet 2008, demeure défavorablement orienté.



Source : Eurostat, calcul BCL

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

## 2.2 L'INDUSTRIE

La production par jour ouvrable (ppjo) n'enregistre qu'un très faible repli sur les onze premiers mois de l'année 2008 par rapport à la même période de l'année précédente (-2,5%). Ce développement prolonge et accentue 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 sur les onze premiers mois de l'année. Cette dynamique est entièrement imputable à la hausse des prix.

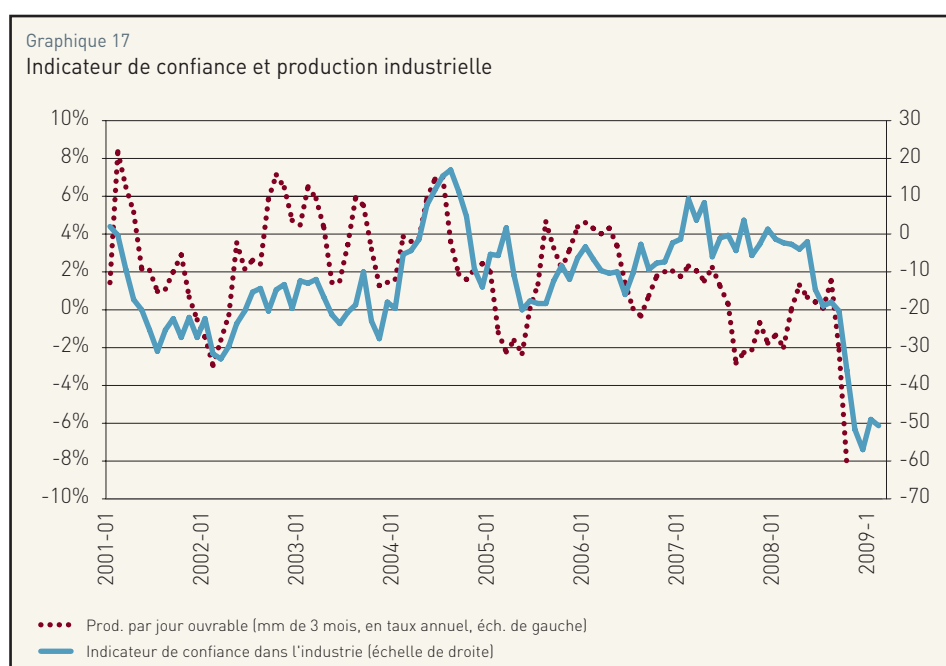
La ventilation sectorielle de la production par jour ouvrable indique, sur les onze premiers mois de l'année 2008, des évolutions très hétérogènes par rapport à la même époque de l'année passée. Les biens d'équipement affichent une modeste hausse de 1,7% en 2008, après une année 2007 extrêmement dynamique, au cours de laquelle les investissements des entreprises s'étaient nettement redressés. L'énergie se redresse, rompant ainsi avec les baisses de production des deux années précédentes. La baisse du volume d'activité dans la branche des biens intermédiaires s'inscrit dans le contexte d'une demande mondiale fortement allégée. 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 taux de variation annuel)

	2006	2007	2008-11 mois*	2008-T1	2008-T2	2008-T3
Valeur de la production	9,7	7,1	8,5	5,4	11,4	17,0
Chiffre d'affaires	14,7	4,9	3,6	1,8	5,6	10,2
Production par jour ouvrable	2,4	0,3	-2,5	-2,0	0,6	1,5
Biens intermédiaires (ppjo)	6,1	1,1	-4,1	-5,2	-0,5	4,5
Biens d'équipement (ppjo)	1,3	12,2	1,7	7,9	7,3	-6,8
Biens de consommation (ppjo)	-4,3	-6,3	-3,8	-4,5	-3,6	0,8
Energie (ppjo)	-1,3	-4,3	4,0	7,3	8,7	-6,4
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	0,3	0,4	-2,9	-2,0	0,3	-1,9

Source : STATEC

\* En variation par rapport aux onze premiers mois de l'année 2007.



Source : Statec, calcul BCL

## 2.3 LA CONSTRUCTION

Les indicateurs conjoncturels dressent un bilan mitigé pour le secteur de la construction. Au cours des onze premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires progresse de 5,0% 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 ce qui concerne le bâtiment, les autres indicateurs à court terme ne sont guère plus réjouissants. Au cours des neuf premiers mois de l'année 2008, les permis de construire ont enregistré une baisse de 13,6%. D'autre part, les statistiques bancaires disponibles pour le quatrième trimestre montrent que les nouveaux contrats de crédits immobiliers ont reculé de 13,4% (après avoir fortement progressé sur les trois trimestres précédents). Au total, l'activité dans le secteur du logement devrait donc fortement se réduire au cours des prochains trimestres.

A cela s'ajoute les sombres perspectives du marché de l'emploi, qui devraient aussi peser sur la demande de logements. Aussi, l'enquête de la BCL sur le crédit bancaire continue d'indiquer un net recul de la demande pour les crédits immobiliers au quatrième trimestre 2008. Agissant en sens inverse, une baisse supplémentaire des taux hypothécaires devrait suivre prochainement dans le sillage de l'assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème. De plus, les banques ont laissé leurs critères d'octroi inchangés au quatrième trimestre 2008, toujours selon l'enquête de la BCL.

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

	2006	2007	2008-11 mois	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4
Chiffre d'affaires - Total	5,3	5,8	5,0	7,6	3,1	9,0	-
Production par jour ouvrable -Total	2,4	1,4	-2,0	-2,6	0,0	-2,0	-
Production par jour ouvrable -Bâtiment	2,3	0,4	-1,8	-2,9	0,1	-1,0	-
Production par jour ouvrable -Génie civil	3,5	5,9	-3,6	-5,6	1,4	-4,1	-
Permis de bâtir <sup>12</sup>	-5,9	12,1	-13,6*	-7,9	-31,8	2,6	-
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	13,8	22,1	10,6**	12,2	11,6	10,6	8,1
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	9,4	19,4	13,8**	16,7	21,5	43,1	-13,4
Taux hypothécaires	4,0	4,7	4,9**	4,9	4,9	5,1	4,6

Sources : STATEC, calculs BCL  
\*2008 - 9 mois, \*\*2008 - 12 mois

## 2.4 LE COMMERCE ET LES AUTRES SECTEURS

A l'inverse de l'industrie et de la construction, le commerce et les autres activités de services se caractérisent par un dynamisme plutôt réconfortant. Sur les neuf premiers mois de l'année, l'ensemble du commerce affiche un taux de progression de son chiffre d'affaires très largement supérieur à ce qui a pu être observé en 2007. 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, les perspectives pour 2009 sont moins réconfortantes, même si l'ajustement des barèmes fiscaux à l'inflation passée fera augmenter le pouvoir d'achat. La dégradation de la conjoncture, dans la zone euro comme au Luxembourg, devrait peser sur les dépenses de consommation, principalement via l'évolution du revenu salarial. Dans le contexte de la crise financière, les ménages devraient aussi adopter un comportement plus prudent et reporter leurs achats majeurs à une date ultérieure. Le chiffre d'affaires dans les autres secteurs des services a globalement continué d'évoluer favorablement sur les dix premiers mois de

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

l'année 2008. Le secteur des activités informatiques fait figure d'exception, compte tenu de l'érosion continue de son chiffre d'affaires sur les dix premiers mois de l'année 2008 (-31,9%, après -59,5% en 2007 et +79,6% en 2006).

Enfin, les immatriculations automobiles ont fortement reculé au quatrième trimestre 2008, portant la croissance pour l'ensemble de l'année à +2% (après +1%). Les dernières statistiques disponibles concernent le mois de janvier. Elles font état d'un rebond du nombre d'immatriculations en janvier, comme c'est toujours le cas à cette époque de l'année. Par rapport à janvier 2008, en revanche, elles font apparaître une baisse des immatriculations de 20,7%. Les immatriculations devraient reprendre vigueur au cours des prochains mois sur base des échos positifs émanant du festival de l'automobile 2009.

Tableau 8

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

	2006	2007	2008- 10 mois	2008- T1	2008- T2	2008- T3	2008- T4
Immatriculations de voitures	4,7	1,0	2,0*	-6,5	10,7	10,7	-6,7
Commerce - total	10,3	7,7	42,5**	24,3	37,8	64,3	-
Commerce et réparation automobile	4,9	-0,2	4,5**	2,5	7,9	2,9	-
Commerce de gros	9,8	6,1	66,4	35,3	59,3	106,8	-
Commerce de détail	17,4	19,1	11,8	16,2	12,6	7,1	-
Commerce de détail (corrigé de l'effet des ventes par correspondance)	5,7	3,6	3,8	5,4	4,3	2,7	-
Hôtels et restaurants	2,0	3,7	4,7	6,6	6,0	2,0	-
Transport - total	4,9	6,9	9,7	14,1	4,4	12,7	-
Postes et télécommunications	10,4	7,1	2,1	-0,6	15,5	5,1	-
Activités informatiques	79,6	-59,5	-31,9	-52,4	-21,3	-9,5	-
Services fournis principalement aux entreprises	14,7	14,1	1,1	24,2	13,3	6,1	-

Source : STATEC

\* 2008 - 12 mois, \*\* 2008 - 9 mois

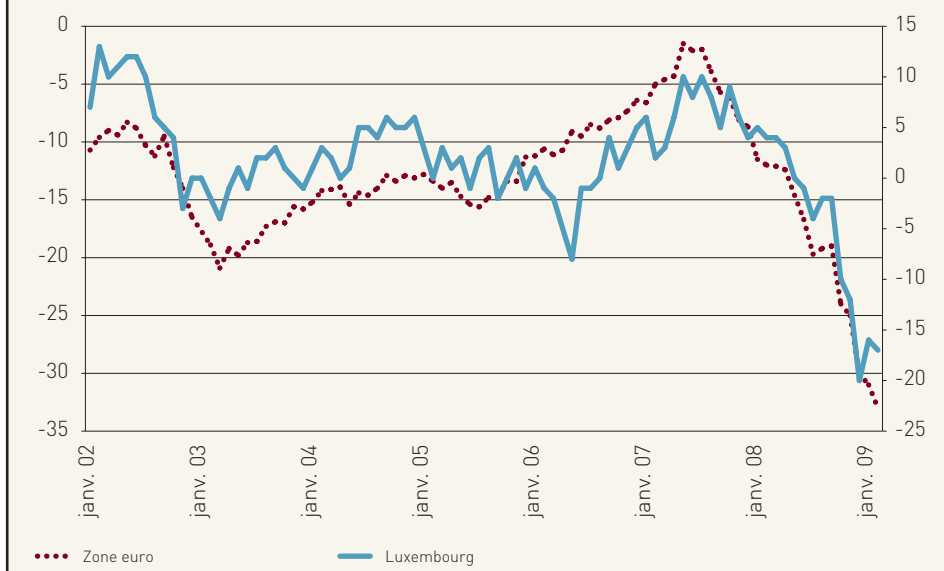
## 2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs<sup>13</sup> du Luxembourg a débuté au second semestre 2007. Il a donc coïncidé avec l'apparition des turbulences sur les marchés financiers et des tensions inflationnistes élevées à cette même époque. Depuis juillet 2007, l'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg s'est fortement dégradé. Il a atteint son minimum historique en décembre 2008, avant de se redresser en janvier. En février 2009, il s'est légèrement replié. La confiance des ménages s'est également redressée en janvier puis repliée en février dans plusieurs pays de la zone euro dont la Belgique, l'Espagne et l'Italie. A ce stade, il convient de rester prudent en regard de ces dernières évolutions. En effet, les évolutions récentes du marché de l'emploi suggèrent que le chômage au Luxembourg devrait poursuivre sa progression au cours des prochains mois. Par ailleurs, les indicateurs mensuels traditionnels ne permettent pas à ce stade d'anticiper une amélioration durable de la situation économique au Luxembourg au cours des prochains mois. Le même constat s'observe au niveau européen.

L'analyse des différentes composantes de l'indicateur de confiance révèle que l'inquiétude des consommateurs à l'égard du chômage au Luxembourg, de leur situation financière et de leur capacité d'épargner a de nouveau progressé en février 2009. En revanche, les consommateurs se sont montrés pour le deuxième mois consécutif plus optimistes pour la situation économique générale au Luxembourg. Ce regain d'optimisme pour la situation économique au Luxembourg, s'il se poursuivait, pourrait être lié à la baisse des prix pétroliers et, de manière plus générale, à la poursuite du ralentissement de l'inflation.

<sup>13</sup> 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.

Graphique 18  
Indicateurs de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)



Source : BCL et 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'épargner des ménages	
2007	février	2	-4	31	1	44
	mars	3	2	31	1	40
	avril	6	2	27	3	46
	mai	10	4	18	4	50
	juin	8	1	20	3	47
	juillet	10	0	12	4	47
	août	8	-3	15	2	48
	septembre	5	-10	18	-3	50
	octobre	9	2	20	4	49
	novembre	6	-5	17	-1	47
	décembre	4	-4	20	-1	41
2008	janvier	5	-8	19	-1	46
	février	4	-9	22	0	48
	mars	4	-10	20	-1	47
	avril	3	-14	18	-2	45
	mai	0	-21	18	-8	47
	juin	-1	-24	16	-9	44
	juillet	-4	-27	22	-9	41
	août	-2	-25	22	-9	47
	septembre	-2	-21	25	-4	42
	octobre	-10	-36	44	-6	46
	novembre	-12	-32	54	-7	43
	décembre	-20	-44	66	-9	38
2009	janvier	-16	-42	66	0	44
	février	-17	-34	70	-6	42

Source : BCL

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

## 2.6. LE MARCHÉ DU TRAVAIL

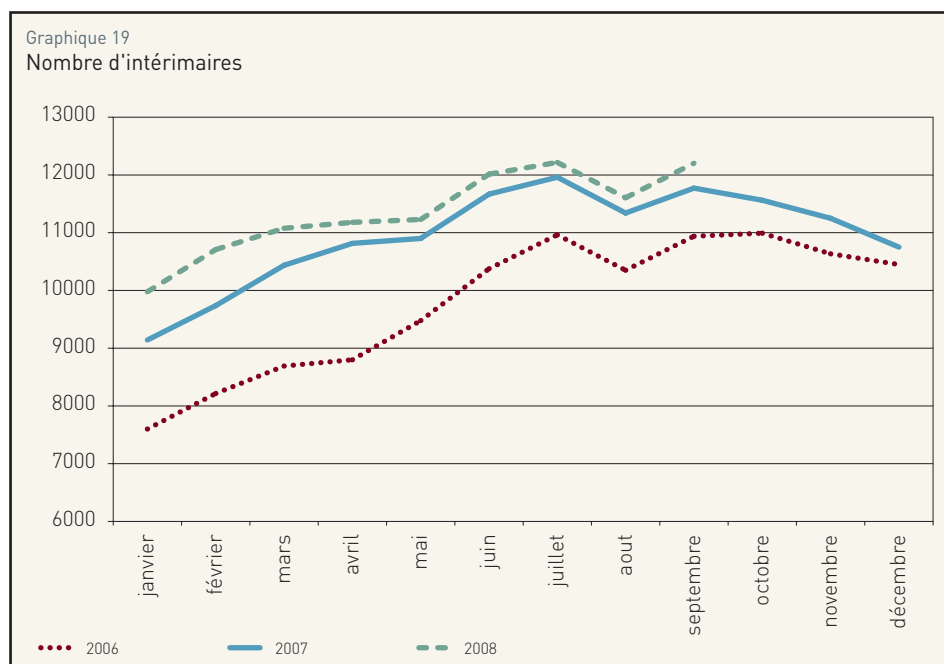
### 2.6.1 L'emploi et le chômage

Les statistiques de l'emploi disponibles à ce stade ne couvrent que la période allant jusqu'à octobre 2008 et ne permettent donc pas d'étudier de manière précise la réaction des entreprises à l'intensification et à la généralisation de la crise suite à la faillite de Lehman Brothers. En fait, les chiffres couvrant les mois de novembre à janvier ne sont pour l'instant que des estimations.

Jusqu'au mois d'octobre inclus pourtant, la crise ayant pris son début en été 2007 ne s'était matérialisée sur le marché de l'emploi luxembourgeois que par un arrêt de l'accélération de l'emploi à partir d'avril 2008. Ceci est la résultante, d'une part, du fait qu'après le commencement de la crise aux Etats-Unis, les économies européenne et luxembourgeoise continuaient d'abord à bien performer, et, d'autre part, de la règle que l'emploi réagit avec un certain retard aux fluctuations de l'activité au niveau agrégé.

Néanmoins, l'emploi intérimaire – mesuré par le nombre de personnes ayant exercé un ou plusieurs emplois sur base d'un contrat intérimaire – a pratiquement stagné depuis avril 2008, ce qui indique que les entreprises n'ont plus accru leur recours à de la main-d'œuvre flexible destinée à combler un manque de personnel imprévu ou en augmentation.

Ce premier impact de la crise – l'arrêt de l'accélération de l'emploi – a frappé les frontaliers et les résidents de manière différente. Du côté des frontaliers, on enregistre en fait une décélération de 8,3% en variation annuelle en mars à 6,5% en octobre. Selon les estimations officielles, la croissance de l'emploi frontalier a ensuite poursuivi sa voie descendante pour arriver à 5,6% en janvier 2009. L'évolution du côté de l'emploi national, par contre, semble étonnante dans le contexte de crise actuel: en fait, entre mars et septembre 2008, l'emploi des résidents aurait accéléré de 3,2 à 3,6%, avant de décélérer modérément à 3,2% en octobre. Le quatrième trimestre, ainsi que le début de 2009 se caractérise, selon les estimations officielles, par une décélération modérée de la création d'emplois à 2,9% en janvier.



Source : Ministère du Travail

Ainsi, « seulement » 58% des emplois nouvellement créés (net) entre octobre 2007 et octobre 2008 ont été occupés par des frontaliers. La valeur correspondante observée entre décembre 2006 et décembre 2007 était de 67%. L'année passée aurait ainsi été la première depuis le début de la décennie au cours de laquelle l'augmentation de l'emploi serait à plus de 40% imputable à la progression de l'emploi des résidents. Le fait que l'emploi des frontaliers ait relativement moins bien résisté à la crise peut avoir plusieurs raisons: il se peut que les secteurs ayant réagi plus fortement à la survenue de la crise

emploi davantage de frontaliers ; de plus, les frontaliers ont, en moyenne, une ancienneté moins élevée que les résidents (vu la montée rapide du nombre de frontaliers dans les années passées), les rendant plus exposés à des suppressions d'emploi.

Tableau 10  
Croissance annuelle (en %) de l'emploi\* et taux de chômage (en % de la population active)

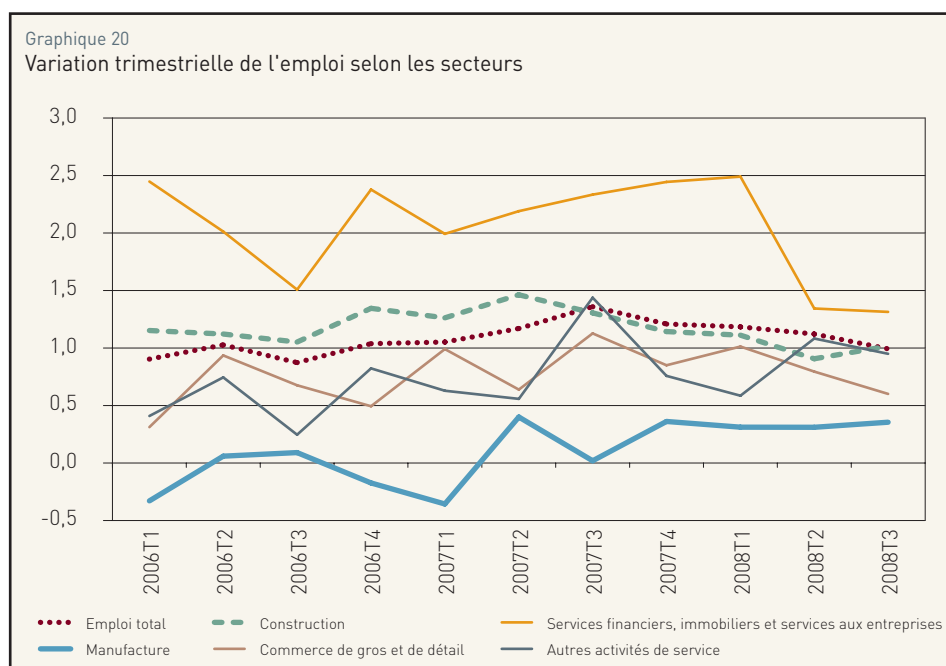
	Emploi salarié *	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage « strict »	Taux de chômage « strict » ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage « large »
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,5%	5,2%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%
2007	4,6	0,6	4,4	7,9	2,3	2,2	4,4%	4,4%	6,1%
2008T1	5,4	2,7	5,3	8,3	3,2	2,9	4,4%	4,2%	5,9%
2008T2	5,2	2,6	5,0	7,6	3,2	3,1	4,1%	4,3%	5,6%
2008T3	5,1	2,9	5,0	7,2	3,3	3,4	4,2%	4,4%	5,5%
2008T4	4,7	2,7	4,6	6,7	3,1	3,5	4,7%	4,6%	6,0%
août-08	4,8	2,8	4,6	6,8	3,1	3,1	4,2%	4,4%	5,5%
sept-08	5,3	2,9	5,2	7,4	3,6	3,8	4,3%	4,4%	5,6%
oct-08	4,7	2,9	4,6	6,5	3,2	3,4	4,5%	4,5%	5,8%
nov-08	4,7	2,7	4,5	6,6	3,1	3,4	4,7%	4,6%	5,9%
déc-08	4,8	2,4	4,7	7,0	3,0	3,7	5,0%	4,7%	6,2%
jan-09	4,2	1,3	4,0	5,6	2,9	3,9	5,5%	4,9%	

\*Les données concernant l'emploi de novembre 2008 à janvier 2009 sont des estimations.

Sources : IGSS, STATEC et calculs BCL

Selon la comptabilité nationale trimestrielle (voir graphique 20), la décélération de l'emploi est en effet particulièrement forte dans les secteurs des services marchands ainsi que dans le commerce, secteurs dans lesquels les frontaliers sont fortement représentés ; à l'opposé, les « autres services » (secteur qui inclut la fonction publique) et la construction ont tous les deux mieux résisté à la détérioration de l'environnement international.

En général, les frontaliers devraient être représentés plus que proportionnellement parmi les travailleurs intérimaires dont les relations d'emploi peuvent facilement être annulées lors de la survenue d'une crise. L'évolution de l'emploi frontalier peut ainsi être considérée comme précurseur de l'emploi national qui devrait donc être touché dans une deuxième étape.



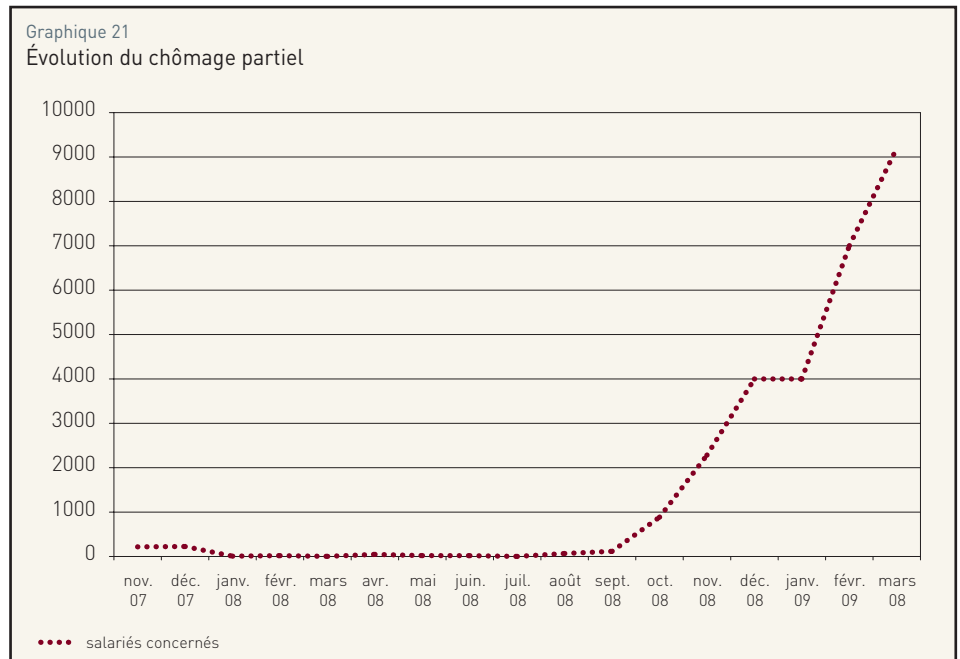
Source : Statec

Sur base de l'arrêt abrupt, voire du léger recul de l'effectif dans les banques de la place au cours des trois derniers mois de 2008 (-61 emplois ou bien -0,2%), l'évolution générale au quatrième trimestre peut bien avoir été moins favorable que les estimations officielles ne le font croire à l'heure actuelle. L'emploi dans les banques montre que le secteur-clé de l'économie nationale a commencé – même au-delà des cas apparus dans la presse – à réagir à la crise.

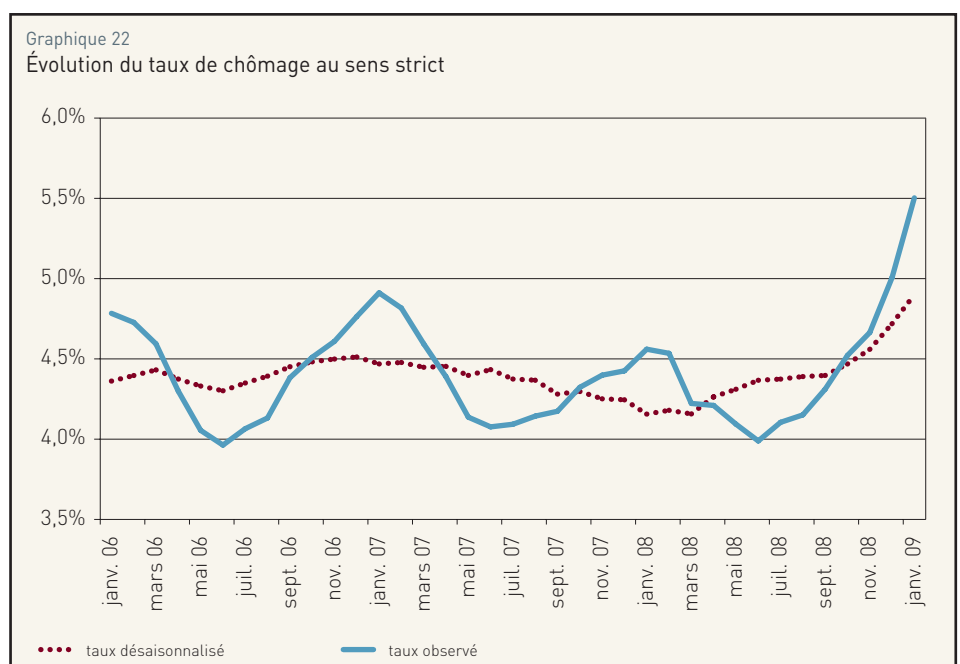
De plus, la montée explosive du nombre de salariés affectés par le chômage partiel – d'un niveau insignifiant en été à 4 000 environ en décembre 2008 et janvier 2009, pour s'établir à presque 7 000 en février 2009 et plus de 9 200 en mars – témoigne du fait que la crise a fortement atteint l'emploi dans l'industrie. Ce sont surtout des entreprises issues du secteur des sous-traitants de l'industrie automobile ainsi que celles actives dans le domaine de la sidérurgie qui ont introduit des demandes pour chômage partiel; à celles-ci s'ajoutent des entreprises actives dans le domaine des transports et, dans une moindre mesure, des secteurs de la construction et de l'artisanat.

La réaction la plus visible face à la crise se trouve au niveau du chômage. Le taux de chômage de 5,5% estimé pour le mois de janvier 2009 constitue un nouveau record pour l'économie luxembourgeoise. Mais c'est le taux désaisonnalisé qui permet d'avoir la pleine image de l'impact de la crise. L'envolée du chômage observée à partir d'avril a été abrupte et a eu lieu en 2 étapes: le chômage ne bougeait d'abord que peu entre juin et septembre, mais a ensuite augmenté de manière exponentielle depuis ce moment-là pour atteindre 5,5% en janvier (taux désaisonnalisé).

Les mesures pour l'emploi ont diminué au cours des derniers trimestres. Après un maximum de 2,0% de la population active (en juin 2006), un trend continu à la baisse débouche en un poids réduit des mesures en début de 2009 (1,2% de la population



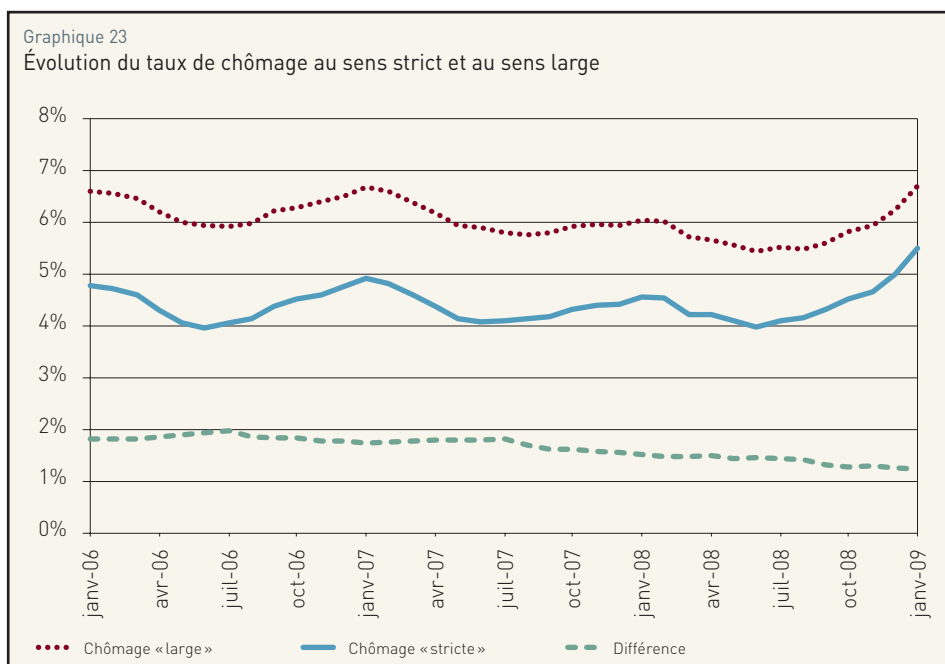
Source : Comité de conjoncture



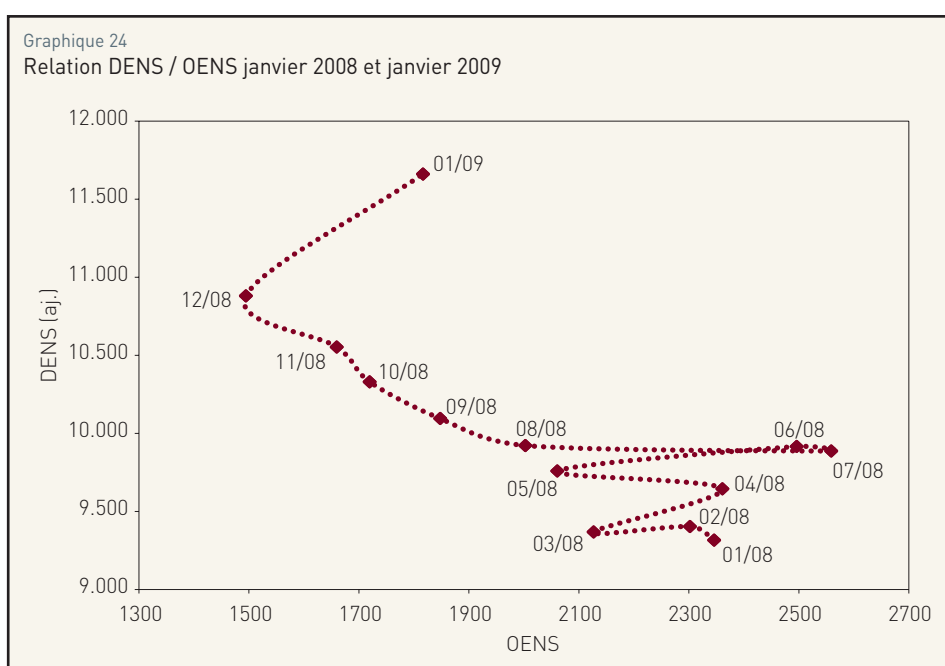
Source : Adem, IGSS, Statec



active ou encore 2 781 personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi). Ainsi, avec une baisse de presque 30% en moins de deux ans, l'instrument des « mesures pour l'emploi » semble aujourd'hui avoir perdu en importance en tant qu'instrument destiné à soutenir l'insertion dans le marché du travail « primaire ». En effet, des entreprises habituellement disposées à offrir respectivement des possibilités de travail ou de formation à des personnes au chômage dans le cadre de ces mesures sont actuellement dans une situation où elles n'augmentent plus leur effectif, ce qui se répercute forcément sur leur capacité et leur volonté d'offrir des mesures pour l'emploi à des personnes intéressées et remplissant les critères prescrits. Un instrument destiné à faciliter l'insertion de personnes ayant des difficultés à trouver un emploi régulier semble donc particulièrement difficile à mettre en œuvre dans des périodes caractérisées par un chômage en augmentation rapide.



Source : Adem, IGSS, Statec



Source : Adem

La détérioration du marché de l'emploi à partir du début du quatrième trimestre est également reflétée dans le nombre d'offres d'emploi non satisfaites enregistrées auprès de l'ADEM. En fait, au cours de l'année 2008, mais surtout depuis le mois de juillet, le nombre d'OENS n'a cessé de diminuer, ceci en ligne avec l'augmentation des DENS. En somme, la variation combinée des OENS et des DENS ajustées pour les variations saisonnières semble correspondre à un mouvement le long de la courbe Beveridge, indiquant ainsi une détérioration cyclique claire et nette (voir graphique 25). L'augmentation des OENS à la fin de la période observée ne doit pas être mal-interprétée : l'évolution reste préoccupante et les OENS en janvier sont peu élevées en comparaison historique.

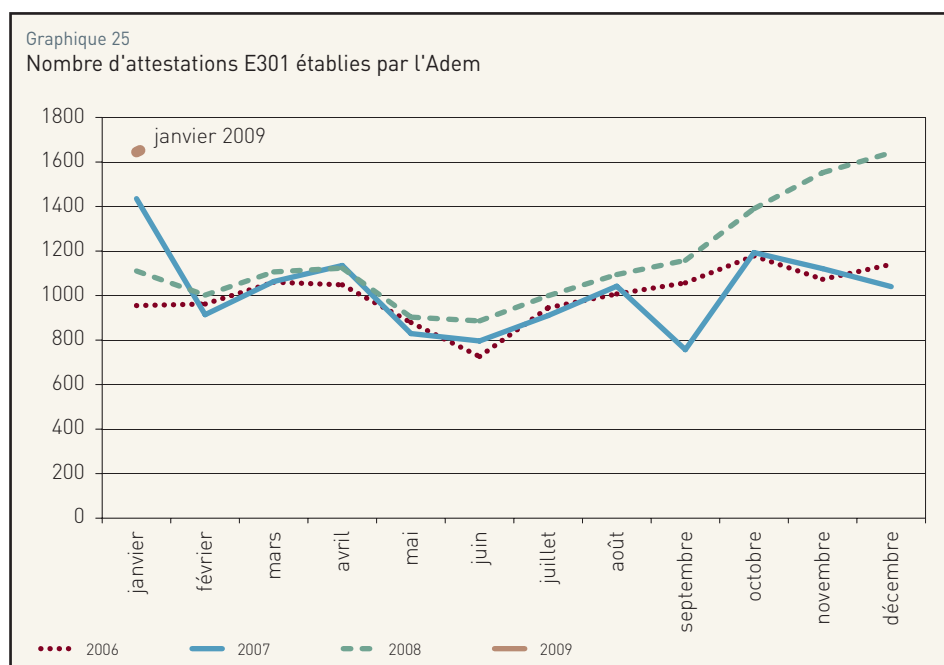
Un indicateur additionnel qui témoigne de l'évolution du marché du travail consiste dans le nombre d'attestations E301 établis par l'ADEM. Ainsi, un frontalier dont le contrat de travail vient d'être résilié peut obtenir auprès de l'ADEM une telle attestation, lui permettant de demander auprès de l'administration compétente de son pays de résidence le paiement de l'indemnité de chômage. Du point de vue analytique, l'évolution des formulaires est donc intéressante puisque le chômage tel que recensé par l'ADEM ne couvre que les demandeurs d'emploi résidents et

que les statistiques de l'emploi (frontalier comme national) ne deviennent disponibles que 4 mois environ après la date de référence. En conséquence, le nombre de formulaires devrait permettre d'avoir une idée de l'évolution du chômage frontalier.

Cependant, deux facteurs limitent l'utilité de cette série. D'une part, les autorités belges n'insistent apparemment pas systématiquement sur la présentation de ce formulaire avant d'accorder l'indemnité de chômage, le nombre de ces formulaires établis par l'ADEM pouvant ainsi significativement sous-estimer le niveau de contrats résiliés à un moment donné. Par exemple, au mois de janvier 2009, 90 personnes de nationalité belge ont obtenu une telle attestation contre 1 230 salariés de nationalité française, ce qui constitue un rapport peu réaliste. D'autre part, vu qu'il arrive que des travailleurs intérimaires ont des emplois de très courte durée, il arrive qu'une personne ayant reçu une telle attestation revienne travailler au Luxembourg au cours du même mois. Ceci serait surtout le cas de frontaliers résidant en France, vu que les administrations responsables dans ce pays exigent systématiquement l'attestation E301.

En dépit de ces incertitudes, qui affectent surtout l'interprétation du niveau de ces attestations à un moment donné, la variation de leur nombre au cours du temps est instructive. Ce nombre a commencé d'augmenter à la mi-2008. En ligne avec l'évolution du chômage résident, une très forte progression tout au long du quatrième trimestre se dégage pour atteindre des niveaux jamais recensés auparavant (1651 formulaires émis en janvier).

Tous ces facteurs mènent à la conclusion que le quatrième trimestre 2008 et le début de 2009 ont été bien plus graves en termes d'emplois que les statistiques officielles ne le suggèrent. Il faut donc s'attendre à ce que les données observées, une fois disponibles, ne dessinent une image significativement plus sombre et ne sont le prélude à une dégradation considérable et supplémentaire du marché du travail en 2009.



## 2.7 LE SECTEUR FINANCIER

### 2.7.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit

L'année 2008 se caractérise par une diminution nette du nombre d'établissements de crédit présents sur la place bancaire luxembourgeoise ; ainsi, au 31 décembre 2008, le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistrés était de 152, soit une diminution de quatre unités par rapport à la fin de l'année 2007. En effet, le recensement fait état de deux fermetures, de deux fusions, d'une liquidation et d'une constitution pour l'année 2008. La situation au 23 février 2009 reste inchangée par rapport à la fin de l'année 2008.

### 2.7.2 L'effectif dans les établissements de crédit

L'effectif des établissements de crédits luxembourgeois s'élevait à 27 208 personnes au 31 décembre 2008, ce qui représente une diminution de 61 unités, soit 0,22%, par rapport au 30 septembre 2008. Ainsi, la création nette d'emplois, qui a commencé au second trimestre de l'année 2002 et perduré jusqu'au troisième trimestre de l'année 2008, a fait place à une réduction nette d'emplois. Au cours des douze derniers mois, c'est-à-dire de décembre 2007 à décembre 2008, 1 069 emplois nets ont néanmoins été créés par les banques au Luxembourg, soit une progression de l'emploi de 4,09%.

### 2.7.3 Le bilan des établissements de crédit

La croissance annuelle du volume d'activités des banques, tel que mesuré par la somme des bilans, a nettement ralenti au cours de l'année 2008 pour se limiter à 1,8%; ainsi, la somme de bilan agrégée des banques de la place affiche son taux de croissance annuel le moins élevé depuis mars 2004 (1,7%). Ce ralentissement a été particulièrement sensible au cours du dernier trimestre de l'année en raison de l'aggravation de la crise financière.

Au 31 décembre 2008, la somme de bilan agrégé des banques luxembourgeoises s'élevait à 931 562 millions d'euros contre 993 289 millions d'euros au 30 septembre 2008. En termes bruts, la somme de bilan agrégée a baissé de 61 727 millions d'euros (-6,2%) au cours du dernier trimestre, dont 48 282 millions (-4,9%) entre novembre et décembre.

Ce recul trimestriel s'explique par une moindre activité interbancaire; en effet, au cours de cette période les créances interbancaires ont diminué de 7,4% alors que les dettes interbancaires ont reculé de 4,0%.

Bien que les créances sur la clientèle aient progressé de 5,1% sur base annuelle, le quatrième trimestre 2008 a néanmoins fait ressortir une baisse de 7,1%. Cette baisse s'explique par la conjugaison de deux facteurs. D'une part, par le fait que les banques ont durci les critères d'octroi de crédit, ce qui semble raisonnable au vu de l'ampleur de la crise financière et économique, dont les origines remontent précisément à un accès trop facile aux crédits. D'autre part, par le fait que le secteur non bancaire reporte certains investissements en raison de la dégradation de la situation économique. Dans ce contexte, notons que les encours des crédits aux ménages résidents à Luxembourg se sont légèrement tassés de 0,2% (33 millions d'euros) au quatrième trimestre 2008 pour s'élever en fin d'année à 17 691 millions d'euros. Tandis que les encours de crédits à la consommation et d'autres crédits se réduisaient, les crédits destinés aux acquisitions immobilières étaient en hausse. Les sociétés non financières résidentes, quant à elles, ont vu leur financement augmenter de 8,0% (1 215 millions d'euros) entre septembre et décembre 2008 portant les encours de crédits sous cette catégorie à 16 427 millions d'euros au 31 décembre 2008.

Tableau 11

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 <sup>1)</sup>
	2007/12	2008/09	2008/12	2007/12 - 2008/12		2008/09 - 2008/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2008/12
Créances interbancaires	455 682	509 120	471 281	15 599	3,4	-37 839	-7,4	50,6
Créances sur la clientèle	195 350	220 870	205 222	9 872	5,1	-15 648	-7,1	22,0
Portefeuille titres	236 700	229 171	221 593	-15 107	-6,4	-7 578	-3,3	23,8
Autres actifs	27 717	34 128	33 466	5 749	20,7	- 662	-1,9	3,6
Total de l'actif	915 448	993 289	931 562	16 114	1,8	-61 727	-6,2	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle, le constat d'un recul prononcé, tant sur base annuelle que sur base trimestrielle s'explique par le fait que la baisse survenue au cours des derniers mois de l'année 2008 est très marquée. En effet, les dépôts de la clientèle étaient en baisse de 10,3% entre septembre et décembre 2008. Il est évident que cette baisse s'inscrit dans un contexte de perte de confiance de la part des investisseurs. De plus, la baisse des dépôts de la clientèle s'explique par des retraits de fonds des autres intermédiaires financiers. Il s'agit d'organismes de placement collectif qui ont ainsi financé le rachat de parts par les investisseurs et les sociétés non financières à l'aide de leurs fonds bancaires plutôt que de recourir au crédit, à un moment où le loyer de l'argent était comparativement élevé.

Tableau 12

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 <sup>1)</sup>
	2007/12	2008/09	2008/12	2007/12 - 2008/12		2008/09 - 2008/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	443 797	499 248	479 178	35 380	8,0	-20 070	-4,0	51,4
Dettes envers la clientèle	305 279	319 784	286 692	-18 587	-6,1	-33 092	-10,3	30,8
Dettes représentées par un titre	93 574	90 657	80 062	-13 512	-14,4	-10 595	-11,7	8,6
Autres passifs	72 797	83 600	85 630	12 833	17,6	2 030	2,4	9,2
Total du passif	915 448	993 289	931 562	16 114	1,8	-61 727	-6,2	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

En ce qui concerne les dépôts des ménages résidents, une augmentation de 0,9% (216 millions d'euros) a pu être observée sur cette période tandis que ceux des sociétés non financières étaient en baisse de 19,2% (3 412 millions d'euros). En fin d'année, les encours respectifs de ces deux catégories atteignaient 22 995 et 14 380 millions d'euros.

Pour ce qui est des titres de créance émis, il n'est guère surprenant que les émissions soient en forte baisse de 11,7% entre septembre et décembre 2009 ; en effet, dans un environnement mondial défavorable résultant de la crise financière, les émissions bancaires se trouvent en concurrence avec des émissions étatiques massives. Dans ce contexte, il convient aussi de mentionner que jusque fin 2007 les titres émis étaient renseignés à la valeur de remboursement alors que depuis 2008 ils sont à évaluer à la juste valeur. Ainsi, l'évaluation moindre des titres peut également expliquer une partie de cette baisse.

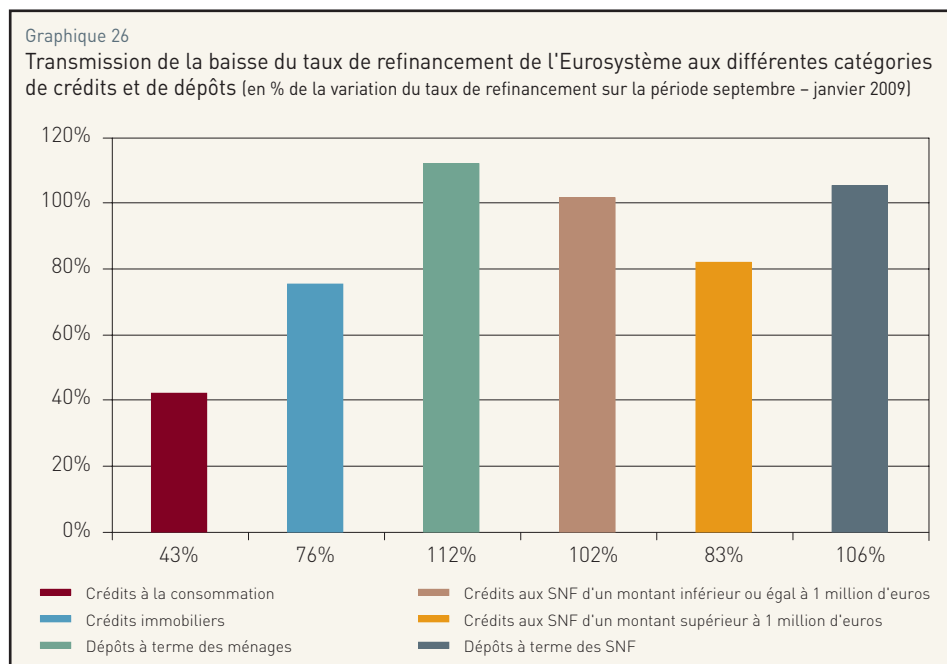
Notons que la variation annuelle importante des autres actifs et passifs s'explique en grande partie par le renseignement, au bilan depuis janvier 2008, des instruments financiers dérivés.

Finalement, on remarque que la somme des bilans continue à diminuer pour atteindre 914 704 millions d'euros à la fin de janvier 2009, ce qui représente une baisse de 1,8% (16 858 millions d'euros) par rapport au 30 décembre 2008. La tendance pour janvier 2009 confirme le mouvement observé au troisième trimestre 2008. Malgré ce constat mitigé, on peut noter que le repli enregistré en janvier 2009 est moins important que celui encore observé en novembre et décembre 2008, avec des taux de contraction de 2,3% et 4,9% respectivement.

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

Le dernier trimestre de l'année 2008 a été marqué par un très net assouplissement des conditions de financement offertes par l'Eurosystème. Le taux principal de refinancement de l'Eurosystème est ainsi passé de 4,25% à 2,50% entre septembre et décembre 2008. Notons également qu'en janvier l'Eurosystème a procédé à une nouvelle baisse de 50 points de base de son taux directeur pour porter ce dernier à 2,00%.

Les taux d'intérêt portant sur les nouveaux contrats de crédits ou de dépôts offerts par les banques luxembourgeoises ont suivi cette tendance de manière plus ou moins marquée suivant les catégories de produits.



Le coût des crédits immobiliers à taux variable a diminué de 175 points de base entre septembre 2008 (5,17%) et janvier 2009 (3,47%). Cet assouplissement est moins fort que celui initié par l'Eurosystème sur cette période en raison de l'existence d'un délai de transmission relativement long. En effet, historiquement, ce dernier avait été estimé à six mois pour le Luxembourg. Dans ce contexte, on notera également que les grandes banques luxembourgeoises actives sur ce marché ont procédé à une nouvelle baisse de taux d'intérêt en février 2009 portant sur 50 points de base.

Source : BCL

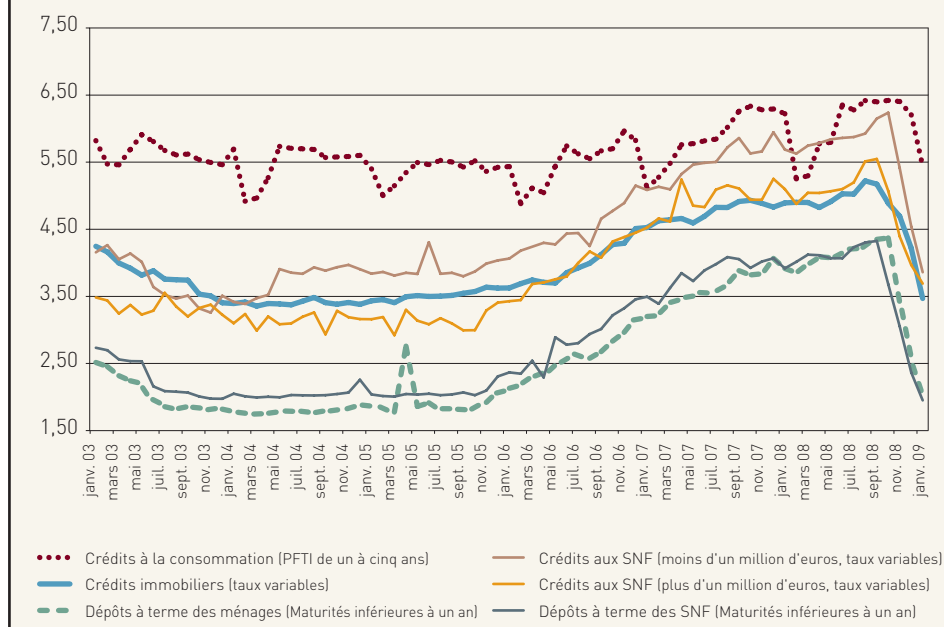
Les crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt la plus représentative est comprise entre un et cinq ans, ont vu leur coût diminuer de 96 points de base entre septembre 2008 (6,40%) et janvier 2009 (5,44%). Cette catégorie de taux n'est pas indexée sur le taux de refinancement de l'Eurosystème, ce qui explique la faible transmission observée sur la période considérée (43%). En raison de la tenue du festival de l'automobile en février 2009, les taux d'intérêt portant sur cette catégorie de crédits sont appelés à fortement diminuer au premier trimestre 2009.

Les taux d'intérêt proposés aux sociétés non financières sont passés de 6,15% en septembre 2008 à 3,86% en janvier 2009 pour les crédits d'un montant inférieur à un million d'euros. Pour la catégorie des montants supérieurs à un million d'euros, la baisse a été tout aussi marquée, puisque les taux d'intérêt correspondant sont passés de 5,55% à 3,69% sur la même période.

La rémunération des dépôts à terme des ménages (d'une durée initiale inférieure à un an) était en baisse de 253 points de base sur la période septembre 2008 (4,35%) – janvier 2009 (1,82%). Celle des dépôts à terme des sociétés non financières était en baisse de 238 points de base (de 4,33% à 1,95%) sur cette même période.

Graphique 27

Évolution des taux d'intérêts sur les crédits et les dépôts des banques luxembourgeoises sur la période janvier 2003 – janvier 2009 (en %)



Source : BCL

## L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

L'analyse intitulée «*L'impact des turbulences financières sur les crédits*», publiée récemment dans le *Bulletin BCL 2008/2*, a examiné l'impact des tensions financières sur l'octroi de crédits au Luxembourg. Cet encadré présente une mise à jour succincte des principaux résultats ; l'accent est donc mis sur les développements de court terme des crédits accordés aux ménages et aux entreprises, ainsi que sur les critères et les conditions de financement y relatifs, à la lumière des nouvelles données devenues disponibles depuis la publication de l'analyse susmentionnée.

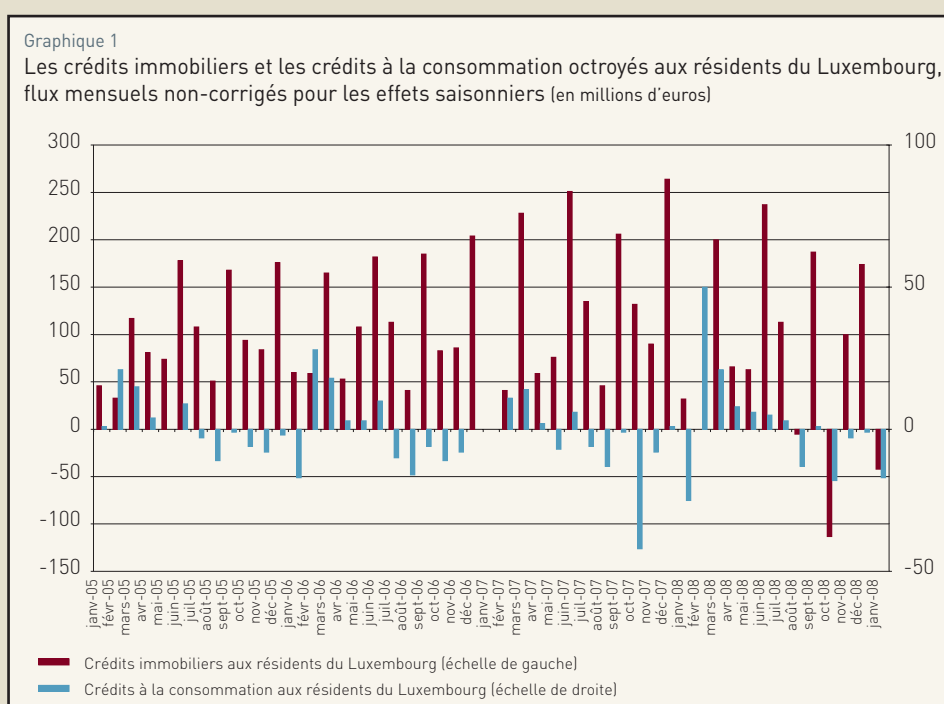
A rappeler que ces données proviennent du recensement statistique des bilans agrégés des banques (données *BSI* sur les encours), de la collecte sur les taux d'intérêt et les nouveaux crédits accordés (données *MIR*), et finalement de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire (*BLS*). Pour ce qui est des collectes *BSI* et *MIR*, les nouvelles données devenues disponibles depuis la publication du *Bulletin BCL 2008/2* couvrent la période allant de novembre 2008 à janvier 2009. Les données *BLS* nouvellement disponibles sont celles du quatrième trimestre 2008.

*Remarque : pour l'interprétation des différentes séries représentées dans les graphiques, il est impératif de tenir compte des échelles.*

## LES CRÉDITS AUX MÉNAGES

Étant donné que l'accent est mis sur les développements de court terme, le *Graphique 1* présente l'évolution des crédits immobiliers et des crédits à la consommation (octroyés aux ménages résidant au Luxembourg)<sup>1</sup> en termes de flux mensuels<sup>2</sup>. Par rapport aux taux de croissance annuels, cette représentation a l'avantage d'éviter une interprétation erronée des développements les plus récents découlant des effets de base.

S'agissant tout d'abord des crédits immobiliers octroyés aux ménages résidant au Luxembourg, le graphique montre que l'octroi de ces crédits fut relativement soutenu en novembre et surtout en décembre, alors que le flux mensuel fut négatif (moins 42 millions d'euros) en janvier.



Source : BCL

Remarque : Les données de janvier 2007 ont été enlevées du graphique puisqu'elles sont biaisées en raison d'un effet statistique.

S'agissant des crédits immobiliers, les données *MIR* indiquent que 386 millions d'euros de nouveaux crédits ont été accordés lors des deux derniers mois de l'année passée ; en janvier, le volume de nouveaux crédits accordés s'est élevé à 191 millions d'euros. Si les données *MIR* de janvier semblent contredire l'évolution des flux mensuels de la collecte *BSI*, il faut toutefois préciser que les différences méthodologiques impliquent que ces données ne sont pas tout à fait comparables<sup>3</sup>.

- 1 Les encours hypothécaires aux ménages résidant au Luxembourg constituent presque 95% des encours hypothécaires totaux envers les ménages de la zone euro. Les encours de crédits à la consommation aux ménages résidant au Luxembourg constituent environ 80% des encours de crédits à la consommation totaux envers les ménages de la zone euro.
- 2 Les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les séries ne sont toutefois pas corrigées pour les effets saisonniers.
- 3 Par exemple, pour la collecte *MIR* il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données *BSI* les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte *MIR* ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

Plus généralement, l'année passée est la première année pour laquelle des flux mensuels négatifs ont été enregistrés (en août et en octobre)<sup>4</sup>. Néanmoins, l'évolution des flux mensuels retracés par le *Graphique 1* ainsi que les données sur les nouveaux crédits ne permettent pas de faire abstraction des effets saisonniers. Compte tenu de cette remarque, les dernières informations vont toutefois dans le sens de confirmer le ralentissement de la dynamique de crédits déjà mentionné dans l'analyse parue dans le *Bulletin BCL 2008/2*. Effectivement, le taux de croissance annuel des encours de crédits immobiliers octroyés aux ménages résidant au Luxembourg a poursuivi sa tendance baissière ces derniers mois. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, dont les dernières données font référence au quatrième trimestre 2008, signale d'ailleurs un repli de la demande des ménages, plutôt qu'une politique de crédit restrictive des banques de la Place financière; en effet, les sept banques de l'échantillon luxembourgeois indiquent avoir laissé inchangés leurs critères d'attribution appliqués aux crédits immobiliers.

Les taux d'intérêt portant sur les nouveaux contrats de crédits immobiliers ont été réduits de 95 points de base au cours du quatrième trimestre 2008, puis de 75 points de base supplémentaires en janvier 2009. La baisse des taux directeurs de janvier n'est pas prise en compte par les données *MIR* les plus récentes. Certaines banques ont toutefois déjà indiqué que cette baisse a été intégralement transmise sur les taux de détails appliqués aux crédits immobiliers. En principe, la dernière baisse des taux directeurs, annoncée le 5 mars, devrait également être transmise rapidement.

Pour ce qui est des crédits à la consommation, l'évolution observée entre novembre 2008 et janvier 2009 est moins favorable, puisque les flux mensuels sont négatifs sur la période entière. Il convient pourtant de souligner que la somme de ces flux mensuels reste limitée avec 21 millions d'euros, comparé à un encours de presque 1,2 milliard d'euros. Les données *MIR* indiquent que le volume mensuel des crédits à la consommation nouvellement accordés a continué de s'inscrire en baisse par rapport aux mois précédents, malgré un léger rebond en janvier. Le festival de l'automobile devrait à nouveau faire progresser ces crédits. Comme pour les crédits hypothécaires, il est impératif de souligner certaines différences méthodologiques entre la collecte *BSI* et la collecte *MIR*, ainsi que de préciser que les informations disponibles ne permettent pas de faire abstraction des effets saisonniers. Sur base annuelle, les dernières données *BSI* confirment la tendance haussière notée dans le cadre de l'analyse parue dans le *Bulletin BCL 2008/2*. Les résultats de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que la demande pour les crédits à la consommation (et autres crédits) a fléchi au quatrième trimestre, alors que les banques n'auraient pas modifié leurs critères d'octroi.

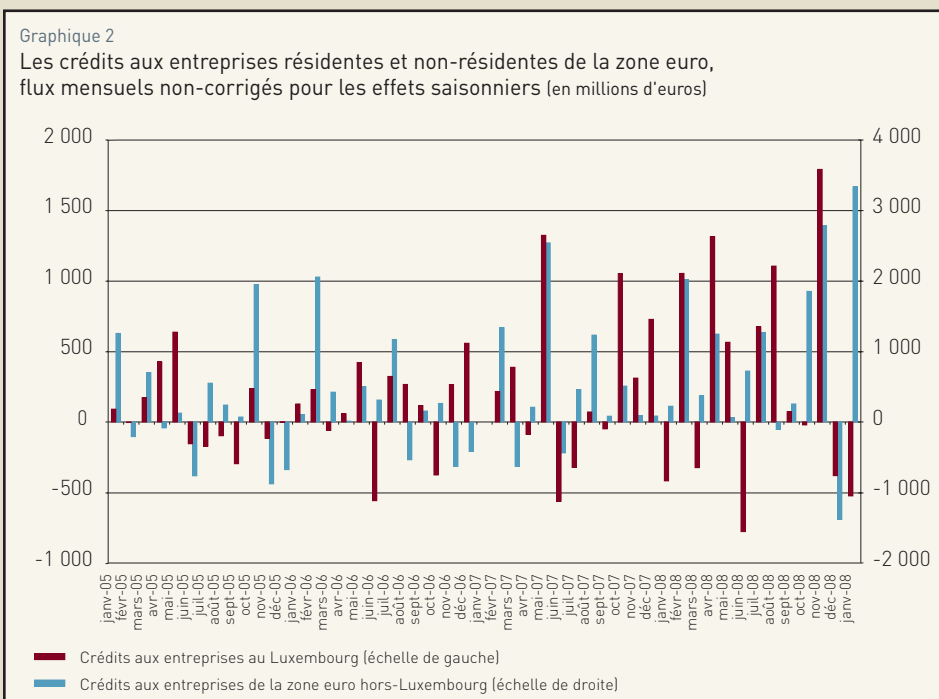
Les taux d'intérêt sur les nouveaux contrats n'ont diminué que de 20 points de base au cours du quatrième trimestre. Néanmoins, les dernières observations relatives au mois de janvier 2009 laissent apparaître une réduction supplémentaire de 77 points de base. Celle-ci devrait se prolonger au cours du mois de février en raison du festival de l'automobile au cours duquel les banques ont proposé des taux nettement en baisse.

4 A noter que les séries pertinentes vont de janvier 2003 à janvier 2009, étant donné que la ventilation selon l'origine géographique des contreparties ne fut introduite qu'en décembre 2002.



## LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

Le *Graphique 2* retrace l'évolution des crédits aux sociétés non-financières (SNF) ; étant donné qu'une partie importante des crédits octroyés sont destinés aux SNF non-résidentes, le graphique représente séparément les développements de crédits pour les SNF implantées au Luxembourg, ainsi que l'évolution des crédits pour les entreprises non-résidentes (implantées dans la zone euro hors-Luxembourg).



Source : BCL

*Remarque : Les données de janvier 2007 ont été enlevées du graphique puisqu'elles sont biaisées en raison d'un effet statistique.*

Alors que les flux mensuels des crédits aux entreprises étaient très élevés en novembre, tant pour les entreprises résidentes que pour celles de la zone euro hors-Luxembourg, les données de décembre témoignent d'une évolution moins optimiste. En effet, le flux des crédits octroyés aux SNF résidentes enregistré en novembre est le plus important depuis janvier 2003, alors qu'en décembre ce flux s'est contracté à concurrence de 380 millions d'euros ; le flux des crédits aux entreprises de la zone euro hors-Luxembourg s'est contracté à concurrence de 1 382 millions d'euros en décembre. Si les développements de janvier sont peu propices en ce qui concerne l'octroi de crédits aux SNF résidentes (-524 millions d'euros), le flux de janvier relatif aux entreprises de la zone euro hors-Luxembourg est le plus élevé enregistré depuis début 2003. En ce qui concerne les crédits nouvellement accordés aux SNF de la zone euro, ce sont surtout les crédits supérieurs à 1 million d'euros qui ont progressé vigoureusement sur la période d'analyse.

Tout comme pour les crédits destinés aux ménages, l'analyse des crédits destinés aux SNF ne permet pas de distinguer les effets conjoncturels des effets saisonniers. Sur base annuelle, les dernières données *BSI* confirment l'évolution tendancielle positive des crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors-Luxembourg notée dans le cadre de l'analyse parue dans le *Bulletin BCL 2008/2* ; pour ce qui est des crédits octroyés aux entreprises résidentes, la trajectoire haussière des taux de croissance annuels s'est toutefois stabilisée ces derniers mois, mais à un niveau très élevé.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire fournit quelques indications sur l'évolution respective de l'offre et de la demande de crédits. Les résultats relatifs au dernier trimestre 2008 indiquent que les banques ont laissé inchangés leurs critères d'octroi, alors que la demande émanant des entreprises n'aurait que légèrement diminué. Néanmoins, dans la mesure où l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé, les durcissements des trimestres précédents laissent présager un ralentissement de l'octroi de crédits aux SNF.

La baisse des taux d'intérêt sur les nouveaux contrats de crédits d'un montant supérieur à un million d'euros a été très forte au quatrième trimestre 2008 (-158 points de base). La baisse de 28 points de base observée en janvier 2009 confirme cette tendance.

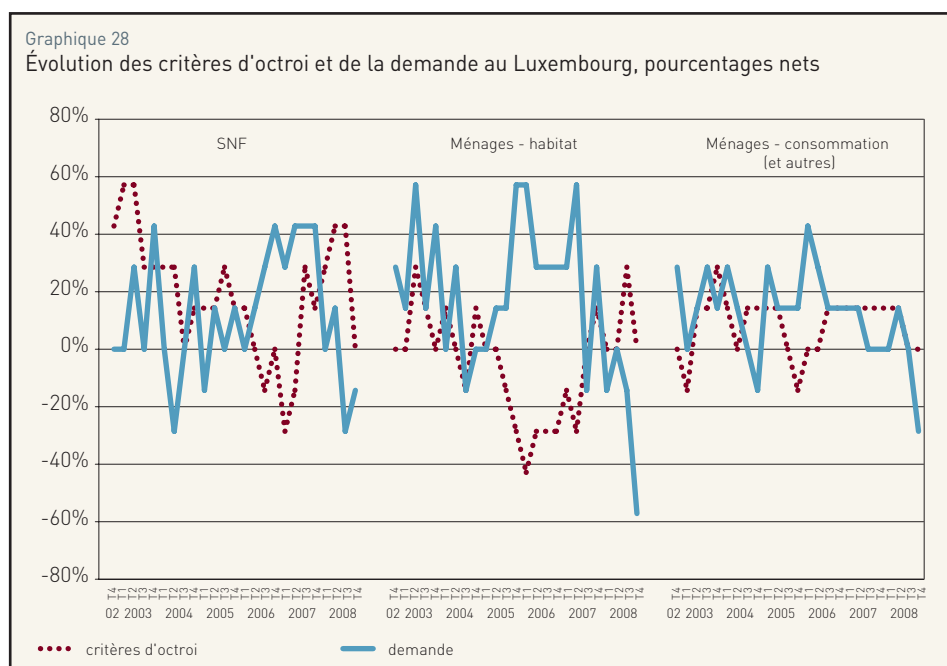
### CONCLUSIONS

En résumé, cet encadré permet donc de tirer les conclusions suivantes :

1. En ce qui concerne l'évolution des crédits immobiliers, les données couvrant la période de novembre à janvier vont dans le sens de confirmer la modération de la dynamique de crédits déjà notée dans l'analyse parue dans le *Bulletin BCL 2008/2*.
2. S'agissant des crédits à la consommation, les dernières informations disponibles vont également dans le sens d'un ralentissement de la dynamique de crédits.
3. Pour ce qui est des crédits octroyés aux SNF, les développements pour la période allant de novembre 2008 à janvier 2009 sont assez contrastés en fonction de l'origine géographique des contreparties.
4. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent qu'au quatrième trimestre 2008 les banques ont laissé inchangés leurs critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux SNF et aux ménages, alors que la demande s'est repliée.
5. Pour ce qui est de l'évolution des taux d'intérêt, hormis pour les taux sur les crédits à la consommation, les baisses observées sur les crédits immobiliers et aux SNF indiquent une transmission rapide et significative des modifications des taux directeurs de l'Eurosystème.

## 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 quatrième trimestre 2008 ; comme pour les cinq trimestres précédents, cette enquête comprenait plusieurs questions supplémentaires afin de permettre à l'Eurosystème d'évaluer l'incidence des perturbations de marché sur l'accès au financement des banques.



Source : BCL

Par rapport aux résultats du troisième trimestre, les derniers résultats ayant trait à l'offre de crédits au Luxembourg sont nettement plus optimistes que ceux de la zone euro dans son ensemble. L'enquête du quatrième trimestre fait toutefois apparaître une évolution peu propice de la demande de crédits, en ligne avec les résultats agrégés de la zone euro. Quant à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement, la situation demeure précaire, 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.

**Entreprises :** Pour le quatrième trimestre 2008, les résultats nets indiquent que les critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux entreprises sont restés inchangés, alors qu'un durcissement net de +43 % (soit l'équivalent de trois banques) avait encore été enregistré au trimestre précédent ; dans la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets relatifs aux critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux entreprises s'inscrivent par contre toujours à des niveaux très élevés. Les banques de l'échantillon luxembourgeois continuent toutefois à signaler des difficultés pour accéder aux financements du marché, ainsi que des perceptions de risque accrues découlant des prévisions concernant l'activité économique générale et des perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises. Les résultats font d'ailleurs apparaître un durcissement (c'est-à-dire un accroissement) des marges sur le montant moyen des prêts et sur les prêts plus risqués. L'orientation globale de la demande nette des entreprises demeure légèrement négative au Luxembourg, passant de -29 % au troisième trimestre à -14 % au quatrième ; dans la zone euro, la demande nette a toutefois atteint un nouveau creux. Ces évolutions

découlent principalement d'un besoin de financement affaibli lié aux investissements en capital fixe, ainsi qu'aux fusions, acquisitions et aux restructurations d'entreprises.

**Ménages pour habitat :** Aucun durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers n'a été signalé au Luxembourg lors de la dernière enquête ; ces résultats sont très propices par rapport aux développements de la zone euro, où les pourcentages nets ont atteint un nouveau sommet. Certaines banques de l'échantillon luxembourgeois continuent cependant à signaler des perceptions de risque accrues liées aux perspectives sur le marché du logement. Plus généralement, les résultats luxembourgeois cumulés de toutes les enquêtes qui ont été faites depuis l'émergence des turbulences financières sont beaucoup plus optimistes que les résultats cumulés enregistrés au niveau de la zone euro dans son ensemble.

Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont toutefois en ligne avec ceux de la zone euro. Effectivement, les pourcentages nets ont atteint un nouveau creux (à -57%, soit l'équivalent de quatre banques)<sup>14</sup>, alors que les résultats agrégés de la zone euro sont restés proches du creux historique enregistrés au troisième trimestre. L'évolution morose de la demande nette, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble, serait principalement attribuable à la détérioration des perspectives sur le marché du logement ainsi qu'à la détérioration de la confiance des consommateurs.

**Ménages pour consommation (et autres) :** Tout comme pour les crédits immobiliers, aucun durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres) n'a été signalé au Luxembourg pour le dernier trimestre 2008, alors que les pourcentages nets agrégés de la zone euro ont atteint un nouveau sommet. Certaines banques de l'échantillon luxembourgeois ont cependant signalé une détérioration de la capacité de remboursement des consommateurs.

S'agissant de la demande nette, elle a atteint un nouveau creux au Luxembourg, bien qu'il convienne de souligner que deux banques uniquement ont indiqué que la demande pour ces crédits aurait fléchi au quatrième trimestre 2008. Un moindre besoin de financement, lié à la détérioration de la confiance des consommateurs et à la vente de titres, aurait contribué à faire baisser la demande. Dans la zone euro, la demande nette s'est considérablement repliée par rapport au troisième trimestre pour atteindre un nouveau creux historique.

**Incidence 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, les banques ont indiqué avoir rencontré des difficultés considérables à lever des fonds. Ces difficultés se sont répercutées sur les montants que ces banques sont disposées à prêter, ainsi que sur leurs marges. Néanmoins, les mesures de recapitalisation et de garanties introduites par les gouvernements ont pour partie contrecarré les tensions sur les marchés financiers. L'incidence des turbulences financières sur les fonds propres des banques, ainsi que sur leur propension à accorder des prêts, demeure faible au Luxembourg.

#### 2.7.6 Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Dans un environnement des affaires marqué par les turbulences sur les marchés financiers internationaux, par une crise de confiance générale dans les relations bancaires et par des perspectives de croissance économiques ajustées continuellement vers le bas pour les principaux pôles économiques internationaux, les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé, sur base des chiffres provisoires actuellement disponibles, un résultat avant provisions de 5 851 millions d'euros au 31 décembre 2008. Ceci représente un recul de 15,8% par rapport à fin décembre 2007 où le résultat avant provisions s'était élevé à 6 952 millions d'euros.

<sup>14</sup> A rappeler qu'une des sept banques de l'échantillon n'octroie pas de crédits immobiliers ; les pourcentages nets ajustés, qui ne prennent en compte que les réponses des six banques actives dans le domaine des crédits immobiliers, s'élèvent donc à -67%.

Tableau 13

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois<sup>1-2</sup>

Rubrique des débits et des crédits		2007 12	2008 12	Variation annuelle	
				en termes bruts	en pourcent
1	Produits d'intérêts	60 477	61 098	621	1,0
2	Intérêts bonifiés	54 681	53 683	-998	-1,8
3	Marge sur intérêt	5 796	7 415	1 619	27,9
4	Revenus nets sur commissions	3 951	3 723	-228	-5,8
5	Autres revenus nets	931	-730	-1 661	-178,4
6	Revenus hors intérêts	5 484	2 993	-2 491	-45,4
7	Produit bancaire	11 280	10 408	-872	-7,7
8	Frais de personnel	2 329	2 467	138	5,9
9	Frais d'exploitation	1 756	1 842	86	4,9
10	Frais de personnel et d'exploitation	4 085	4 309	224	5,5
11	Amortissements sur immobilisé non financier	243	247	4	1,7
12	Résultat avant provisions, dépréciations et impôts	6 952	5 851	-1 101	-15,8
13	Constitution nette de provisions et dépréciations	1 175	4 974	3 799	323,3
14	Résultats avant impôts	5 777	877	-4 900	-84,8
15	Impôts sur revenu et bénéfice	789	329	-460	-58,3
16	Résultat net	4 988	548	-4 440	-89,0

Source : BCL

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

<sup>2</sup> Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois.

Fin 2008, la marge sur intérêts s'est élevée à 7 415 millions d'euros, en hausse de 27,9%, soit 1 619 millions d'euros, par rapport au 31 décembre 2007. Dans un environnement national et international caractérisé par des conditions de financement rigoureuses, le secteur bancaire luxembourgeois a bénéficié de sa situation excédentaire en liquidités pour générer d'importants revenus. Les dividendes perçus ont reculé de 12,1% sur la période considérée; avec 1 546 millions d'euros, ils représentent une part relative de 21% de la marge sur intérêts, contre 30,4% un an plus tôt. Il importe cependant de relever l'impact sur ce poste, au dernier trimestre de l'année 2007, des opérations de restructuration d'une banque de la place à hauteur de 518 millions d'euros. En faisant abstraction de ce fait, la marge sur intérêts aurait progressé de 40,2% en comparaison annuelle et les dividendes de 1 241 millions d'euros auraient représenté une part relative de 23,5% de la marge sur intérêts en 2007.

En ce qui concerne les revenus nets sur commissions, une baisse de 5,8% a pu être constatée. Le recul modeste de cette catégorie de revenus étonne quelque peu au vu de l'évolution à la baisse des marchés financiers et du recul subséquent de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois, à hauteur de 500 milliards d'euros (-24,3%) entre décembre 2007 et décembre 2008. 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. Or, les périodes de forte volatilité des prix sur les marchés financiers se caractérisent en général par un volume important de transactions de la part des investisseurs, ce qui a permis de neutraliser en partie le recul des revenus nets sur commissions. Ainsi, le volume des parts d'OPC luxembourgeois négociés au cours de l'année 2008 a atteint 7 941 milliards d'euros, soit 2 788 milliards d'euros (+54,1%) de plus que celui observé à la même période, une année plus tôt.

Les établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise ont rapporté une baisse de 1 661 millions d'euros, soit 178,4%, sur le poste des autres revenus nets, au 31 décembre 2008. Cette évolution s'explique en partie par le recul des principaux indices boursiers suite à la crise financière internationale et aux moindres valorisations qu'elle entraîne des titres détenus dans les portefeuilles de négociation. Il va sans dire qu'au niveau des transactions, il a été particulièrement difficile de réaliser des bénéfices sur des marchés boursiers extrêmement volatils.

L'excellent résultat obtenu au niveau de la marge sur intérêts a été plus que neutralisé par la régression substantielle des revenus hors intérêts. En conséquence, les établissements de crédit ont réalisé en 2008 un produit bancaire de 10 408 millions d'euros, en baisse de 872 millions d'euros, soit 7,4 %, par rapport à l'année précédente. Cette baisse n'aurait été que de 3,3% en faisant abstraction de l'effet unique à hauteur de 518 millions d'euros constaté au niveau des dividendes en 2007 et mentionné ci-dessus.

En outre, l'emploi dans le secteur bancaire a progressé de 4,1%, soit 1069 emplois en comparaison annuelle, tandis que les frais de personnel progressaient avec 5,9% à peine plus rapidement. Plus globalement, les frais de personnel et d'exploitation ont évolué en hausse de 224 millions d'euros, soit 5,5% sur la période considérée.

Avec la prise en compte des frais généraux administratifs ainsi que des amortissements sur actifs immobiliers non financiers en faible hausse de 4 millions d'euros, ou 1,7%, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts se détériore de 15,8%, soit 1 101 millions d'euros en comparaison annuelle. Sans prendre en compte les 518 millions de revenus déjà évoqués, la performance des banques luxembourgeoises se serait détériorée de 9,1 %.

Les résultats 2008 du secteur bancaire luxembourgeois se présentent manifestement sous l'emprise des ravages de la crise financière avec certains acteurs de la place touchés plus que d'autres. Avec l'entrée en récession de nombreuses économies développées, une aversion au risque prononcée des investisseurs, confirmée notamment par un désinvestissement net en capital accentué au niveau des OPC ces derniers mois ainsi qu'un climat d'incertitude général, il y a peu d'espoir que la situation en termes de revenus ne se redresse rapidement en 2009.

D'après les chiffres provisoires actuellement disponibles, les établissements de crédit ont effectué une extourne de provisions et des dépréciations sur les actifs hors portefeuille de négociation de 4 974 millions d'euros, en hausse de 323,3% par rapport au 31 décembre 2007. Après déduction de la charge d'impôt, en baisse de 58,3%, le résultat net provisoire a régressé 89% en comparaison annuelle.

Tableau 14

Compte de profits et pertes agrégé – décumulé – en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois<sup>1-2</sup>

Rubrique des débits et des crédits	2008 03	2008 06	2008 09	2008 12	Variation du 1 <sup>er</sup> au 2 <sup>e</sup> trimestre en termes bruts	Variation en pour-cent	Variation du 2 <sup>e</sup> au 3 <sup>e</sup> trimestre en termes bruts	Variation en pour-cent	Variation du 3 <sup>e</sup> au 4 <sup>e</sup> trimestre en termes bruts	Variation en pour-cent
1 Produits d'intérêts	16 853	13 662	14 540	16 044	-3 191	-18,9	878	6,4	1 504	10,3
2 Intérêts bonifiés	15 205	11 879	13 044	13 555	-3 325	-21,9	1 165	9,8	510	3,9
3 Marge sur intérêts	1 648	1 782	1 496	2 489	134	8,2	-287	-16,1	994	66,4
4 Revenus nets sur commissions	1 011	954	889	869	-57	-5,6	-65	-6,8	-21	-2,3
5 Autres revenus nets	-96	28	-666	4	124	128,7	-693	-2 514,3	670	100,6
6 Revenus hors intérêts	915	982	224	873	67	7,3	-758	-77,2	649	290,4
7 Produit bancaire	2 563	2 764	1 719	3 362	201	7,8	-1 045	-37,8	1 643	95,6
8 Frais de personnel	623	588	647	609	-35	-5,7	59	10,1	-38	-5,9
9 Frais d'exploitation	415	450	468	509	34	8,3	19	4,1	40	8,6
10 Frais de personnel et d'exploitation	1 039	1 038	1 115	1 118	-1	-0,1	78	7,5	2	0,2
11 Amortissements sur immobilisé non financier	68	52	61	66	-16	-23,7	8	16,2	5	9
12 Résultats avant provisions, dépréciations et impôts	1 456	1 674	543	2 178	218	15	-1 131	-67,6	1 635	301,1
13 Constitution nette de provisions et dépréciations	1 559	-1 108	928	3 595	-2 668	-171,1	2 036	183,7	2 667	287,3
14 Résultats avant impôts	-103	2 783	-385	-1 417	2 886	2 792,1	-3 168	-113,8	-1 032	-268
15 Impôts sur revenu et bénéfice	215	262	18	-166	47	22,1	-244	-92,9	-184	-997,4
16 Résultat net	-318	2 521	-404	-1 251	2 838	892,8	-2 924	-116	-847	-210

Source : BCL

<sup>1</sup> Les montants sont exprimés en millions d'euros; en fin de période. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.<sup>2</sup> Résultat 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 2008 révèle un déclin de toutes les catégories de revenus au troisième trimestre, suivi d'un exercice relativement bon au quatrième trimestre, se distinguant par une belle progression de la marge sur intérêts et d'un redressement des autres revenus nets. Les revenus nets sur commissions ne cessent pourtant de diminuer d'un trimestre à l'autre. En dépit des conditions moroses sur les marchés financiers et des ajustements de valeur appliqués aux titres du portefeuille de négociation, la catégorie des autres revenus nets a enregistré un résultat positif au dernier trimestre. En vue des risques de récession de plus en plus concrets, il semble que de nombreuses banques aient liquidé des positions de titres de leur bilan, soit pour atténuer les résultats négatifs du portefeuille de négociation, soit pour se prémunir contre des ajustements de valeurs impliqués par des marchés financiers en pleine dérive. Rappelons 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 troisième au quatrième trimestre, le produit bancaire a augmenté de 1 640 millions d'euros, soit de 95,4%. Malgré l'accroissement de l'effectif sur toute l'année 2008, les frais de personnel et d'exploitation n'ont que modérément augmenté, témoignant ainsi de mesures déjà prises pour maîtriser les coûts. Avec un certain étonnement, on peut constater que les banques luxembourgeoises ont affiché avec 2 175 millions d'euros le meilleur résultat avant provisions, dépréciations et impôts au dernier trimestre 2008. Cependant, l'extourne de provisions ainsi que la prise en compte de dépréciations substantielles sur les actifs hors portefeuille de négociation déjà mentionnées ci-devant font nettement basculer le résultat dans le négatif.

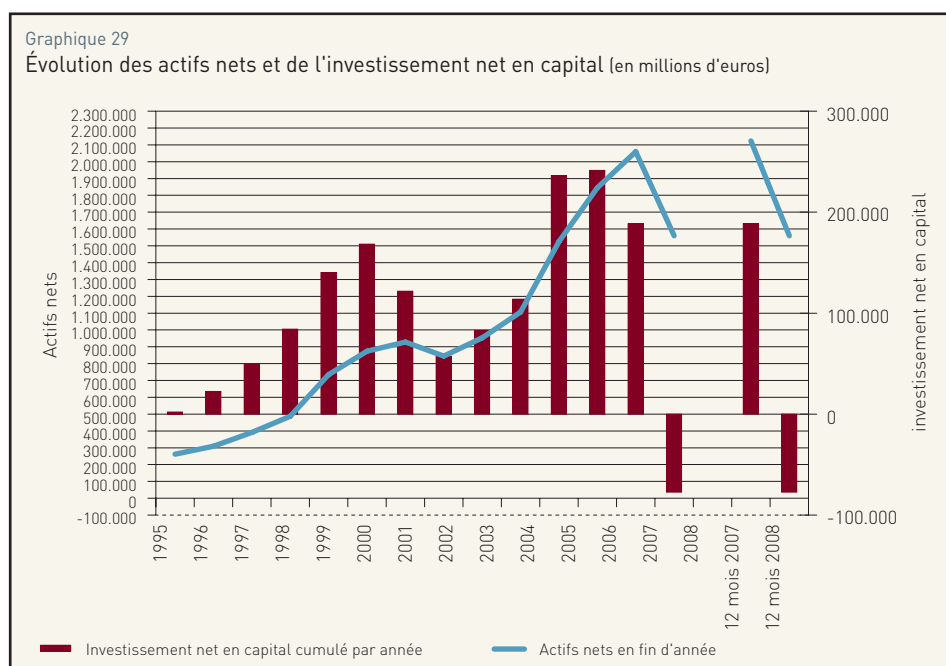
## 2.7.7 Les organismes de placement collectif (OPC)

### L'évolution du nombre des OPC

Au cours de l'année 2008, un peu plus de 500 OPC ont été créés au Luxembourg ; ainsi, au 31 décembre 2008, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC s'élevait à 3 371, contre 2 868 au 31 décembre 2007. La croissance du nombre d'OPC a été moindre qu'en 2007, année au cours de laquelle 630 unités avaient été créées. Bien que vigoureux au cours des neuf premiers mois de l'année 2008, le rythme de croissance de la création d'OPC a nettement ralenti à partir du mois d'octobre. Au quatrième trimestre de 2008, 49 nouveaux OPC ont vu le jour, contre 367 au cours de la même période de 2007.

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

Le patrimoine global net des OPC a enregistré un recul considérable et inédit au cours de l'année 2008. Entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008, le volume des actifs sous gestion a décliné de 500 milliards d'euros pour s'établir à 1 560 milliards d'euros, ce qui représente une diminution de 24,3%. La tendance à la baisse était perceptible depuis novembre 2007, malgré des sursauts à la hausse ponctuels en février, avril, mai et août 2008. Le recul s'est nettement accéléré à partir de septembre 2008 ; au cours des quatre derniers mois de l'année, la valeur nette d'inventaire s'est contractée de 358 milliards d'euros.



Source : CSSF

Cet affaïssement est surtout imputable à l'effet de marché négatif qui a caractérisé l'année 2008, et particulièrement le dernier trimestre. L'effet de marché représente 84,6% du total de la baisse, soit 423 milliards d'euros.

Le restant du recul, soit 77 milliards d'euros, est dû à un désinvestissement net qui se concentre essentiellement sur les mois de septembre et octobre 2008. Certains investisseurs, échaudés par les soubresauts des marchés boursiers, ont vendu leurs parts d'OPC. A cet égard, certaines catégories d'OPC ont plus souffert que d'autres. Ce sont essentiellement les OPC d'actions et les OPC d'obligations qui ont enregistré des retraits nets de fonds, évalués à environ 168 milliards d'euros. En revanche, les OPC monétaires et les OPC mixtes ont attiré, en net, de nouveaux capitaux.

Précisons qu'en décembre 2008, le désinvestissement net total ne représentait que 4,9% de la valeur totale des actifs gérés par l'ensemble des OPC. Le retrait a été important et inédit, certes, mais pas massif; en effet, la grande majorité des investisseurs, sans doute faute d'alternative, a conservé ses parts d'OPC, parfois en changeant de catégorie d'OPC.

Tableau 15

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compartiments	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital <sup>1)2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>2)3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6
<b>2007</b>							
jan.	2 260	9 563	1 895 810	30 749	20 211	312 566	19,7
fév.	2 278	9 637	1 908 707	59 832	4 025	270 601	16,5
mars	2 248	9 680	1 927 360	66 210	16 300	252 100	15,0
avril	2 276	9 793	1 966 996	57 694	13 492	264 757	15,6
mai	2 302	9 900	2 024 662	50 189	65 766	366 985	22,1
juin	2 352	10 042	2 047 022	64 409	55 253	394 896	23,9
juil.	2 407	10 194	2 052 977	65 947	20 034	373 459	22,2
août	2 460	10 336	2 035 294	44 535	-33 903	327 888	19,2
sep.	2 501	10 415	2 059 144	23 330	-11 208	326 114	18,8
oct.	2 618	10 644	2 123 519	24 189	46 353	342 402	19,2
nov.	2 761	10 924	2 063 797	30 883	-2 380	264 272	14,7
déc.	2 868	11 115	2 059 395	34 539	-34 288	214 545	11,6
<b>2008</b>							
jan.	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9
fév.	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
juil.	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
sep.	3 322	12 234	1 796 696	-28 362	-92 934	-262 448	-12,7
oct.	3 351	12 300	1 647 028	-69 109	-80 558	-476 491	-22,4
nov.	3 364	12 374	1 604 237	-6 873	-35 918	-459 560	-22,3
déc.	3 371	12 325	1 559 653	-10 237	-34 347	-499 742	-24,3

Source : CSSF

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

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 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 31 décembre 2008, le nombre de compartiments monétaires a augmenté de 21 unités, passant de 463 à 484 unités. Notons que cette hausse n'est pas répartie uniformément tout au long de l'année; le nombre de compartiments monétaires s'est d'abord accru au cours du premier trimestre, puis est retombé à 464 en juillet, pour croître à nouveau au cours de la seconde partie de l'année.

### La somme du bilan

Au 31 décembre 2008, la somme du bilan des OPC monétaires s'élevait à 340 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 87 milliards d'euros, soit 34,1%, par rapport au 31 décembre 2007. Cette progression repose à 95,1% sur l'accroissement des investissements nets, même si ces derniers se sont sensiblement tassés à partir du mois de septembre. Le solde, soit 4,9% du total de la progression, est dû à un effet de marché légèrement positif sur l'ensemble de l'année 2008. Notons que les OPC monétaires constituent la seule catégorie d'OPC à afficher un effet de marché positif en 2008.

### La politique d'investissement

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

Au 31 décembre 2008, le portefeuille des titres autres que des actions représentait 67,2% des actifs, contre 73,9% fin 2007. En compensation, la part des créances sur les établissements de crédit dans le total des actifs s'est progressivement accrue; 11,9% fin décembre 2006, 23,2% fin 2007 et 31,1% fin 2008.

Cette réorientation des investissements, observée depuis août 2007, doit être analysée à la lumière des développements survenus sur les marchés financiers internationaux au cours de la même période. Face à l'incertitude sur les marchés financiers et en raison du niveau relativement élevé des taux d'intérêt sur les marchés monétaires entre septembre 2007 et septembre 2008, les investissements des OPC monétaires se sont davantage orientés vers les placements bancaires. Cette tendance s'est encore poursuivie en octobre et novembre derniers, malgré la baisse des taux directeurs dans la zone euro. Toutefois, on assiste à un renversement de tendance à partir de décembre; la part des titres dans le total des actifs est légèrement remontée. Ce revirement est sans doute la conséquence de la baisse des taux sur le marché monétaire.

Ce portefeuille est investi dans des titres émis par des établissements de crédit (64,8% du total du portefeuille en décembre 2008), des titres émis par des émetteurs du secteur privé non bancaires (22,2%) et dans des titres émis par le secteur public (13,0%). On notera que la part des titres émis par les établissements de crédit et par le secteur public s'est progressivement accrue au cours de 2008, au détriment de la part du secteur privé non bancaire, qui a reculé de 38,0% à 22,2% entre décembre 2007 et décembre 2008. En particulier, la progression de la part des titres émis par le secteur public s'est accélérée en fin d'année, passant de 5,4% en août à 13,0% en décembre. Cette évolution reflète les besoins accrus de fonds de la part des établissements de crédit et des administrations publiques au cours de la période sous revue.

Fin 2008, la ventilation des investissements en titres par zone géographique se présentait comme suit; 1,3% de titres émis par des résidents luxembourgeois, 49,7% de titres émis par des résidents des autres pays membres de la zone euro, et 49,1% de titres émis dans le reste du monde. Au quatrième trimestre de 2008, la part des titres émis par des résidents luxembourgeois a enregistré un certain recul: dans le passé récent, soit entre 2004 et le troisième trimestre de 2008, cette part s'élevait en moyenne à 2,2%.

Les titres autres que des actions émis par les résidents luxembourgeois et détenus dans le portefeuille des OPC monétaires se concentrent traditionnellement sur le secteur financier. Ainsi, les investissements dans des titres émis par des établissements de crédit et autres intermédiaires financiers luxembourgeois s'élevait à 2,5 milliards d'euros fin décembre 2008, ce qui représentait 86,0% du total des titres émis par des résidents.

Les investissements dans des titres émis par des non-résidents sont également caractérisés, mais dans une moindre mesure, par une forte concentration sur le secteur des établissements de crédit et autres intermédiaires financiers. En décembre 2008, cette part s'élevait à respectivement 68,0% pour les titres émis par des résidents de la zone euro, et à 74,6% pour les titres émis dans le reste du monde.

Tableau 16  
Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois  
(en millions de EUR, sauf indication contraire; encours en fin de période)

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif	
	2007/12	2008/09	2008/12	2007/12 - 2008/12		2008/09 - 2008/12		2008/12	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total <sup>1)</sup>	Zone géographique <sup>2)</sup>
<b>Emetteurs résidents</b>	<b>5 473</b>	<b>4 871</b>	<b>2 910</b>	<b>-2 563</b>	<b>-46,8</b>	<b>-1 962</b>	<b>-40,3</b>	<b>1,3</b>	<b>100,0</b>
Etablissements de crédit	2 961	3 199	1 758	-1 203	-40,6	-1 441	-45,0	0,8	60,4
Administrations publiques	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Autres secteurs	2 511	1 672	1 152	-1 359	-54,1	- 521	-31,1	0,5	39,6
Autres intermédiaires financiers	2 187	1 224	743	-1 443	-66,0	- 480	-39,3	0,3	25,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	77	103	62	- 15	-19,1	- 40	-39,3	0,0	2,1
Sociétés non financières	248	346	346	98	39,7	0	0,0	0,2	11,9
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
<b>Emetteurs des autres pays de la zone euro</b>	<b>90 007</b>	<b>112 743</b>	<b>113 612</b>	<b>23 605</b>	<b>26,2</b>	<b>869</b>	<b>0,8</b>	<b>49,7</b>	<b>100,0</b>
Etablissements de crédit	52 545	71 623	62 608	10 063	19,2	-9 015	-12,6	27,4	55,1
Administrations publiques	9 394	10 395	25 429	16 036	170,7	15 034	144,6	11,1	22,4
Autres secteurs	28 069	30 726	25 575	-2 494	-8,9	-5 151	-16,8	11,2	22,5
Autres intermédiaires financiers	15 340	17 641	14 645	- 694	-4,5	-2 996	-17,0	6,4	12,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	777	1 423	1 182	405	52,1	- 241	-16,9	0,5	1,0
Sociétés non financières	11 952	11 661	9 747	-2 205	-18,4	-1 914	-16,4	4,3	8,6
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
<b>Emetteurs du reste du monde</b>	<b>92 052</b>	<b>118 005</b>	<b>112 236</b>	<b>20 185</b>	<b>21,9</b>	<b>-5 769</b>	<b>-4,9</b>	<b>49,1</b>	<b>100,0</b>
Etablissements de crédit	49 810	81 568	83 696	33 886	68,0	2 128	2,6	36,6	74,6
Administrations publiques	1 602	3 646	4 199	2 597	162,2	553	15,2	1,8	3,7
Autres secteurs	40 641	32 791	24 341	-16 299	-40,1	-8 450	-25,8	10,6	21,7
<b>Total</b>	<b>187 531</b>	<b>235 619</b>	<b>228 758</b>	<b>41 227</b>	<b>22,0</b>	<b>-6 862</b>	<b>-2,9</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

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

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

## 2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

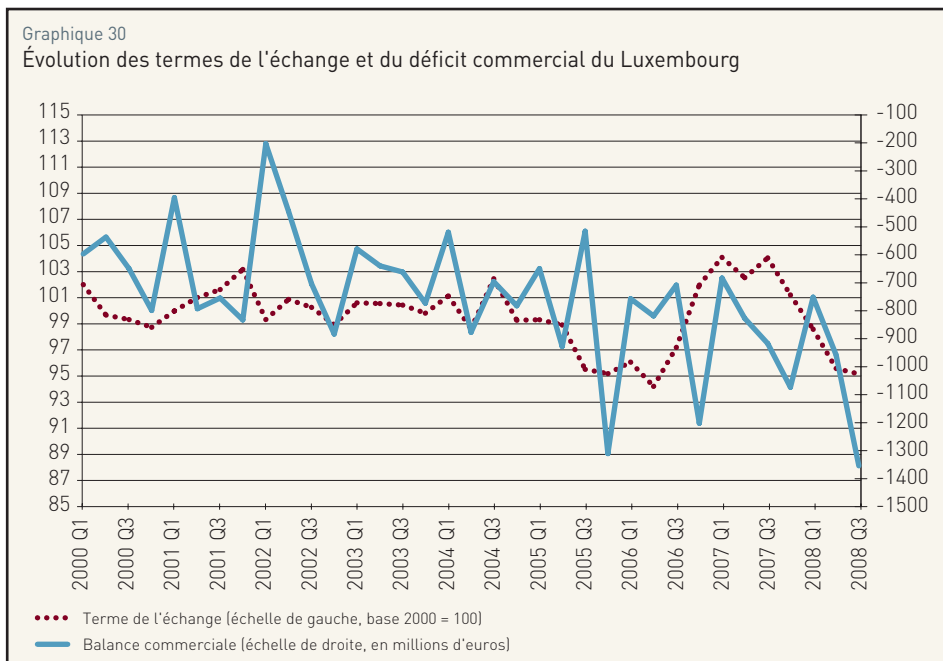
Le ralentissement de la conjoncture économique au niveau international s'est répercuté sur les échanges des biens du Luxembourg, surtout au cours du quatrième trimestre 2008. Les exportations ont ainsi reculé, en données brutes, de 9,5% au quatrième trimestre de 2008, par rapport au même trimestre de 2007. Les exportations étaient déjà en recul de 2% au premier trimestre 2008. Toutefois, les exportations luxembourgeoises ont enregistré des taux de croissance positifs au deuxième (+7%) et au troisième (+11%) trimestre de 2008. Du côté des importations, après avoir fortement progressé au deuxième (+7%) et au troisième (+16%) trimestres 2008, leur taux de croissance s'est ralenti au quatrième trimestre (+2,7%) de 2008. En considérant les évolutions sur l'ensemble de l'année 2008, grâce aux résultats des deuxième et troisième trimestres 2008, le taux de croissance annualisé des exportations est resté positif à 1,7% (pour atteindre 12 milliards d'euros sur toute l'année 2008) mais s'est fortement ralenti par rapport à l'année 2007

(+4,3%). Le taux de croissance des importations s'est par contre accéléré à 6,6% (pour atteindre 17 milliards sur toute l'année 2008) contre 4% en 2007. La croissance des importations ayant dépassé celle des exportations, le déficit du commerce extérieur s'est fortement accru (+19,6%) en s'établissant à 5 milliards d'euros sur toute l'année 2008.

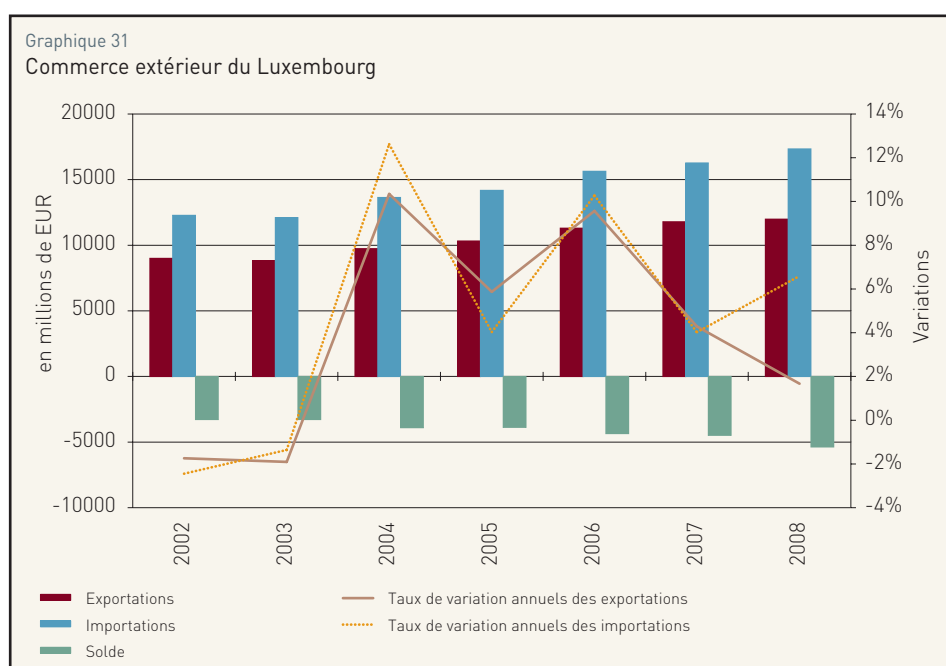
C'est en termes de volumes que l'on perçoit mieux l'effet négatif du ralentissement de la demande internationale sur les échanges de biens du Luxembourg. Les exportations se sont en effet réduites de 2,6% en volumes sur les trois premiers trimestres de 2008. Sur cette période, les importations se sont contractées davantage (-7,4%). La croissance positive observée en termes nominaux provient donc d'une hausse des prix tant à l'exportation qu'à l'importation. Toutefois les prix à l'importation ont progressé davantage que les prix à l'exportation. En effet, l'indice des valeurs unitaires à l'importation a augmenté de 16,6%, sous l'effet de la hausse des produits pétroliers sur les trois premiers trimestres

de 2008, comparée à une hausse de 8,5% pour les valeurs unitaires à l'exportation. Cette évolution a occasionné une importante détérioration (-6,9%) des termes de l'échange, ce 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 en valeur provient de la réduction des ventes de machines et équipements (-9,7%), de boissons et tabac (-3%) et d'articles manufacturés classés d'après la matière première (-3%). Les livraisons de produits sidérurgiques, qui représentent près d'un tiers des exportations luxembourgeoises, ont progressé de 10% en valeur sur toute l'année 2008, même si cette croissance a été négative au premier trimestre et au quatrième trimestre 2008. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui



Source : Statec



Source : Statec

absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 2,4 %. Les livraisons vers les Etats-Unis ont également augmenté (+5,3 %) tandis que celles à destination d'Asie et des pays d'Europe de l'Est ont reculé respectivement de 10 % et de 14 %.

La hausse des importations en valeur est due en grande partie aux fournitures de produits pétroliers dont la facture a fortement augmenté (+27 %) en 2008, du moins sur les trois premiers trimestres de l'année. A cela s'ajoute la hausse en valeur des importations de matières brutes (+11 %), de produits chimiques et connexes (+8 %), de produits alimentaires (+7 %), ainsi que de consommations intermédiaires de la sidérurgie (+10 %). Les baisses n'ont affecté que les fournitures de boissons et tabacs (-3,7 %) et de machines et équipements (-2,5 %). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89 % de toutes les importations) ont progressé de 8 % alors que les fournitures en provenance des Etats-Unis et des pays d'Asie ont fortement baissé.

## 2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

### 2.9.1 Le compte courant<sup>15</sup>

Le compte courant a enregistré un excédent cumulé de 1,5 milliard d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008, soit une chute de 36 % par rapport au niveau atteint sur la même période de 2007. Cette importante détérioration s'explique par la stagnation de l'excédent des services, accompagnée d'une aggravation des déficits dans les marchandises et dans les transferts courants.

Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années, l'excédent des services a enregistré une croissance nulle sur les trois premiers trimestres de 2008. Cette stagnation du surplus des services s'explique par le recul des exportations nettes de services financiers. Il s'agit de la première contraction depuis cinq ans, après les reculs exceptionnels enregistrés au premier et deuxième trimestres 2003. En effet sur la période 2004-2007, l'excédent des services financiers, qui représente 75 % du surplus total des services, a enregistré un taux de croissance annuel de 22 % en moyenne. C'est cette forte progression du surplus des services financiers qui a soutenu ces dernières années le surplus courant du Luxembourg.

La chute soudaine de l'excédent des services financiers est directement liée à l'intensification de la crise financière internationale depuis le troisième trimestre 2008. En effet, les exportations nettes des services financiers découlent en grande partie des commissions perçues par les banques résidentes, dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. La baisse généralisée des cours d'actifs sur les marchés financiers a affecté négativement les commissions perçues par les banques résidentes.

S'agissant de l'excédent des autres activités de services, il a progressé de 6 % sur les trois premiers trimestres de 2008, sous l'impulsion des activités de transport (fret aérien) et de communication.

La détérioration marquée (+26 %) du déficit des biens qui a atteint 3 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008 s'explique essentiellement par le renchérissement des produits énergétiques sur cette période et par une acquisition nette d'or non-monnaire. Le creusement du déficit des transferts courants résulte quant à lui en grande partie des revenus monétaires réalloués au sein de l'Eurosystème. Concernant les revenus, la légère résorption (-1 %) de leur déficit, dans un contexte de croissance continue (+12 %) de la rémunération nette des frontaliers, s'explique à la fois par une hausse de la marge d'intérêts des banques résidentes et par une forte réduction des dividendes attribués aux actionnaires non-résidents.

<sup>15</sup> Voir Chapitre 2 pour plus de détails sur les évolutions récentes dans le compte courant du Luxembourg.



## 2.9.2 Le compte financier

Les transactions financières avec le reste du monde se sont soldées par une sortie nette de capitaux de 2,3 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008. Dans les différentes composantes du compte financier, les entrées nettes de fonds liées aux investissements de portefeuille ont lourdement chuté à 29 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008 contre 90 milliards sur la période correspondante de 2007. En revanche, les flux d'investissements directs et d'autres investissements ont respectivement enregistré des sorties nettes en forte baisse à 11 milliards et 12 milliards d'euros (contre des sorties nettes respectives de 43 milliards et 53 milliards sur la période correspondante de 2007).

Dans les investissements de portefeuille, la crise financière internationale a eu d'importantes répercussions sur les titres de participation dont les transactions se sont soldées par des entrées nettes en forte baisse à 34 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008, contre 154 milliards sur la même période de 2007. Du côté des engagements, les non-résidents ont procédé à d'importantes ventes nettes de titres émis par le Luxembourg (essentiellement des parts d'OPC), occasionnant des sorties nettes de 12,4 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008, comparées aux achats nets de 182 milliards sur la même période de 2007. La décomposition des flux par trimestre montre que les sorties nettes sont survenues essentiellement au troisième trimestre de 2008 (à concurrence de 26 milliards), lorsque les turbulences financières se sont intensifiées. Du côté des avoirs, les résidents ont eu le même comportement que les non-résidents en vendant massivement les actions étrangères, ce qui a occasionné des entrées nettes de 46 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008. Au total, les flux sur titres de participation se sont donc soldés par des entrées nettes de 34 milliards d'euros étant donné que les ventes nettes par les résidents de titres étrangers (46 milliards d'entrées) ont dépassé les rapatriements des fonds des non-résidents (12 milliards de sorties).

En ce qui concerne les titres de créance, sur les trois premiers trimestres de 2008, les résidents ont placé 15 milliards d'euros dans les titres étrangers, essentiellement dans les instruments du marché monétaire, au détriment des obligations qui ont subi des ventes nettes au premier et au second trimestre 2008. Les placements des non-résidents dans les titres de créance luxembourgeois (essentiellement dans les obligations) ont été moins importants (+10 milliards d'euros). Les transactions sur titres de créance se sont en conséquence soldées par des sorties nettes de 5 milliards sur les trois premiers trimestres de 2008, contre 64 milliards sur la période correspondante de 2007.

Les sorties nettes d'investissements directs ont porté sur les participations au capital social (71 milliards d'euros) qui ont néanmoins été partiellement compensées par les entrées nettes (60 milliards) sur les prêts intra-groupes. Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 12 milliards d'euros sont attribuées essentiellement aux institutions financières monétaires (BCL exclue).

Tableau 17  
Balance des paiements du Luxembourg

Unité: Million EUR	janvier - septembre 2007			janvier - septembre 2008		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>141 081</b>	<b>138 739</b>	<b>2 342</b>	<b>156 892</b>	<b>155 392</b>	<b>1 500</b>
Marchandises	10 089	12 507	-2 419	11 081	14 136	-3 055
Services	34 575	20 125	14 450	35 329	20 830	14 499
Revenus	93 235	101 605	-8 370	107 043	115 368	-8 325
Transferts courants	3 182	4 502	-1 320	3 439	5 058	-1 620
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>49</b>	<b>124</b>	<b>-75</b>	<b>42</b>	<b>196</b>	<b>-154</b>
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
<b>COMPTE FINANCIER <sup>2)</sup></b>			<b>-1 928</b>			<b>-2 349</b>
<b>Investissements directs <sup>3)</sup></b>	<b>-113 841</b>	<b>70 964</b>	<b>-42 877</b>	<b>-47 449</b>	<b>36 138</b>	<b>-11 311</b>
Opérations en capital et bénéficiaires réinvestis	-92 888	56 511	-36 377	-40 435	-31 007	-71 442
Autres opérations, Prêts intragroupes	-20 953	14 453	-6 500	-7 015	67 146	60 131
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-98 928</b>	<b>189 032</b>	<b>90 104</b>	<b>31 068</b>	<b>-1 963</b>	<b>29 104</b>
Titres de participation	-28 157	182 496	154 339	46 227	-12 368	33 860
Titres de créance	-70 771	6 536	-64 235	-15 160	10 404	-4 755
<b>Produits financiers dérivés</b>	<b>-126 463</b>	<b>74 965</b>	<b>2 352</b>	<b>-73 348</b>	<b>61 394</b>	<b>-7 859</b>
<b>Autres investissements</b>			<b>-51 499</b>			<b>-11 954</b>
<b>Avoirs de réserve</b>			<b>-9</b>			<b>-329</b>
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>-339</b>			<b>1 003</b>

Source: BCL/Statec

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

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

## 2.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La première estimation des comptes trimestriels pour le 3<sup>ème</sup> trimestre 2008 fait état d'un recul du glissement annuel du PIB au troisième trimestre 2008. Celui-ci s'est établi à 0%, après +2,4% au second trimestre 2008.

La croissance a été revue à la baisse de 0,3 point aux premier et deuxième trimestres 2008 à respectivement +2,4% et +0,9%. Concernant le profil trimestriel, il apparaît que la croissance a été négative aux premier et troisième trimestres de l'année 2008. Elle s'est établie à -0,8% (révision à la baisse de 0,9 point par rapport à l'estimation précédente) au premier trimestre 2008 et à -1,4% au troisième 2008 (après +1,5%).

Au niveau sectoriel, il apparaît que tous les secteurs ont été touchés par ce recul de l'activité au troisième trimestre 2008 – par rapport au trimestre précédent – à l'exception de l'agriculture, du commerce et des « autres activités de service ».

Tableau 18  
PIB et valeur ajoutée par branche de production (données à prix constants, corrigées des variations saisonnières)

	Taux de variation trimestriels				Taux de variation annuels			
	2007T4	2008T1	2008T2	2008T3	2007T4	2008T1	2008T2	2008T3
Produit intérieur brut	0,7	-0,8	1,5	-1,4	3,8	0,9	2,4	0,0
Agriculture, chasse et pêche	-3,2	4,4	-3,6	2,1	-6,8	-10,5	-9,0	-0,6
Industrie y compris énergie	-1,9	0,4	4,9	-0,8	-3,2	-2,1	2,9	2,5
Construction	3,7	-0,5	0,4	-5,4	0,1	-4,0	-0,1	-2,0
Commerce, transports et communications	2,2	-0,3	2,3	0,1	8,4	2,6	6,2	4,4
Activités financières et services aux entreprises	-1,5	2,1	-0,2	-3,2	4,3	1,0	1,8	-2,8
Autres activités de services	0,7	-0,9	1,2	0,6	2,3	0,5	1,7	1,6
Valeur ajoutée totale	0,6	-0,6	1,5	-1,6	4,1	0,5	2,7	0,0

Source: Statec

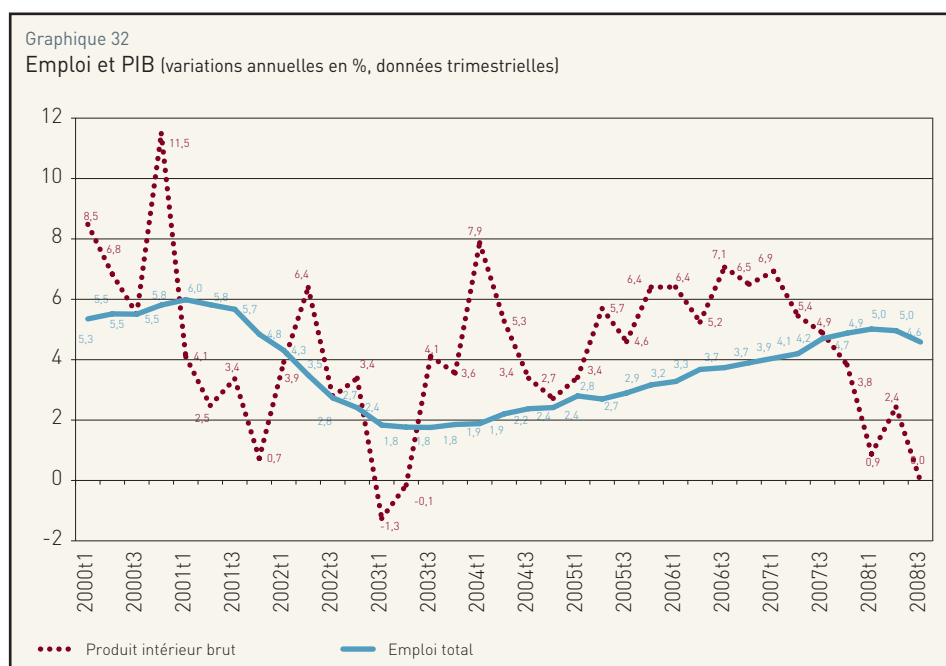
Les composantes de la demande affichent des évolutions contrastées au troisième trimestre 2008. Alors que les dépenses de consommation privée et les exportations ont reculé – par rapport au trimestre précédent, l'investissement et les importations se sont fortement redressés.

Tableau 19  
PIB et composantes de la demande (données à prix constants, corrigées des variations saisonnières)

	Taux de variation trimestriels				Taux de variation annuels			
	2007T4	2008T1	2008T2	2008T3	2007T4	2008T1	2008T2	2008T3
Consommation privée	0,0	0,3	1,2	-0,3	1,3	1,5	3,1	1,2
Consommation publique	0,6	-1,4	1,3	0,9	2,3	0,7	1,1	1,4
Formation brute de capital	-5,9	-0,7	-2,9	10,9	-6,2	-4,3	-15,5	12,1
Demande intérieure	0,1	-0,3	1,3	0,1	1,5	0,7	2,5	1,2
Importations	-0,2	-2,5	-0,5	3,7	2,5	2,6	1,7	0,4
Exportations	1,4	-1,6	1,0	-2,4	4,6	3,9	4,0	-1,6
Exportations nettes	-1,8	5,9	11,9	-23,2	15,7	5,1	14,0	-10,6
Produit intérieur brut	0,7	-0,8	1,5	-1,4	3,8	0,9	2,4	0,0
Déflateur du PIB	1,1	0,8	-0,6	2,4	1,7	3,1	0,5	3,7
Emploi salarié	1,2	1,2	1,2	1,0	5,1	5,2	5,1	4,7
Emploi total	1,2	1,2	1,1	1,0	4,9	5,0	5,0	4,6
Coût salarial moyen total	0,4	0,8	1,0	0,3	3,6	1,6	2,6	2,5
Productivité du travail	-0,5	-1,9	0,3	-2,4	-1,0	-3,9	-2,4	-4,4
Coût unitaire du travail	0,8	2,8	0,7	2,8	4,7	5,8	5,1	7,2

Source : STATEC

La progression annuelle de l'emploi, quant à elle, apparaît plus dynamique que celle du PIB depuis le troisième trimestre de 2007. L'emploi, qui semble avoir atteint un pic de croissance au cours du premier semestre 2008, a depuis lors entamé une décélération. Par ailleurs, les estimations relatives à la progression de l'emploi pour le quatrième trimestre 2008 décrivent une accentuation du ralentissement observé au trimestre précédent, ce qui pourrait peiner en partie le déclin de la productivité du travail observé depuis la fin 2007. En effet, la productivité affiche un recul (selon les données en variations annuelles) depuis le dernier trimestre de 2007. Cette situation témoigne d'un ajustement retardé entre les évolutions de l'emploi et de l'activité économique, ce qui n'est pas inhabituel (voir graphique 32).



Ces nouvelles estimations de la comptabilité nationale mettent aussi en lumière une modération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié au cours des trois premiers trimestres de 2008 (2,2% en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l'année 2008, après 4,5% au cours des trois premiers trimestres de l'année 2007). Ce ralentissement est imputable à la moindre contribution de l'indexation automatique des salaires (1,9 pp au cours des trois premiers trimestres de 2008 après 2,5 pp au cours des trois premiers trimestres de 2007), mais aussi à la part contributive plus faible des « autres composantes » (0,3 pp après 2,0 pp l'année précé-

Source : Statec, calculs BCL

dente à la même période). Cette moindre progression des salaires serait imputable au ralentissement économique mais aussi au fait qu'il n'y ait pas eu d'ajustement du salaire minimum et des salaires dans la fonction publique en 2008.

En outre, la modération de la croissance de la rémunération moyenne par salariée observée au cours des trois premiers trimestres de 2008 s'est accompagnée d'un recul substantiel de la productivité du travail, ce qui a conduit à un gonflement des coûts salariaux unitaires. De fait, ce scénario a généré une croissance annuelle des coûts salariaux unitaires de 6,1% en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2008 qui se dégage alors qu'ils affichaient 3,1% l'année précédente sur la même période. Ce tableau de la conjoncture luxembourgeoise (dépeint par les dernières estimations des comptes nationaux trimestriels pour les trois premiers trimestres de l'année 2008) doit cependant être considéré avec la plus grande prudence car ces résultats vont, sur base de l'expérience acquise, nécessairement faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

## 2.11 RETOUR SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE L'HIVER 2008

Les projections macroéconomiques de la BCL, qui datent de décembre dernier, tablent sur une hausse du PIB comprise dans une fourchette allant de 1,8% à 2,4% en 2008 (après +5,2% en 2007). Pour l'année 2009, elles tablent sur une poursuite du ralentissement, avec un taux de croissance du PIB réel compris entre -0,5% et +0,5%.

Ces projections ont été élaborées dans un contexte économique particulier. La crise économique, d'origine purement financière, était en train de se généraliser au reste de l'économie. Les perspectives économiques dans l'industrie manufacturière s'assombrissaient, tandis que le secteur bancaire subissait 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 d'actions, obligataires et des produits structurés. Dans le même temps, la baisse du prix en dollar du pétrole s'accroissait et, la tendance baissière du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar se précisait. Enfin, la zone euro était officiellement en récession technique, affichant un taux de croissance trimestriel du PIB réel négatif aux deuxième et troisième trimestres 2008. Le Luxembourg pouvait donc sembler faire preuve d'une certaine résistance avec des créations d'emplois toujours dynamiques. De surcroît, la première estimation des comptes pour le deuxième trimestre 2008 faisait état d'un net rebond de la croissance du PIB entre le premier et le deuxième trimestre 2008. Aussi, le ralentissement anticipé de l'économie qui devait se poursuivre en 2008 devait conduire à une croissance certes inférieure à la moyenne historique observée, mais a priori légèrement supérieure à l'acquis qui était alors observé (+1,8% à l'issue du second trimestre 2008 d'après la première estimation des comptes trimestriels par le STATEC). L'indicateur d'activité de la BCL, pour sa part, conduisait à privilégier la fourchette haute des projections pour la croissance économique en 2008.

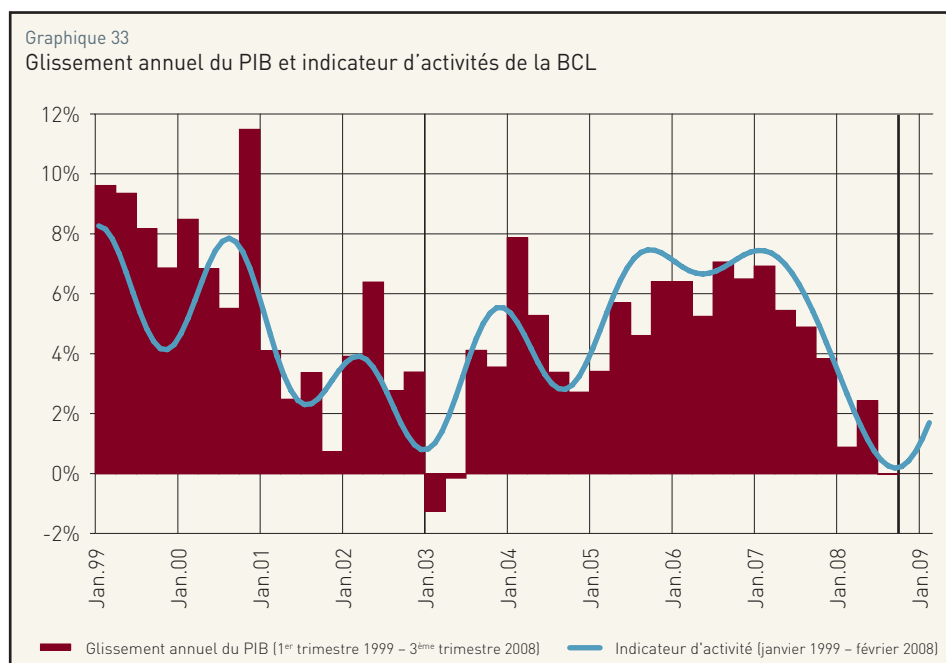
Depuis lors, de nouvelles statistiques économiques et financières ont été publiées. Ces dernières conduisent désormais à des perspectives de croissance au Luxembourg nettement plus défavorables que les projections macroéconomiques le laissaient entendre en décembre dernier. Les éléments qui laissent présager une révision à la baisse de nos projections sont multiples. Premièrement, la première estimation des comptes trimestriels publiés mi-janvier par le STATEC fait état d'un glissement annuel du PIB égal à zéro au troisième trimestre 2008 (après +2,4% au second trimestre 2008). De plus, la croissance a été revue à la baisse de 0,3 point aux premier et deuxième trimestres 2008 à respectivement +2,4% et +0,9%. Deuxièmement, les informations conjoncturelles disponibles pour le quatrième trimestre 2008 témoignent d'un repli de l'activité dans le bâtiment et l'industrie. Les dernières enquêtes de conjoncture indiquent une évolution morose de la production industrielle début 2009. En outre, le recul de la demande de crédits immobiliers émanant des ménages et des permis de bâtir suggèrent un ralentissement de l'investissement privé en construction. Troisièmement, l'élargissement de la crise financière aux autres secteurs de l'économie et aux pays émergents s'est intensifié ces derniers mois. Dans le même temps, la croissance chez nos principaux partenaires européens s'est érodée un peu plus au quatrième trimestre 2008. Selon la première estimation d'Eurostat, le PIB de la zone euro a diminué de 1,5% au quatrième



trimestre 2008 par rapport au trimestre précédent (après avoir enregistré une croissance négative de 0,2% aux premier et deuxième trimestres de l'année 2008). Cela signifie que l'environnement économique international est désormais nettement plus défavorable pour le Luxembourg.

L'indicateur d'activité de la BCL, qui intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles au 27 février 2009, a été orienté à la baisse entre janvier 2007 et septembre 2008. Les résultats provisoires<sup>16</sup> portent sur la période allant d'octobre 2008 à février 2009. Ils montrent que l'indicateur d'activité a cessé de se dégrader au cours de ces derniers mois. Le même constat s'observe dans plusieurs pays de la zone euro, où des indicateurs conjoncturels ont fait preuve de résistance en début d'année. Il convient de rester prudent dans l'interprétation de ces dernières évolutions car ces indicateurs ne signalent nullement une amélioration durable de la situation économique. L'indicateur d'activité de la BCL pour le Luxembourg, s'il a cessé de se dégrader, continue ainsi d'évoluer à des niveaux extrêmement faibles, comparables à ceux observés début 2003. Par ailleurs, il faut garder à l'esprit que sa corrélation avec le glissement annuel du PIB atteint son maximum lorsque l'indicateur d'activité est avancé de trois mois. Autrement dit, le redressement de l'indicateur observé depuis octobre 2008 ne présage pas d'un rebond du glissement annuel du PIB au quatrième trimestre 2008 (après +0% au troisième).

De manière plus générale, les derniers résultats de l'indicateur d'activité sont en ligne avec une nette diminution de la croissance du PIB réel en moyenne annuelle en 2008. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur, la croissance du PIB s'établirait dans une fourchette comprise entre +0,6% et +1,0% en moyenne annuelle en 2008 (après +5,2% en 2007).



La situation économique au Luxembourg devrait nettement se dégrader en 2009 - dans le sillage de la récession dans la zone euro. Les projections de la BCE pour la zone euro sont sensiblement plus pessimistes que celles de l'Eurosystème qui prévalaient en décembre dernier. Elles tablent désormais sur une récession extrêmement sévère qui conduirait à un recul du PIB de la zone euro en 2009 compris entre -3,2% et -2,2% (après +0,8% en 2008). Un tel scénario pour la zone euro va de pair avec un recul marqué de la demande internationale adressée au Luxembourg en 2009. A cet égard, notre projection de décembre 2008, tablant sur une croissance comprise entre -0,5% et +0,5% au Luxembourg en 2009 et une quasi-stagnation de la demande mondiale, apparaît

optimiste et sera certainement revue à la baisse lors de nos projections de juin. La croissance du PIB pour 2009 sera ainsi négative au Luxembourg et une baisse limitée à -0,5% paraît hélas bien optimiste sur la base des informations actuellement disponibles. Dans un tel contexte, la dégradation du marché de l'emploi devrait s'amplifier. Il reste à voir dans quelle mesure les décisions du Conseil de gouvernement auront un impact rapide sur l'activité économique et financière au Luxembourg.

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

## 2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

La situation des finances publiques luxembourgeoises n'a pas drastiquement changé depuis les dernières projections de la BCL dans son bulletin de décembre 2008. Par contre, l'incertitude quant à l'évolution de celle-ci s'est accrue.

La crise financière qui a fortement touché les marchés européens en octobre et novembre 2008 et qui continue à persister tout en se propageant à l'économie réelle n'a pas épargné l'économie luxembourgeoise qui, selon toute vraisemblance, sera en récession en 2009. De plus, l'affaire Madoff, qui a bouleversé le monde financier, risque d'écorner la réputation du secteur financier luxembourgeois<sup>17</sup>.

Afin de remédier à la dégradation de la situation économique du pays, **le comité de coordination tripartite** s'est réuni le 21 janvier 2009 pour analyser la situation économique et financière du pays. Celui-ci a étudié un premier paquet de mesures visant à contrecarrer à court terme les effets de la crise économique et a donné son aval à une série de projets d'investissements publics. Ces investissements concernent les travaux de réparation dans les écoles, les bâtiments publics et les châteaux. Les nouvelles mesures éventuelles seront présentées lors de la prochaine réunion du comité de coordination tripartite qui a été fixée au 3 mars 2009. Il est à noter que de nombreuses mesures fiscales ont été adoptées par la Chambre des Députés dans le cadre du budget 2009 afin de soutenir l'économie et d'atteindre les objectifs stratégiques définis par **le plan européen de relance économique**<sup>18</sup>. Celui-ci a été adopté par le Conseil européen des 11 et 12 décembre 2008 et s'articule autour des mesures de politique économique suivantes :

- 1) des mesures de soutien à la demande, mises en œuvre conformément aux principes « timely, temporary and targeted » ;
- 2) des augmentations de la dépense publique, des diminutions des charges sociales, des réductions judicieuses de la pression fiscale, des soutiens à certaines catégories d'entreprises ou des aides directes aux ménages les plus vulnérables ;
- 3) un effort accru de mise en œuvre des réformes structurelles dans le cadre de la Stratégie de Lisbonne.

Depuis le dépôt du projet de budget pour l'exercice 2009, le Gouvernement luxembourgeois a adopté les mesures suivantes :

### 1) Dépenses d'investissement

Le programme de stabilité et de croissance du Luxembourg d'octobre 2008 prévoit des dépenses d'investissement de l'administration publique de 4,1 % du PIB en 2009, et pour l'année 2010 une expansion du volume des investissements à 4,4 % du PIB est prévue. Le Gouvernement est en train d'examiner la possibilité d'entamer dès 2009 certains projets d'investissements prévus au budget pluriannuel des dépenses en capital pour les années 2010-2013. Un programme de rénovation, de réparation et d'entretien d'infrastructures publiques a été également lancé, comme mentionné ci-dessus.

<sup>17</sup> Les revenus en provenance de la taxe d'abonnement seront touchés directement et afficheront une baisse. Avec la crise financière persistante, et l'affaire Madoff qui s'y rajoute, les recettes en provenance de la taxe d'abonnement n'atteindront certainement pas les 650 millions d'euros prévus dans le budget de l'Etat 2009.

<sup>18</sup> Ces mesures sont : 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 ; Elargissement 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 collectivités.

## 2) Mesures concernant le marché du travail

Un projet de loi prévoyant deux modifications temporaires (pour l'année 2009) du Code du travail a été introduit par le Gouvernement. Dans le cadre du chômage partiel de source conjoncturelle, le projet prévoit le remboursement de la part patronale de l'indemnité de compensation de l'Etat. De plus, l'application du principe de la période de référence annuelle dans le cadre du régime de chômage partiel de source conjoncturelle est assouplie.

## 3) Crédits à l'exportation

Les procédures pour les assurances de crédits à l'exportation sont simplifiées en vue d'inciter davantage les entreprises à exporter.

## 4) Subventions étatiques en faveur de la « consommation verte »

Celle-ci concerne l'octroi d'une aide financière aux personnes physiques lors de l'achat d'une voiture à faibles émissions de CO<sub>2</sub> et d'appareils électroménagers réfrigérants à basse consommation d'énergie (A++), ainsi que d'une « prime à la casse » pour la promotion du remplacement d'anciennes voitures par des véhicules à faibles émissions de CO<sub>2</sub>.

## 5) Opérations menées par le Gouvernement luxembourgeois afin de stabiliser le système bancaire :

- entrée dans le capital de Fortis (actuelle BGL) à hauteur de 49,9 % (2,4 milliards euros) ;
- dotation de 376 millions d'euros dans Dexia Luxembourg sous forme d'obligations convertibles en actions ;
- garantie financière au groupe Dexia à hauteur de 4,5 milliards d'euros ( $\pm 12\%$  du PIB), valable jusqu'au 31 octobre 2009 ;
- augmentation de la garantie pour les dépôts en banque de 20 000 euros à 100 000 euros.

Cet addendum complète le programme de stabilité et de croissance d'octobre 2008 par les informations suivantes :

- 1) estimation des effets du retournement conjoncturel non-anticipé sur les finances publiques ;
- 2) estimation de l'impact budgétaire des mesures prises par le Gouvernement dans le cadre du plan européen de relance économique.

Celui-ci a adopté comme cadre de référence macroéconomique les prévisions intérimaires de la Commission européenne publiées le 19 janvier 2009. Les projections concernent la période 2008-2010. Le tableau ci-dessous reprend les chiffres de la dixième actualisation du programme de stabilité et de croissance publiés en octobre 2008 et les compare aux prévisions utilisées dans l'addendum.

Tableau 20

Projections macro-économiques et fiscales du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg et de l'addendum de celui-ci

en % du PIB	2008		2009		2010	
	PSC	Addendum	PSC	Addendum	PSC	Addendum
PIB réel	2,5	1	3	-0,9	4,2	1,4
Emploi intérieur	3,7	4,8	2,7	1,8	2,2	0
<b>Administration publique</b>	<b>2,3</b>	<b>2</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,5</b>
Administration centrale	-0,5	0,8	-1,9	-3	-1,9	-3,7
Administrations locales	0,2	0,2	0,2	-0,1	0	-0,2
Sécurité sociale	2,6	2,5	2,9	2,6	2,5	2,4

Source : Ministère des Finances (Février 2009),

10<sup>e</sup> actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg - addendum, Luxembourg.

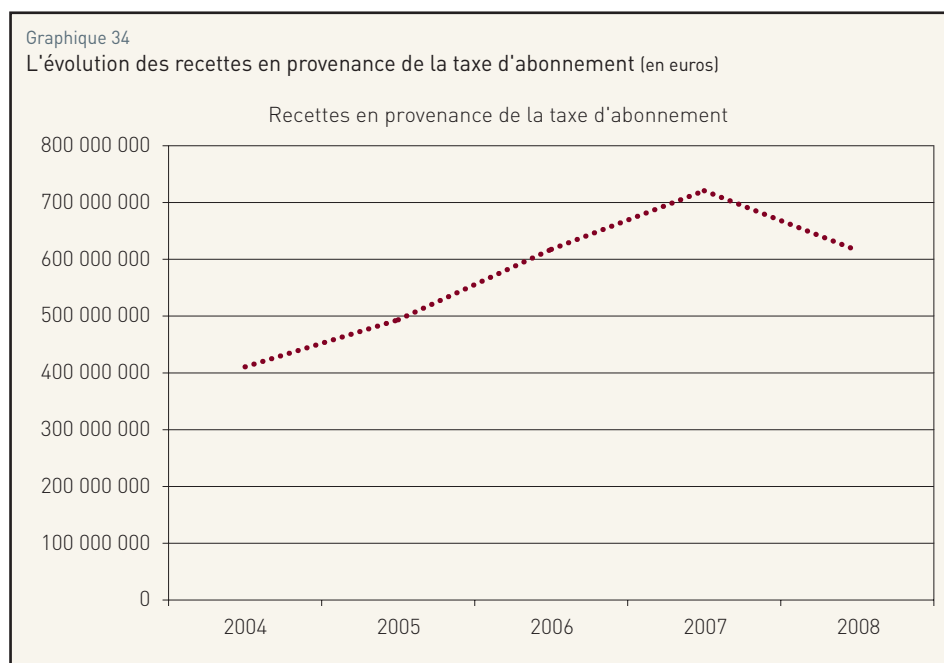
Le taux de croissance du PIB réel a été fortement revu à la baisse sur toute la période 2008-2010, mais plus particulièrement pour les années 2009 et 2010. Le Gouvernement argumente cette forte baisse par deux facteurs : une réduction du volume des investissements et une diminution des exportations de biens et services.

Le Gouvernement indique également qu'en 2008, les recettes publiques ont atteint les niveaux prévus au moment de la préparation du programme de stabilité tandis que pour les années 2009 et 2010 elles ont été révisées à la baisse de respectivement 405 et 620 millions d'euros. En ce qui concerne les dépenses, en 2008, l'augmentation du chômage et le recours à l'instrument du chômage partiel ont entraîné des dépenses supplémentaires de 27 millions d'euros pour le Fonds pour l'Emploi. En 2009 et 2010, l'impact budgétaire du retournement conjoncturel sur les dépenses de ce dernier est nettement plus significatif et entraîne des dépenses supplémentaires estimées à 110 millions l'an.

En 2008, le solde de financement des administrations publiques reste largement excédentaire, mais il a été révisé à la baisse en passant de 2,3% du PIB dans le programme de stabilité à 2,0% du PIB dans l'addendum. Par contre, en 2009 et en 2010 une détérioration significative des finances publiques se dessine. Les estimations présentées dans l'addendum aboutissent à un besoin de financement de l'administration publique de 0,6% du PIB en 2009 et 1,5% du PIB en 2010.

Ces projections des soldes des administrations publiques par le Gouvernement s'approchent donc de celles de la BCL de décembre 2008 pour toute la période de projection 2008-2010. Pour rappel, les projections fiscales de décembre 2008 de la BCL aboutissaient à un excédent budgétaire de 1,3% en 2008, et à des besoins de financement de 1,9% et 2,8% en 2009 et 2010 respectivement, prenant déjà en compte la baisse substantielle de croissance du PIB, la baisse de revenus de l'Etat ainsi que l'impact des différentes mesures fiscales adoptées dans le budget de l'Etat 2009. Par ailleurs, les risques qui ont été identifiés par la BCL concernant les recettes de l'Etat, tels que la baisse de recettes en provenance de la taxe d'abonnement, sont en train de se réaliser<sup>19</sup>. Le graphique ci-dessous montre la diminution d'entrées de ces recettes depuis 2007 mais ces recettes sont particulièrement touchées entre août 2008 et janvier 2009.

A ce stade, il est utile de rappeler que les projections fiscales de décembre 2008 de la BCL ont été élaborées dans un contexte économique général caractérisé par un degré d'incertitude particulièrement élevé. La crise financière a fortement touché les marchés européens en octobre et novembre 2008 et continue à persister tout en se propageant à l'économie réelle. Les mois à venir réservent une grande incertitude quant à l'évolution des soldes des administrations publiques luxembourgeoises. La BCL présentera ses prochaines projections fiscales dans son rapport annuel en juin 2009.

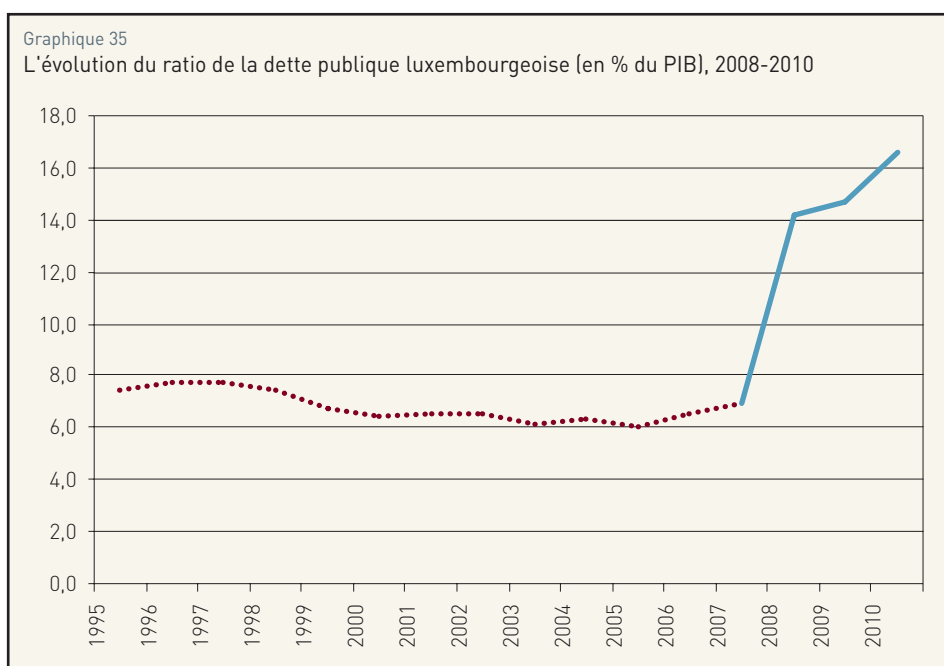


Source : AED, calculs BCL

19 Les recettes en provenance de la taxe d'abonnement sont directement liées à l'évolution des marchés financiers

Quant au **ratio de la dette** des administrations publiques, celui-ci n'a guère changé par rapport aux projections de la BCL du mois de décembre 2008. Pour rappel, ce ratio 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 (BGL)<sup>20</sup>). 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 2009 et 2010, de nouveaux emprunts pour un montant de 400 millions d'euros (200 millions d'euros par année) en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes feront augmenter le ratio de la dette qui passera à 15,3% du PIB à la fin de 2010. Le niveau de la dette luxembourgeoise reste cependant parmi les plus bas en Europe.

Graphique 35  
L'évolution du ratio de la dette publique luxembourgeoise (en % du PIB), 2008-2010



Cependant, **le risque d'augmentation du ratio de la dette des administrations publiques** en 2009 est lié à trois facteurs principaux. Premièrement, le règlement grand-ducal du 10 octobre a autorisé le Gouvernement à octroyer une garantie financière au groupe Dexia. Cette garantie est plafonnée à 4,5 milliards d'euros, soit 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. Aussi longtemps que cette garantie n'est pas amenée à être exécutée, il n'y aura pas d'impact ni sur la dette publique ni sur le solde budgétaire ; cependant, le risque d'augmentation de la dette publique, pouvant aller jusqu'à

Source : Statec, Ministère des Finance, calculs BCL

12% du PIB, existe. Deuxièmement, le 9 octobre 2008 la banque islandaise Kaupthing Bank Luxembourg S.A. a été mise en sursis de paiement. Jusqu'à présent le Gouvernement luxembourgeois n'a pas communiqué le montant éventuel de son engagement financier dans l'opération de soutien de cette banque islandaise. Suite à la signature d'une déclaration d'intention visant la reprise de la Kaupthing Bank Luxembourg par un consortium d'investisseurs de plusieurs pays arabes, l'engagement de l'Etat se précise. Cet accord nécessite, outre la signature de l'Etat belge, l'acceptation des banques créancières. L'Etat luxembourgeois, ensemble avec l'Etat belge et les banques créancières, participera à l'octroi d'un crédit à la banque, ce qui lui permettra de continuer à fonctionner. Finalement, il est probable que l'Etat propose au courant de l'année 2009 différentes mesures ponctuelles de soutien de l'économie, d'autant plus que différentes mesures ont déjà été proposées lors de la dernière réunion du Comité de coordination tripartite. De plus, le dernier addendum du programme de stabilité et de croissance prévoit que l'Etat serait éventuellement amené à emprunter 500 millions d'euros supplémentaires au titre de l'exercice budgétaire 2010. Ce montant qui n'a forcément pas pu être intégré dans les projections de la dette publique de décembre de la BCL est cependant repris dans le graphique ci-dessous qui présente

20 Le 15 décembre 2008, l'Etat luxembourgeois est devenu l'actionnaire de la Fortis Banque Luxembourg à hauteur de 49,9% par la conversion en actions du prêt concédé.

l'évolution du ratio de la dette publique luxembourgeoise pour la période 2008-2010<sup>21</sup>, graphique qui ne reprend cependant pas les trois facteurs de risque cités ci-dessus.

Une vigilance supplémentaire quant à l'évolution de la dette publique est de mise en raison de la détérioration projetée de la situation du régime général de pension. A travers ses diverses publications, la BCL a mis en avant la nécessité de réformer le régime de pension.

Par ailleurs, dans ses recommandations au Conseil sur l'addendum du Pacte de Stabilité et Croissance du Luxembourg, publiées en date du 27 février 2009, la Commission Européenne elle aussi met une fois de plus l'accent sur la soutenabilité à terme de la politique budgétaire luxembourgeoise. Selon la dernière, à long terme les finances publiques luxembourgeoises vont être confrontées à une charge significative due à l'augmentation de dépenses liées au vieillissement de la population. La Commission invite le Gouvernement à améliorer sans tarder la soutenabilité à long terme des finances publiques en implémentant les réformes structurelles et plus particulièrement dans le domaine du régime général de pension.

<sup>21</sup> Les 500 millions d'euros ont été rajoutés aux projections de la BCL puisque le gouvernement même a communiqué qu'il serait amené à emprunter ce montant supplémentaire en 2010.