



**1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE**

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

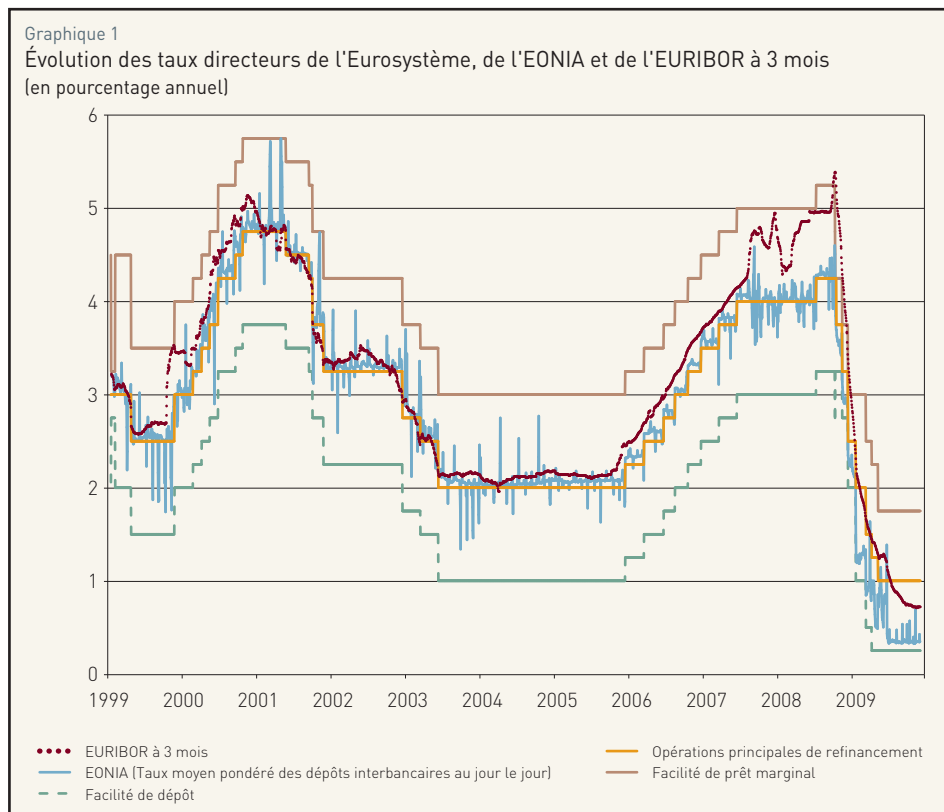
## 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

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

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

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



Sources : BCE, Bloomberg

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

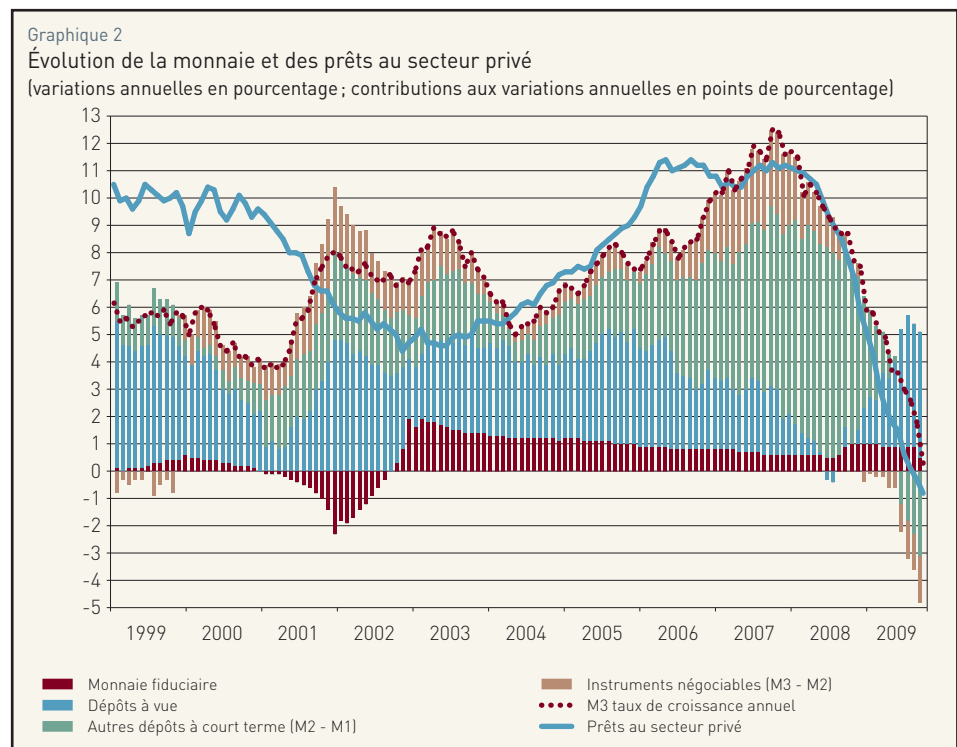
de décembre 2009 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH de 0,3% en 2009, entre 0,9% et 1,7% en 2010 et entre 0,8% et 2,0% en 2011. Par rapport à septembre, les fourchettes des projections relatives à l'IPCH pour 2010 sont restées largement inchangées.

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

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

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

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



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

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

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

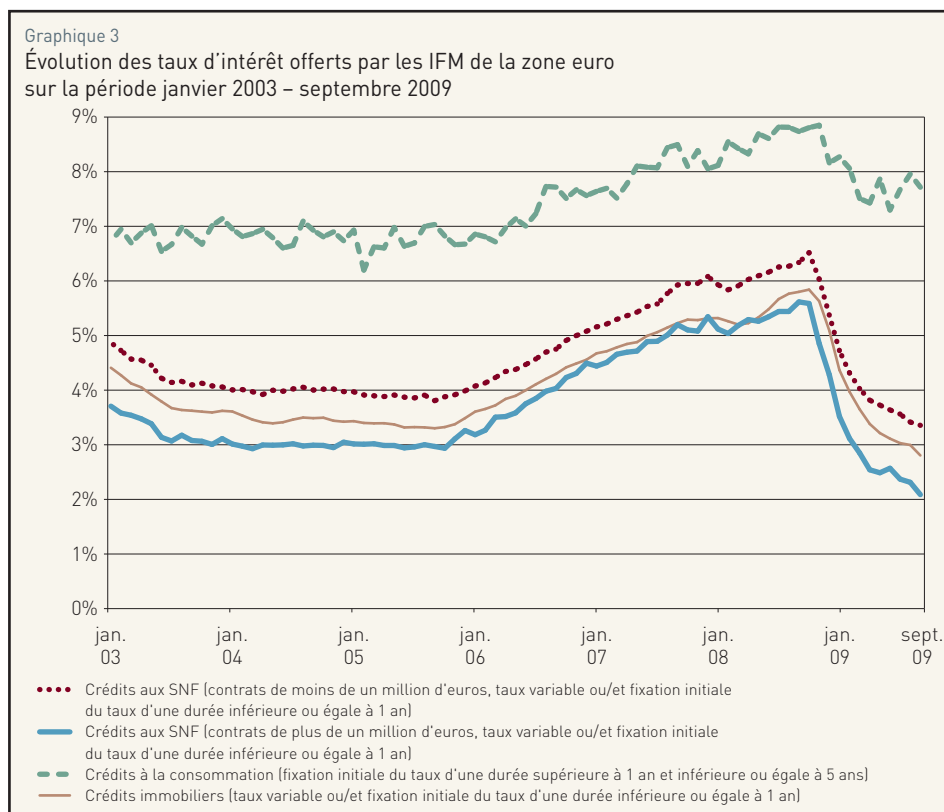
Le coût des crédits immobiliers proposés par les banques à leur clientèle de la zone euro, était en baisse de 228 points de base entre décembre 2008 (5,09%) et septembre 2009 (2,81%). Au cours du seul troisième trimestre 2009, la baisse observée était de 31 points de base.

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

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

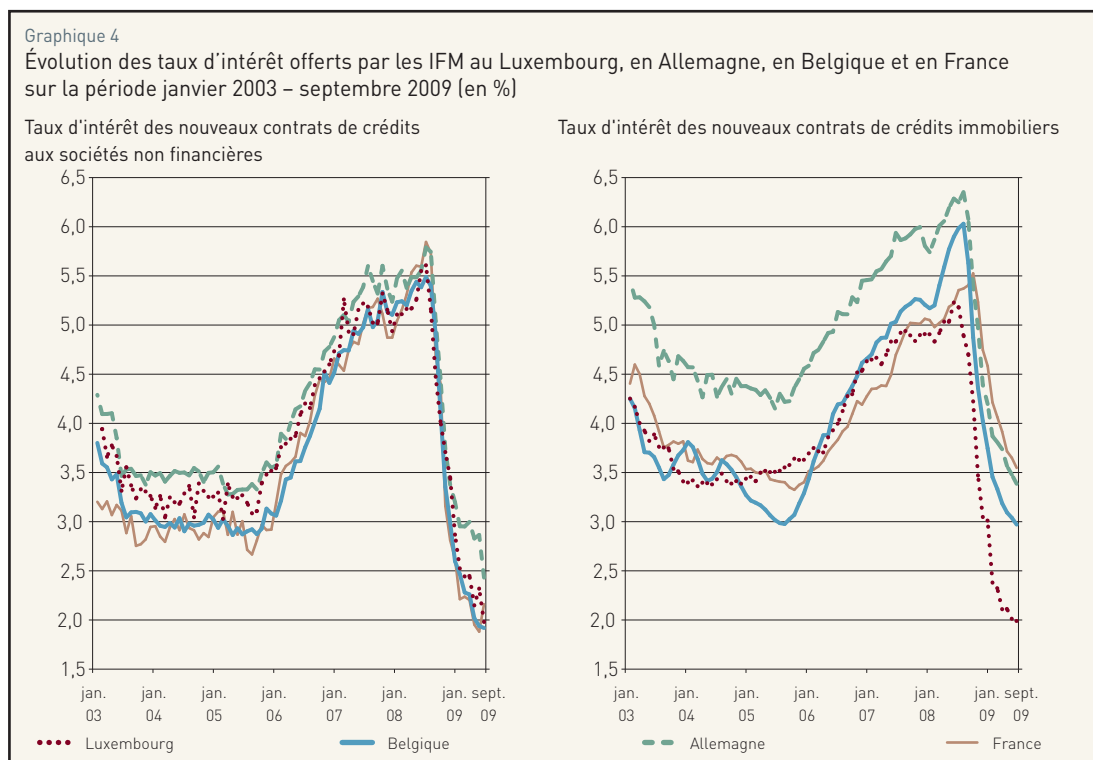
Durant la période allant de décembre 2008 à septembre 2009, le coût des crédits aux SNF, correspondant à des prêts d'un montant unitaire inférieur à un million d'euros, était en recul de 202 points de base, passant de 5,38% à 3,36%. Le coût des contrats de plus d'un million d'euros affichait une baisse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

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



Source : BCE

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



Source: BCE

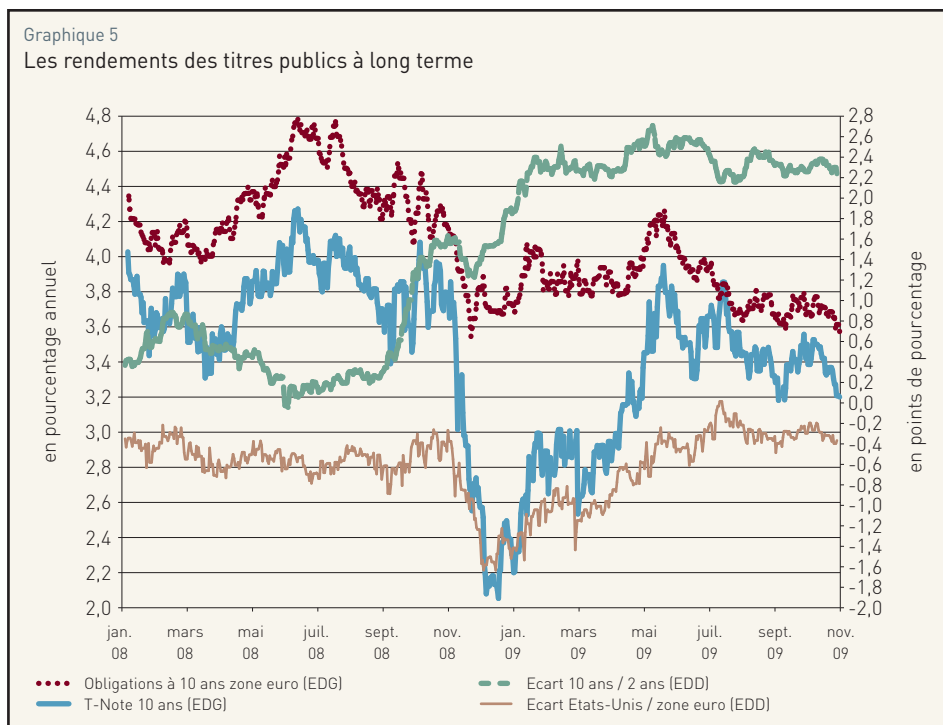
La baisse de rémunération des dépôts à terme des ménages a atteint 214 points de base sur la période décembre 2008 (3,75 %) et septembre 2009 (1,61 %). Celle des dépôts des sociétés non financières était de 218 points de base (de 2,87 % à 0,69 %).

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

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

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

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



Sources : BCE, Bloomberg

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

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

#### 1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

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

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

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

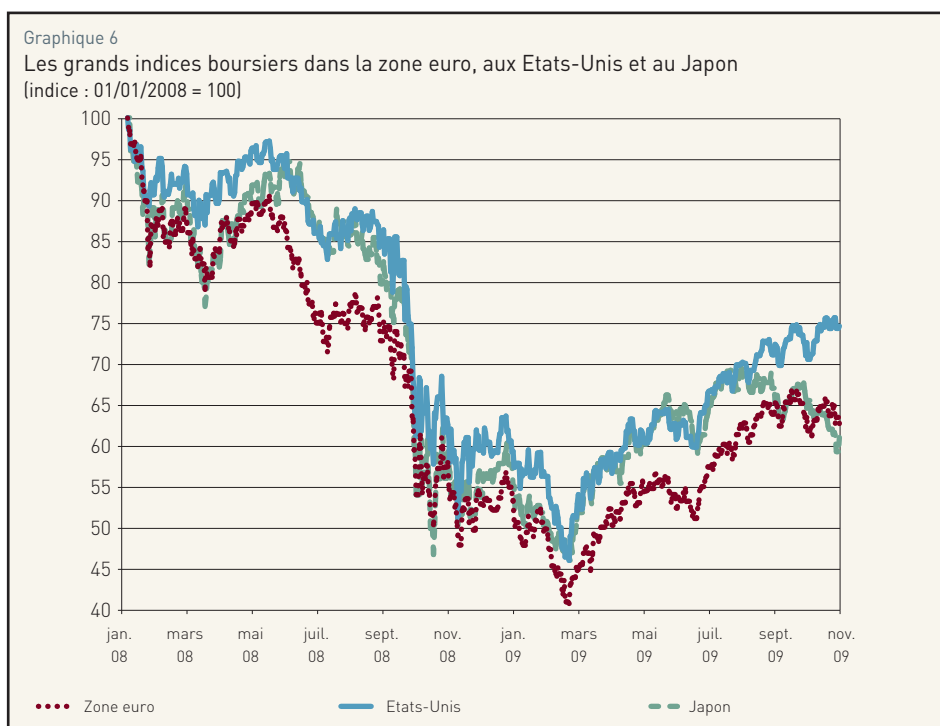
L'indice américain et celui de la zone euro ont toutefois poursuivi leur rebond en novembre, soutenus par des indicateurs macroéconomiques globalement rassurants sur le front de l'activité économique. Cette tendance à la hausse ne s'est toutefois pas poursuivie jusqu'à la fin de la période sous revue.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

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

### 1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Entre le 31 août et le 30 novembre 2009, le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 21 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a poursuivi le mouvement d'appréciation qui avait été entamé en début d'année, retrouvant ainsi son plus haut niveau historique en raison, notamment, du niveau de la monnaie unique par rapport à la livre sterling. Les fluctuations du TCEN de l'euro ont par ailleurs enregistré une volatilité moindre en comparaison avec les mois précédents, reflétant ainsi la plus grande stabilité de l'environnement économique international. Sur l'ensemble de la période étudiée, la monnaie unique s'est appréciée vis-à-vis du dollar américain, de la livre sterling, du yuan, de la couronne tchèque, du zloty polonais, du forint hongrois, du leu roumain et de la couronne suédoise, mais a en revanche connu une légère dépréciation face au franc suisse.

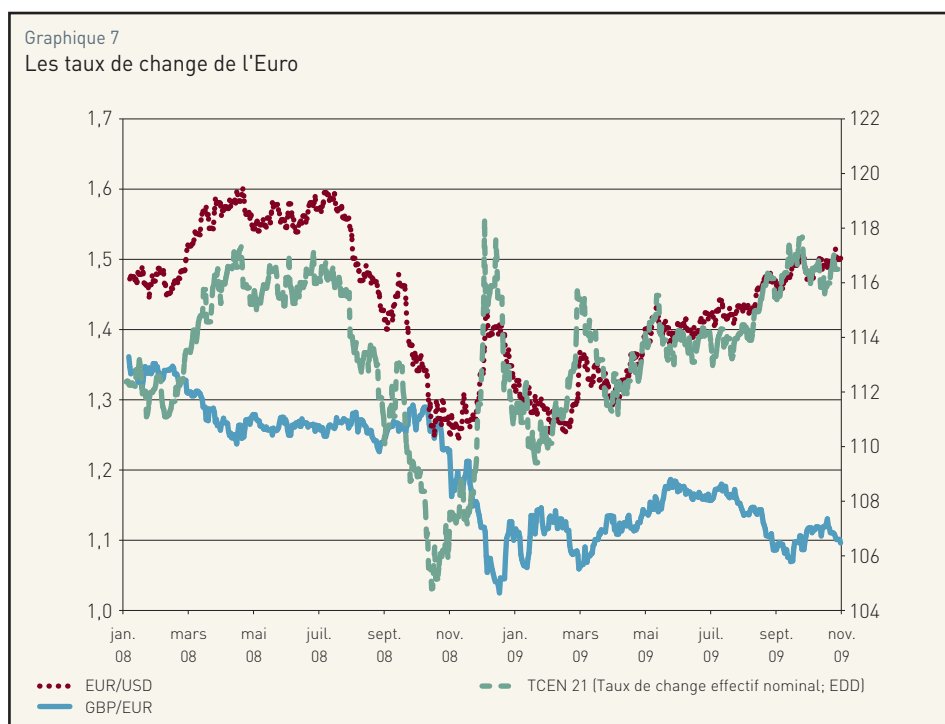
Depuis la fin du mois d'août 2009, le taux de change de l'euro par rapport au dollar américain a poursuivi le mouvement d'appréciation qui avait été entamé au début du mois de mars, ramenant ainsi le cours de la monnaie unique par rapport au billet vert aux alentours de 1,50USD/€. La remontée du prix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



Source : Bloomberg



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



Sources : BCE, Bloomberg

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

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

La plupart des devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien, le lats letton et la couronne estonienne) sont quant à elles restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro au cours de la période étudiée et ce, malgré la situation économique préoccupante dans les pays baltes. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise), ont dans l'ensemble enregistré un mouvement de correction après avoir bénéficié, depuis le mois de mars, d'un regain d'intérêt de la part des investisseurs internationaux. Le zloty polonais, la couronne tchèque et le forint hongrois se sont ainsi respectivement dépréciés de 1,53 %, 2,67 % et 0,66 % par rapport à l'euro entre le 31 août et le 30 novembre 2009.

## 1.6 L'ÉVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION

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

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

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


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

Tableau 1

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

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

Source : Eurostat



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

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

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

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

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

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

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

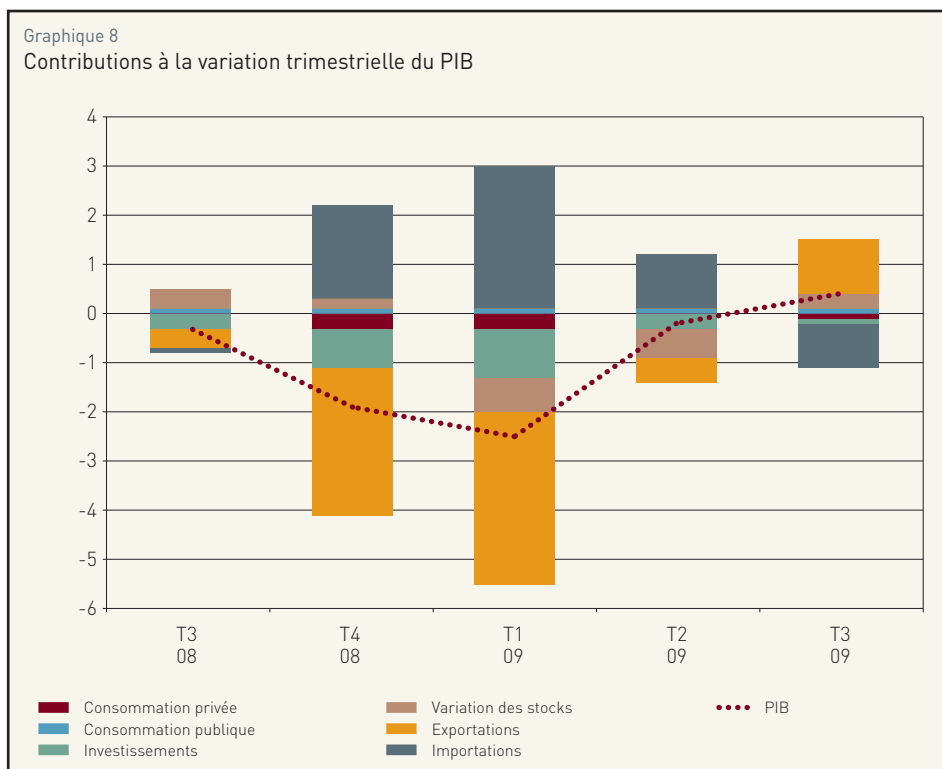
Tableau 2  
Croissance du PIB réel et contributions à la croissance (variations trimestrielles, respectivement en points de pourcentage)

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

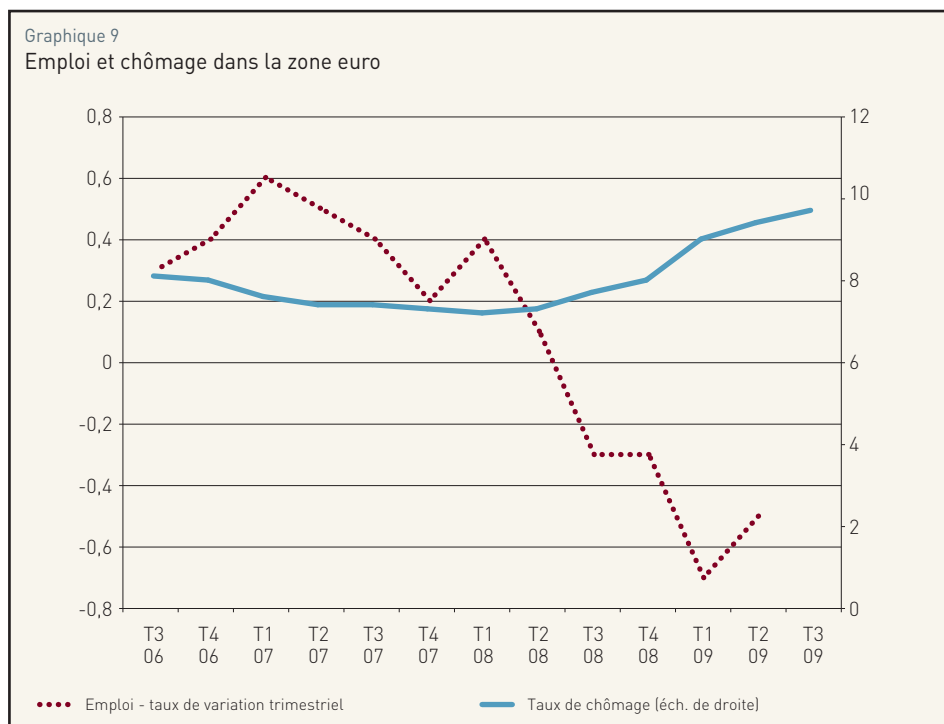
Source : Eurostat

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

La hausse simultanée du chômage n'est donc pas surprenante. Après avoir baissé de 9,0% en janvier 2005 à 7,2% en fin d'année 2007, le taux de chômage s'est remis à augmenter depuis le deuxième trimestre 2008 pour passer à 8,2% en fin d'année 2008. Cette ascension s'est poursuivie en 2009 et, selon les dernières données disponibles, il s'est fixé à 9,7% en septembre 2009, donc à un niveau plus élevé que ceux atteints lors du cycle conjoncturel précédent. Etant donné les décalages habituels entre les variations des volumes de production, d'une part, et les heures prestées et le chômage d'autre part, la situation morose sur le marché de l'emploi persistera, voire même s'aggraverait au cours des prochains trimestres.



Graphique 9  
Emploi et chômage dans la zone euro



Source : Eurostat

Pourtant, compte tenu de la dimension inégalée du recul de l'activité économique, le recul de l'emploi est modéré. Les entreprises européennes ont réagi à la crise avec une thésaurisation du facteur travail. Concrètement, une certaine quantité de contrats à temps plein ont pu être transformés en contrats à temps partiel. En effet, entre le deuxième trimestre 2008 et le deuxième trimestre de l'année courante, le poids relatif des contrats à temps partiel a augmenté de 0,4 pp à 20% dans la zone euro<sup>1</sup>. De plus, le nombre d'heures supplémentaires a été réduit. Ceci trouve son reflet dans une réduction du temps de travail par semaine de 0,7 heure en moyenne pour les salariés à temps plein. Dans certains pays, des mesures de chômage partiel, avec le soutien financier des gouvernements respectifs, ont permis aux entreprises de freiner les licenciements.

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

## 1.8 LES PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

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

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

1 Selon Eurostat [Enquête des forces de travail]

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

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

Source : BCE, FMI, OCDE

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

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

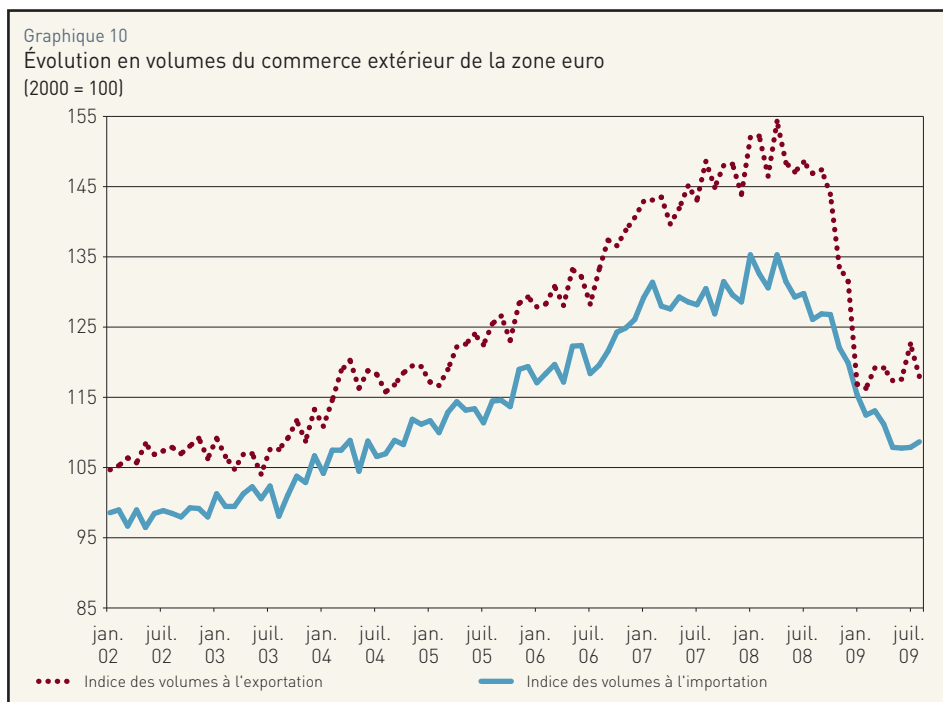
## 1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le commerce extérieur de la zone euro continue à se détériorer sous les effets négatifs de la crise économique internationale. Les exportations de biens ont ainsi chuté successivement de 21 %, de 23 % et de 19 % au premier, au deuxième et au troisième trimestre 2009 par rapport aux trimestres correspondants de 2008. Les exportations s'étaient déjà réduites de 5 % au dernier trimestre de l'année 2008, sous l'effet d'une chute soudaine de la demande mondiale. L'évolution de l'indice des volumes montre que cette baisse a débuté au second trimestre 2008 et qu'elle s'est intensifiée particulièrement entre septembre 2008 et février 2009, dans le sillage de la crise financière internationale (voir graphique). Depuis mars 2009, on constate toutefois une relative stabilisation, voire une hausse, de l'indice des volumes à l'exportation. Quant à l'indice des prix à l'exportation, sur les huit<sup>2</sup> premiers mois de 2009, il affiche une baisse limitée à 1 %.

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

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

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



Source : Eurostat

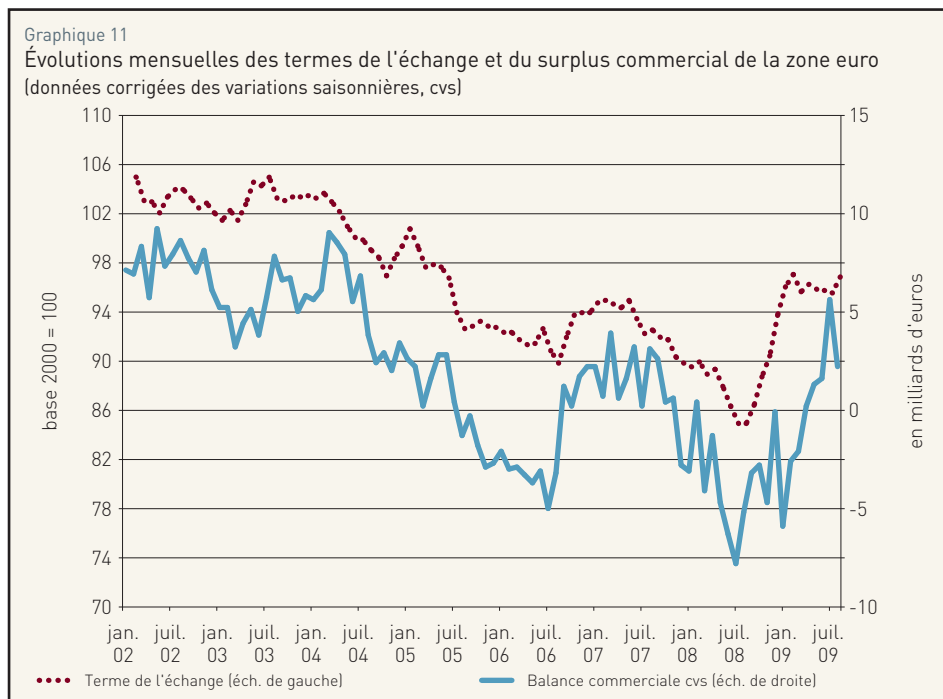
Malgré ces importantes contractions observées dans les exportations et dans les importations de biens, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un surplus cumulé de 10,7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2009 comparé à un déficit de 45 milliards sur la même période de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

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

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

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

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



Source : Eurostat

## 1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

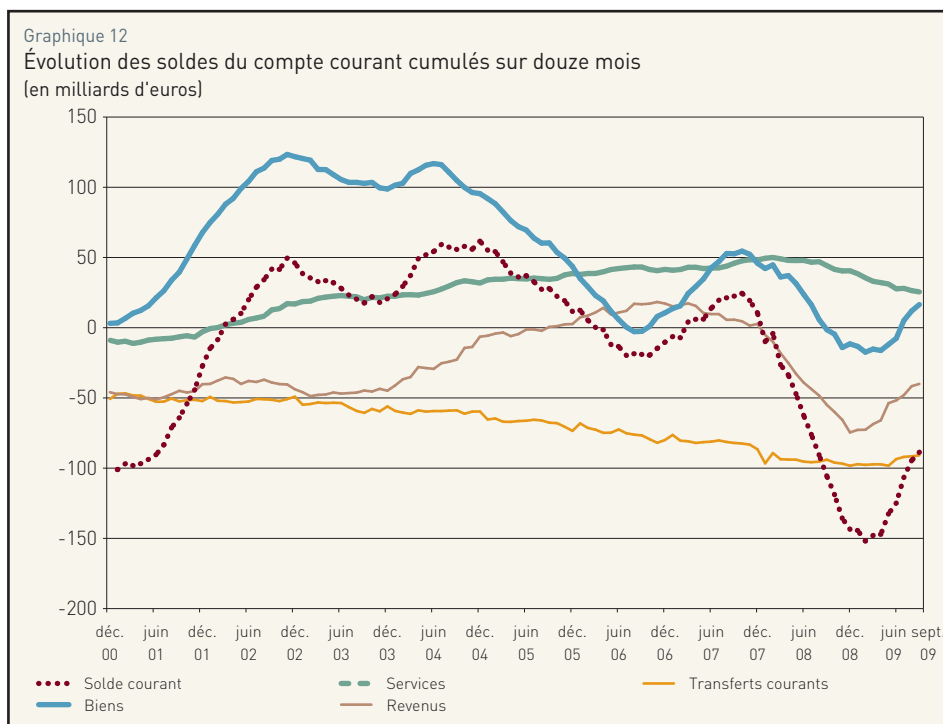
La balance courante de la zone euro s'est soldée par un déficit cumulé de 56 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2009, soit une amélioration de près de moitié par rapport à la période correspondante de 2008. Les données trimestrielles montrent une contraction progressive du déficit qui atteint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

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

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



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



Source : BCE

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

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

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

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

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

## 2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

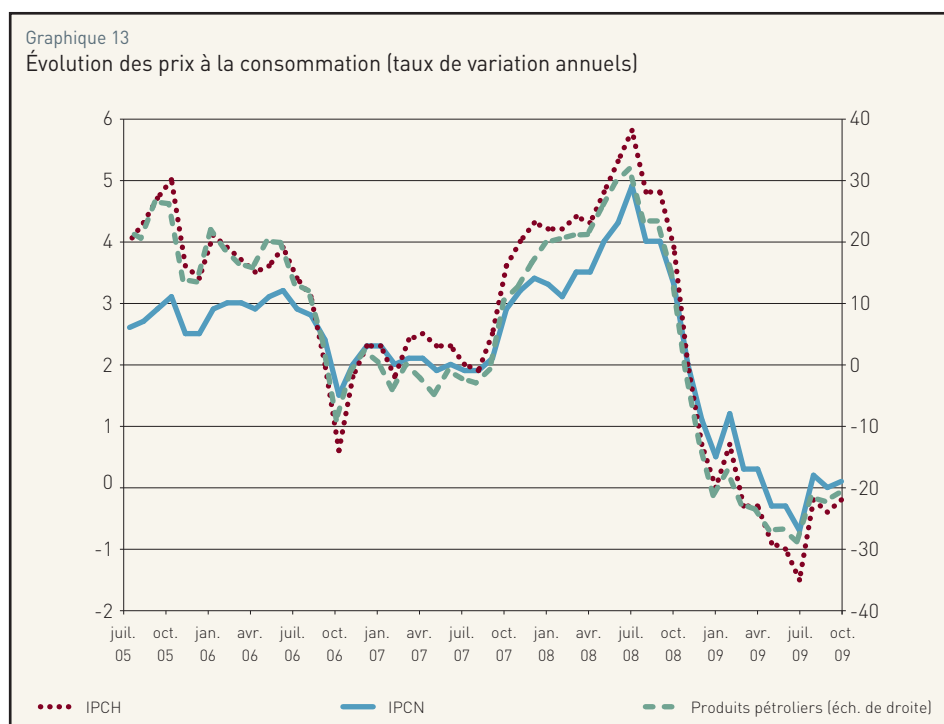
### 2.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

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

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

Le fléchissement des taux de variation annuels a été encore plus marqué pour l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et ceci en raison d'une pondération plus importante des produits pétroliers dans l'IPCH que dans l'IPCN. Le taux annuel a reculé de 5,8% en juillet 2008 à -1,5% en juillet 2009. Les taux sont ensuite remontés bien que restant négatifs jusqu'en octobre. Depuis décembre 2008, ces taux de variation sont aussi inférieurs à ceux recensés par l'IPCN.

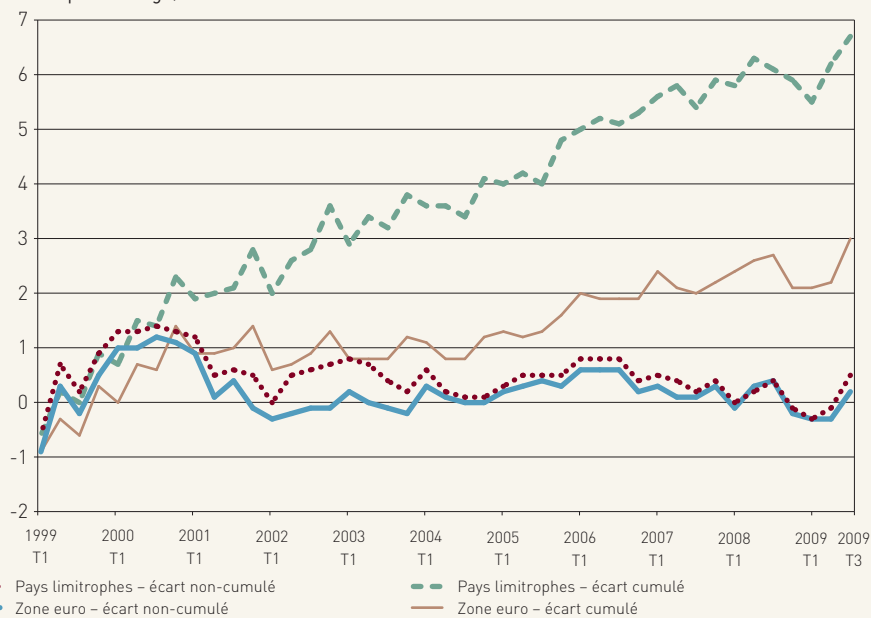
Le renversement de la tendance des prix à la consommation, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, a résulté d'une variation annuelle négative des prix des produits pétroliers et d'une baisse de l'inflation des autres prix et services. En effet, alors que la variation annuelle des prix des produits pétroliers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



Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes<sup>4</sup> sont redevenus défavorables au troisième trimestre 2009. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au troisième trimestre 2009, ont atteint respectivement 3,0 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 6,7 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

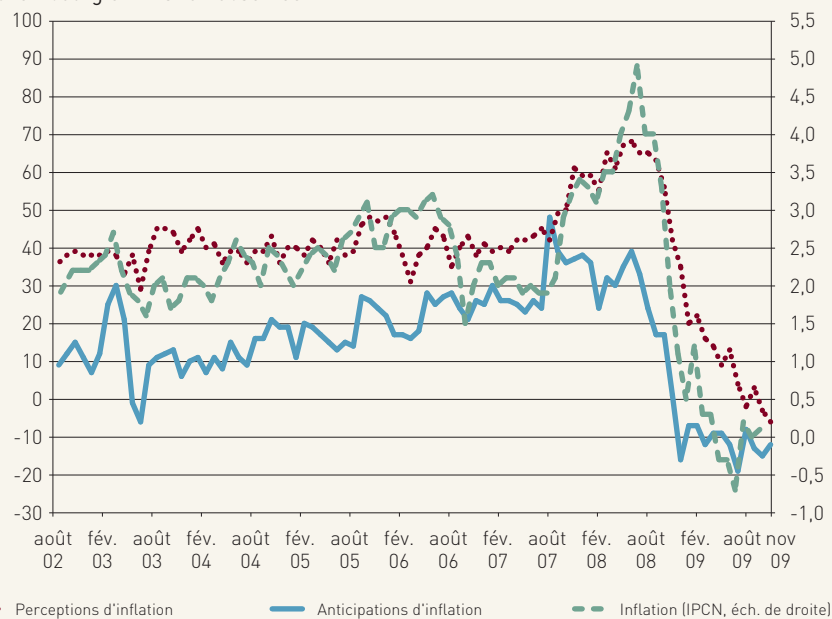
<sup>4</sup> L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, l'inflation dans la zone euro et des pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

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



Sources : Statec, Eurostat, calculs BCL

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



Sources : BCL, Statec

Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs<sup>5</sup> ont fortement diminué depuis la mi-2008 pour atteindre au mois de novembre 2009 le niveau le plus bas observé depuis la compilation de la série. Cette tendance des perceptions est en accord avec la forte chute de l'inflation globale recensée, même si la réaction est un peu décalée par rapport à l'évolution actuelle des prix à la consommation. Une évolution similaire s'observe aussi au niveau des anticipations d'inflation qui montrent que les consommateurs s'attendent, depuis décembre 2008, non pas à des hausses mais à des baisses de prix. Ces anticipations d'inflation des consommateurs, qui s'étaient redressées quelque peu depuis leur creux en juillet 2009, restent fixées à des niveaux extrêmement bas. La situation pourrait en revanche se redresser au cours des prochains mois. En effet, les prix des produits pétroliers s'affichent à nouveau en hausse et, selon les projections d'inflation de la BCL (voir plus bas), le taux d'inflation global devrait s'accélérer prochainement. La période caractérisée par des taux de variation annuels négatifs ne s'est donc étalée que sur trois mois, évitant ainsi un ancrage dans les attentes des consommateurs d'un spectre de déflation et les conséquences néfastes qui en découlent.

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

## Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-août, l'euro cotait aux environs de 1,49 USD/EUR, soit à un niveau plus élevé que lors des projections datant de septembre 2009<sup>6</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment proche de 80\$/bl et les marchés à terme anticipent une accélération supplémentaire du prix à un niveau proche de 84\$/bl jusque décembre 2010. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar augmenterait de 30% en 2010 par rapport à 2009. En revanche, en raison de l'appréciation de l'euro par rapport à la devise américaine, la progression du prix exprimé en euros est ramenée à 24%. Par rapport à l'exercice de septembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros restent pratiquement inchangées. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 4  
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

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

Source : BCL


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

La détente de l'inflation des biens alimentaires traités pourrait notamment continuer bien que son impact baissier sur l'inflation globale serait moins important que lors des trimestres précédents. Un indice composite des prix des matières premières agricoles indique que le niveau des prix s'est fortement accéléré depuis ses creux de fin 2008. Les prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents indiquent aussi que cette remontée pourrait se poursuivre au cours des prochains mois. Les niveaux projetés pour l'indice global s'approcheraient aussi de leurs maxima de début 2008, c'est-à-dire du seuil à partir desquels toute hausse additionnelle des coûts ne pourrait probablement plus être absorbée par un rétrécissement de la marge de profit, mais pourrait plutôt entraîner un ajustement des prix de vente<sup>7</sup>. Cette tendance à la hausse des prix des matières premières s'observe surtout pour le café, le cacao et le sucre. Par contre, les prix du blé et du lait demeurent nettement en dessous de leurs niveaux observés il y a deux ans. Ainsi, si une hausse des prix des biens alimentaires s'installait, elle s'observerait probablement sur d'autres biens que les produits laitiers ou à base de céréales. Son impact global resterait aussi contenu puisque la pondération de ces produits dans les indices IPC demeure relativement plus faible.

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

<sup>6</sup> Voir BCL, Bulletin 2009/2, pp.34-37

<sup>7</sup> En effet, on constate que la forte baisse des prix des matières premières agricoles en 2008 ne s'est pas répercutée en une baisse des prix à la consommation. Elle aurait plutôt contribué à une extension des marges de profit. Cette tendance s'observe dans plusieurs pays de l'Union européenne et la réaction asymétrique des prix à la consommation aux variations des prix des matières premières pourrait signaler des faiblesses structurelles dans la chaîne de production et de distribution de biens alimentaires. Ainsi, en octobre 2009, la Commission européenne a publié un certain nombre d'initiatives visant à élucider davantage le fonctionnement des différents maillons de cette chaîne et à remédier à ces faiblesses éventuelles.



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

L'inflation des services au Luxembourg a ralenti à 2,3% en octobre, contre 3,0% il y a un an. Une décélération supplémentaire au début de l'année 2010 semble fort probable. D'une part, les effets sur les prix des services liés au paiement de la tranche indiciaire de mars 2009 se sont dissipés et l'allongement de la période entre deux échéances de tranches indiciaires contribue à modérer la progression des prix<sup>8</sup>. D'autre part, le salaire minimum ne devrait pas être ajusté. Finalement, si les prix administrés, largement des tarifs de services publics, connaissent une évolution normale, alors ces trois facteurs pourraient conjointement déclencher un processus désinflationniste qui ramènerait l'inflation des services en dessous des 2% jusqu'à la fin de l'horizon de projection.

### Résultats

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

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

<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

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

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

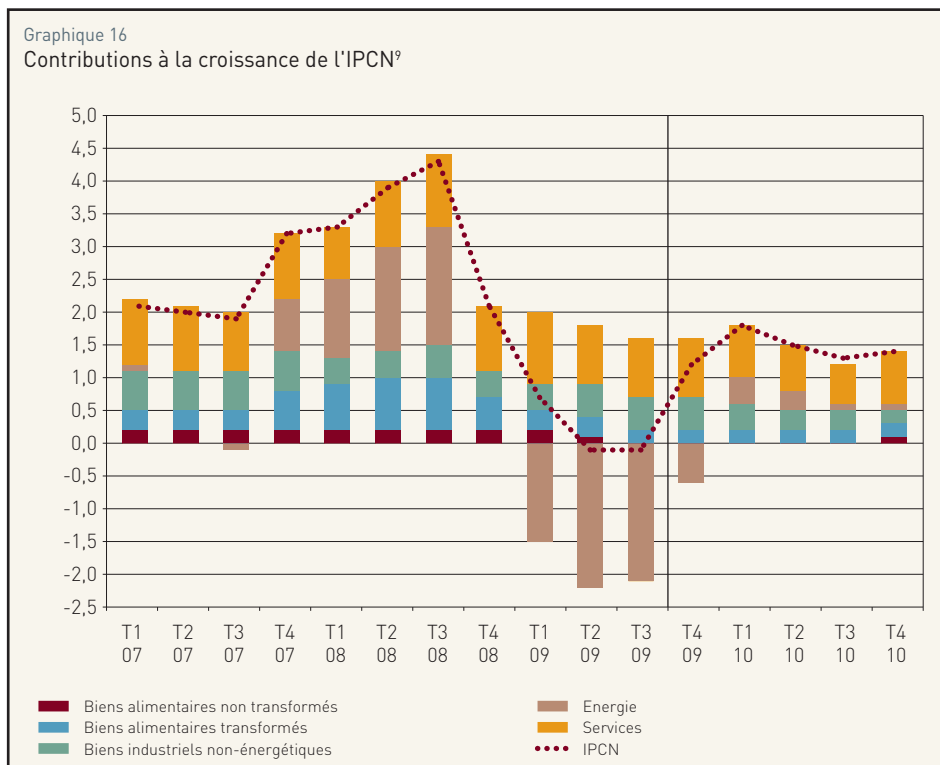


Tableau 5  
Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

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

Source : BCL

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

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

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

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

## 2.1.2 Les prix à la production industrielle

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

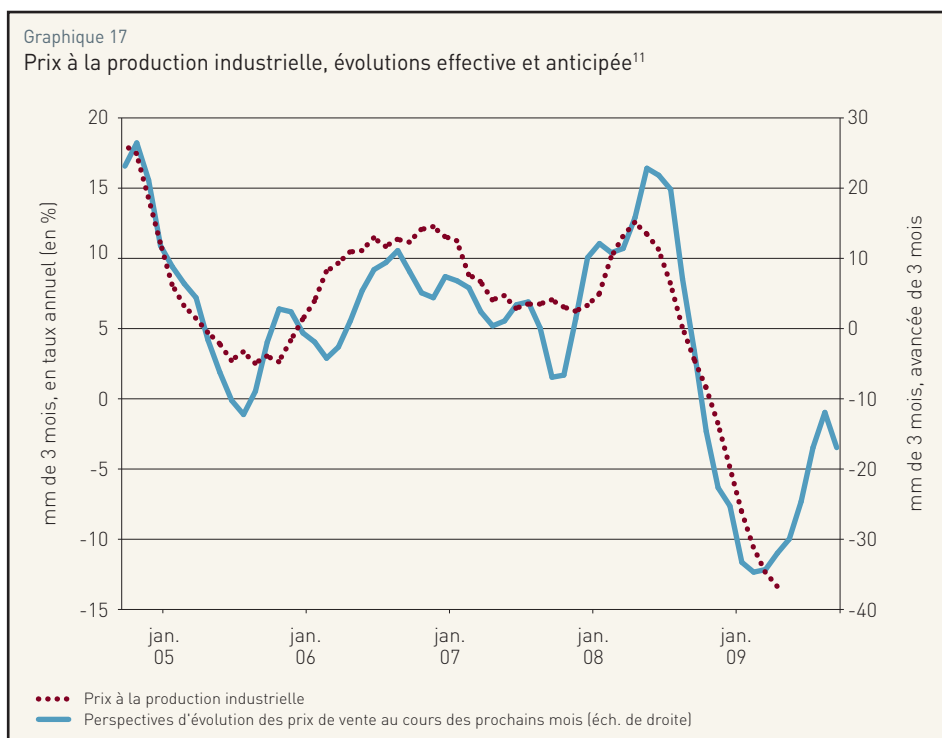
Tableau 6  
Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

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

Source : STATEC

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

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



Sources : Statec, calculs BCL

## 2.2 L'INDUSTRIE

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

Tableau 7

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

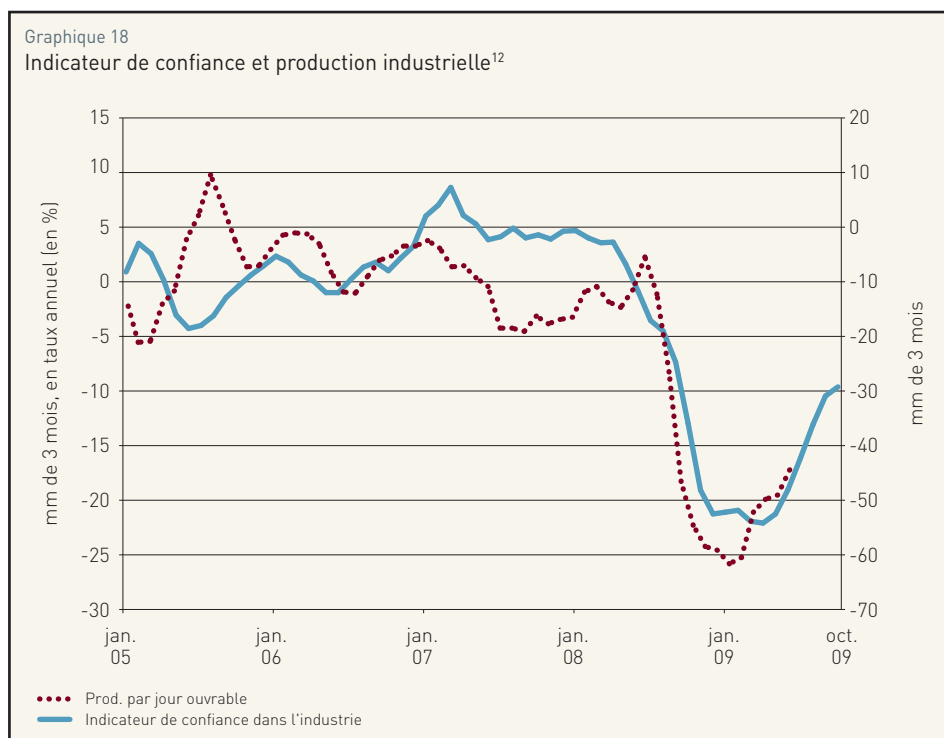
	2007	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-0,6	-5,3	-3,3	-2,0	2,1	-17,9	-24,7	-21,2	-17,0
Pjo - Biens intermédiaires	0,7	-7,0	-5,4	-2,2	1,7	-22,7	-29,1	-24,7	-17,4
Pjo - Biens d'équipement	5,9	-0,4	2,7	6,3	3,7	-13,1	-30,4	-33,4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

Sources : STATEC, calculs BCL

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



Graphique 18  
Indicateur de confiance et production industrielle<sup>12</sup>



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

Sources : Statec, calculs BCL

### 2.3 LA CONSTRUCTION

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

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

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

Sources : STATEC, BCL

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

<sup>13</sup> Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

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

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

#### 2.4 LE COMMERCE ET LES AUTRES SECTEURS

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

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

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

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

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

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

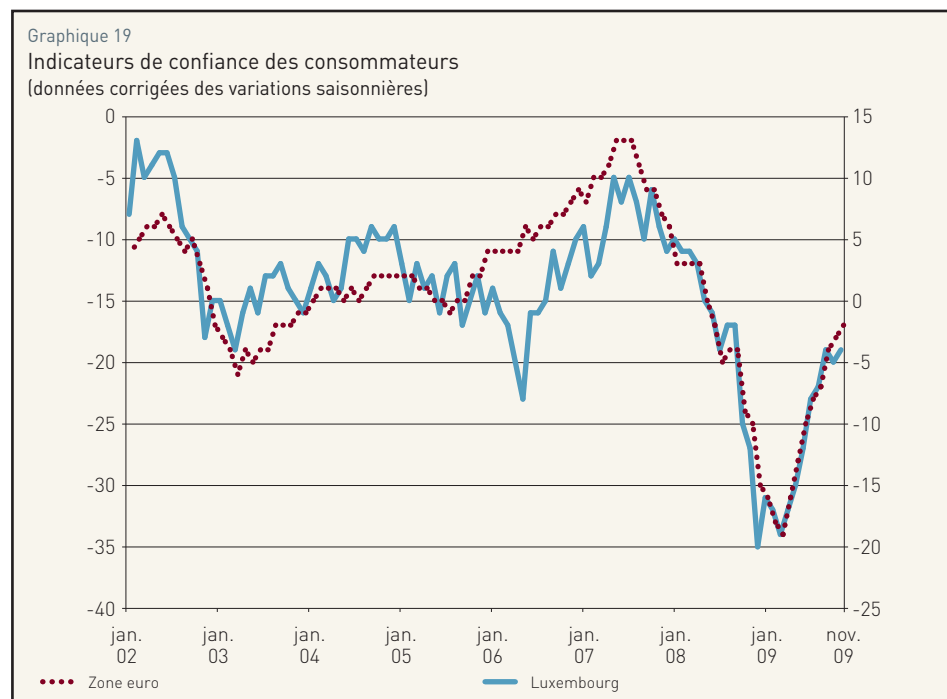
	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3
Immatriculations de voitures	2,0	-6,5	10,7	10,7	-6,7	-10,4	-12,4	-11,8
Commerce - total	29,9	22,6	38,1	65,1	0,7	-7,9	-18,9	-
Commerce et réparation automobile	3,6	-0,2	9,8	7,2	-2,9	-9,3	-17,2	-
Commerce de gros	46,9	34,6	59,9	106,2	-0,3	-12,0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

\*en valeur

## 2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs<sup>14</sup> du Luxembourg a débuté au second semestre 2007. Il a donc coïncidé avec l'apparition des turbulences sur les marchés financiers. L'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg a atteint son minimum historique en décembre 2008, avant de se stabiliser quelque peu. La pause dans la dégradation de la confiance des ménages est apparue plus tardivement dans la zone euro, puisque c'est seulement en mars 2009 que le point historiquement le plus bas a été atteint.

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



Sources : BCL et Commission européenne

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

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

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

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

Tableau 10  
Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

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

Source : BCL

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

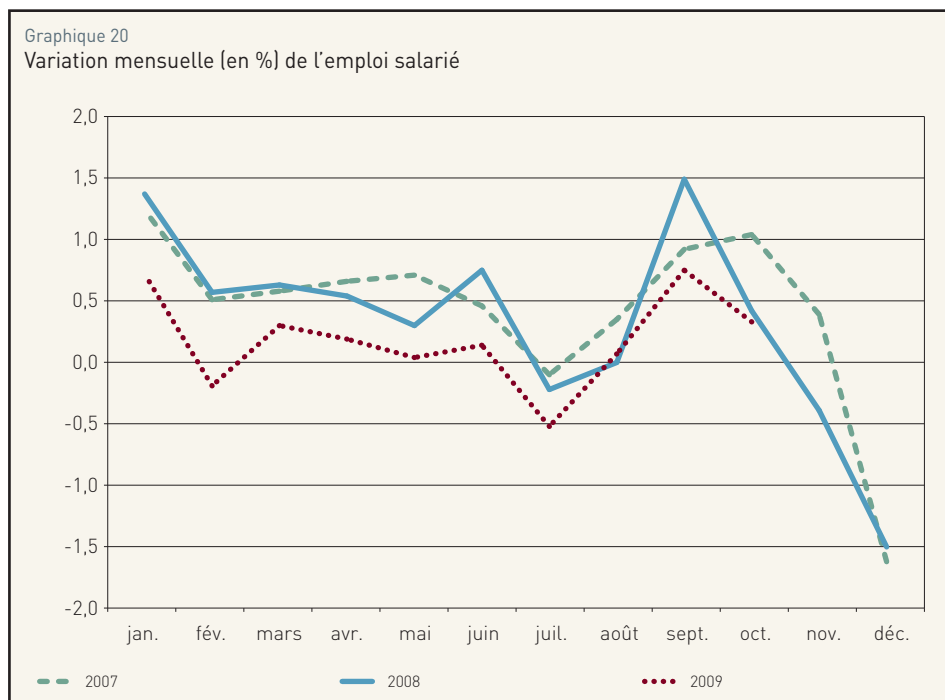
## 2.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

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

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

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

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



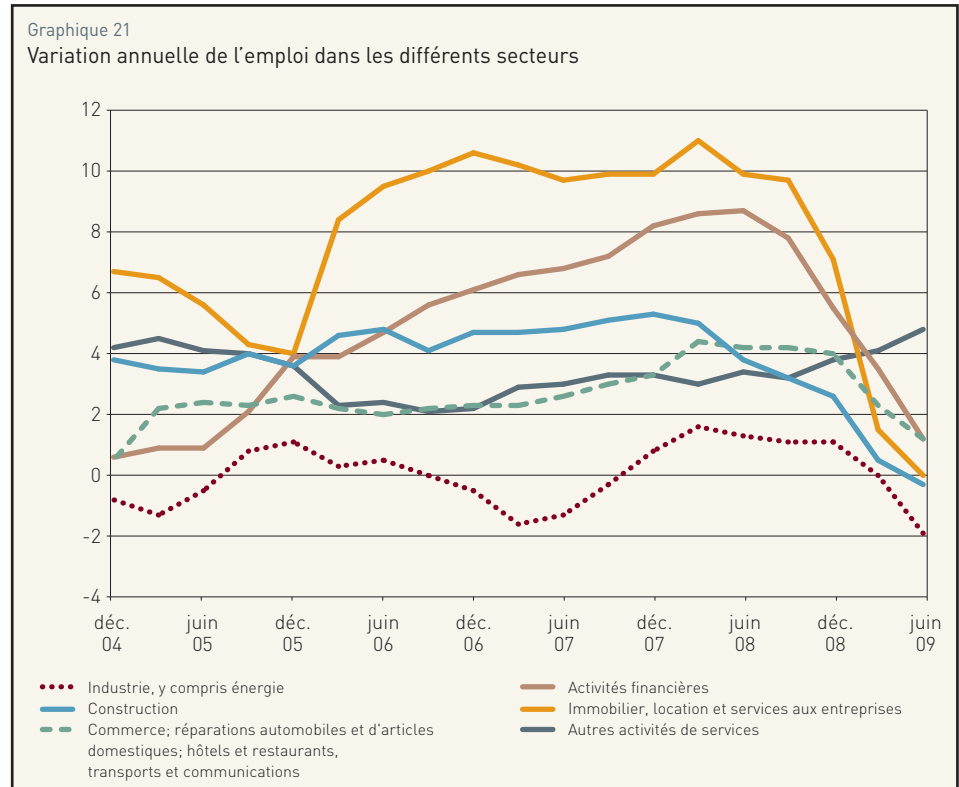
Source : IGSS

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

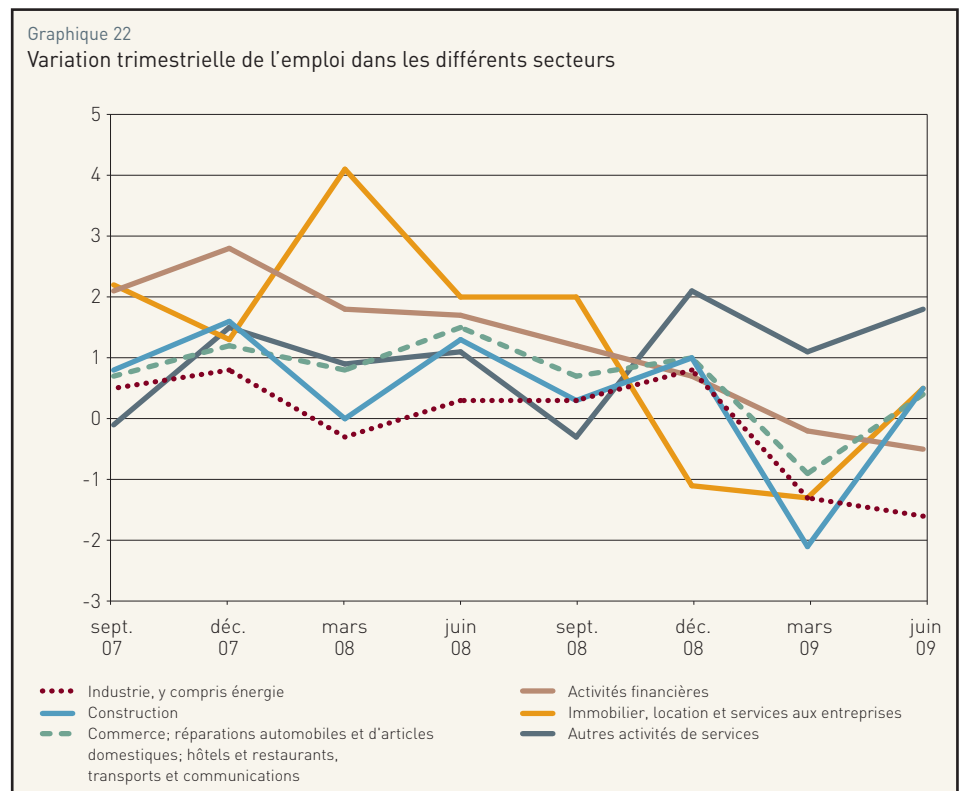
En variation trimestrielle, les chiffres de la comptabilité nationale rapportent une baisse du niveau de l'emploi pour le premier trimestre de l'année et ceci pour tous les secteurs, à l'exception des « autres services ». S'il est vrai que le premier trimestre est traditionnellement caractérisé par une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

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

Du fait de leur plus grande présence dans les secteurs dépendant directement de la demande internationale et sujets à des variations de la production typiquement plus élevées, les frontaliers n'ont certes pas été les seuls à payer le prix de la crise, mais l'emploi frontalier a été, jusqu'ici, impacté davantage que celui des résidents (voir Tableau 11). A côté de la répartition sectorielle relative des frontaliers, c'est leur poids élevé dans l'intérimaire qui a contribué au plus fort impact de la crise sur l'emploi des non-résidents. Ainsi, le nombre de formulaires E301<sup>15</sup> a augmenté de



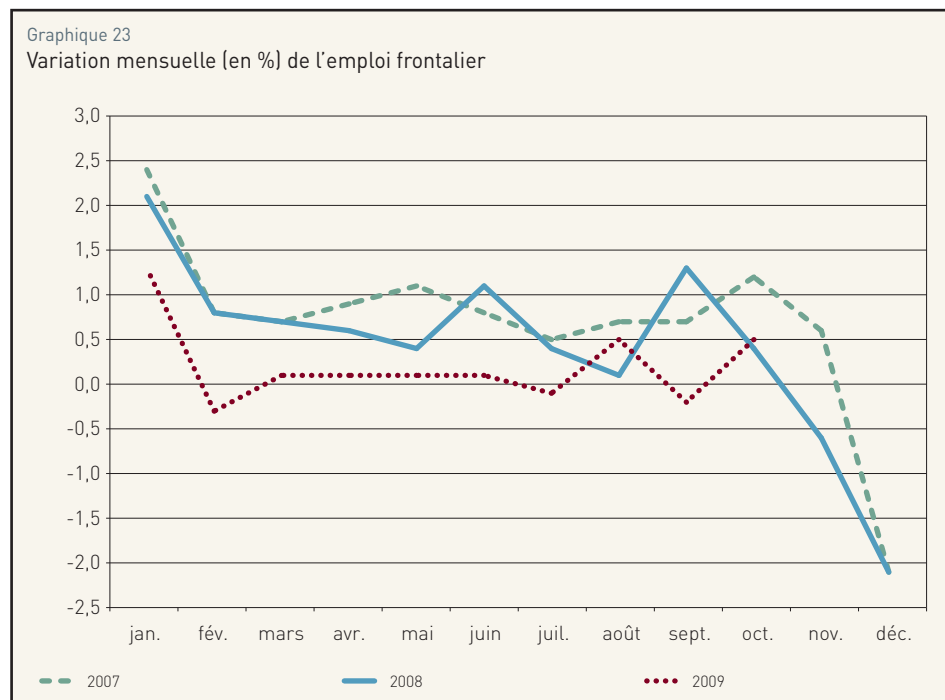
Source : Statec



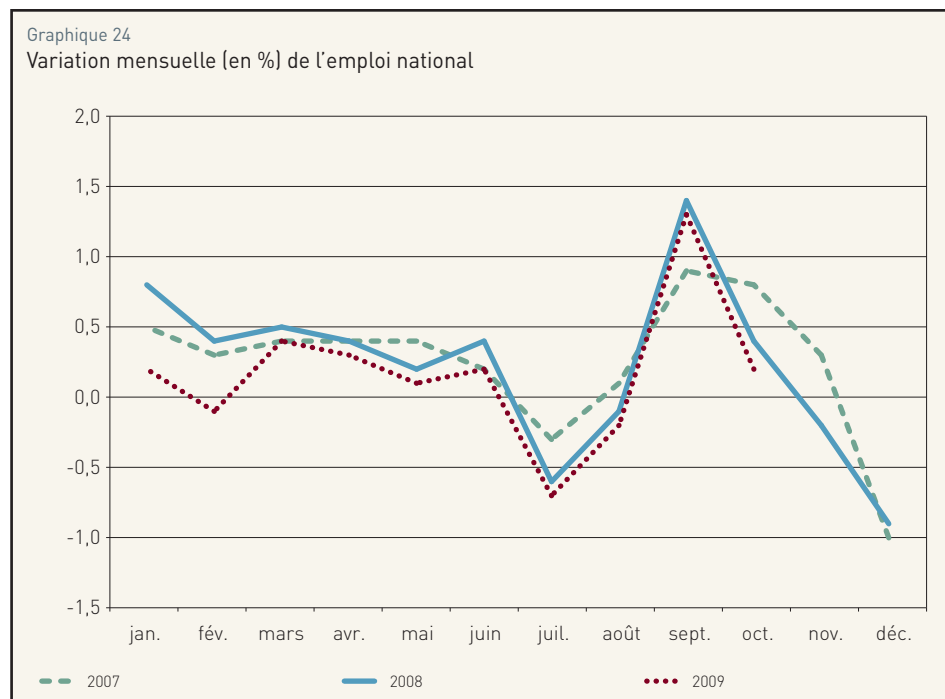
Source : Statec

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

64 % entre septembre 2008 et septembre 2009, ce qui confirme les statistiques relatives d'abord au ralentissement et ensuite à la baisse de l'emploi frontalier<sup>16</sup>. En effet, tandis que l'emploi frontalier a baissé en février par rapport à janvier et n'a plus augmenté par après jusqu'au mois de juillet (dernière observation définitive disponible), l'emploi des résidents a moins ralenti par rapport au profil intra-annuel habituel.



Source : IGSS



Source : IGSS

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

Tableau 11

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

	Emploi salarié *	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage « strict »	Taux de chômage « strict » ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage « large »
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,5%	5,2%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%
2007	4,6	0,5	4,4	7,9	2,3	2,3	4,4%	4,4%	6,1%
2008	5,0	2,4	4,8	7,2	3,2	3,2	4,4%	4,4%	5,7%
2008-T3	5,1	2,5	4,9	7,2	3,3	3,3	4,2%	4,4%	5,5%
2008-T4	4,2	2,0	4,1	5,7	2,9	3,3	4,7%	4,6%	6,0%
2009-T1	2,7	0,8	2,6	3,5	2,0	3,2	5,6%	5,2%	6,8%
2009-T3	0,5	1,1	0,5	0,0	0,9	2,4	5,6%	5,9%	6,9%
sep-08	5,3	2,7	5,2	7,4	3,6	3,7	4,3%	4,4%	5,6%
oct-08	4,7	2,3	4,6	6,5	3,2	3,4	4,5%	4,5%	5,8%
nov-08	3,9	2,0	3,8	5,3	2,7	3,0	4,7%	4,6%	5,9%
déc-08	4,0	1,8	3,9	5,3	2,9	3,5	5,0%	4,8%	6,2%
jan-09	3,3	1,1	3,2	4,5	2,3	3,3	5,5%	5,0%	6,7%
fév-09	2,6	0,6	2,4	3,4	1,8	3,0	5,6%	5,2%	6,9%
mars-09	2,2	0,6	2,1	2,7	1,8	3,2	5,5%	5,4%	6,8%
avr-09	1,9	1,2	1,8	2,1	1,6	3,0	5,5%	5,5%	6,8%
mai-09	1,6	1,7	1,6	1,8	1,5	2,8	5,4%	5,7%	6,7%
juin-09	1,0	1,4	1,0	0,7	1,2	2,7	5,4%	5,8%	6,7%
juil-09	0,7	1,1	0,7	0,3	1,1	2,6	5,5%	5,8%	6,8%
août-09	0,7	1,2	0,8	0,7	0,9	2,4	5,6%	5,9%	6,9%
sep-09	0,0	1,0	0,1	-0,8	0,7	2,2	5,7%	5,9%	7,1%
oct-09	-0,1	1,3	0,0	-0,7	0,5	2,1	6,0%	5,9%	7,3%

Sources : IGSS, STATEC, Eurostat et calculs BCL

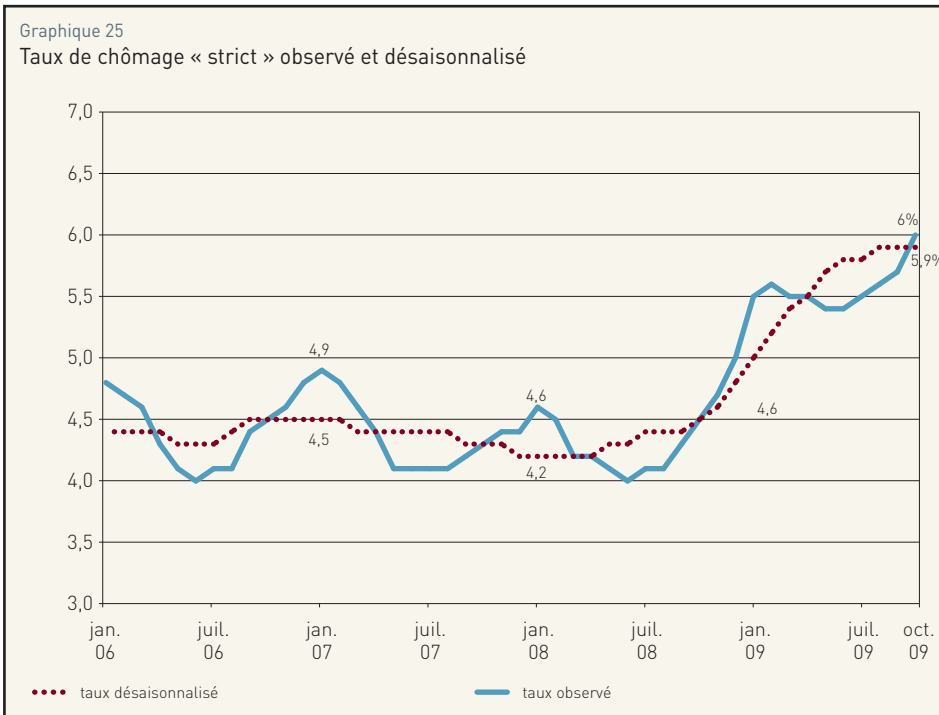
\* Les données d'août à octobre sont des estimations

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

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



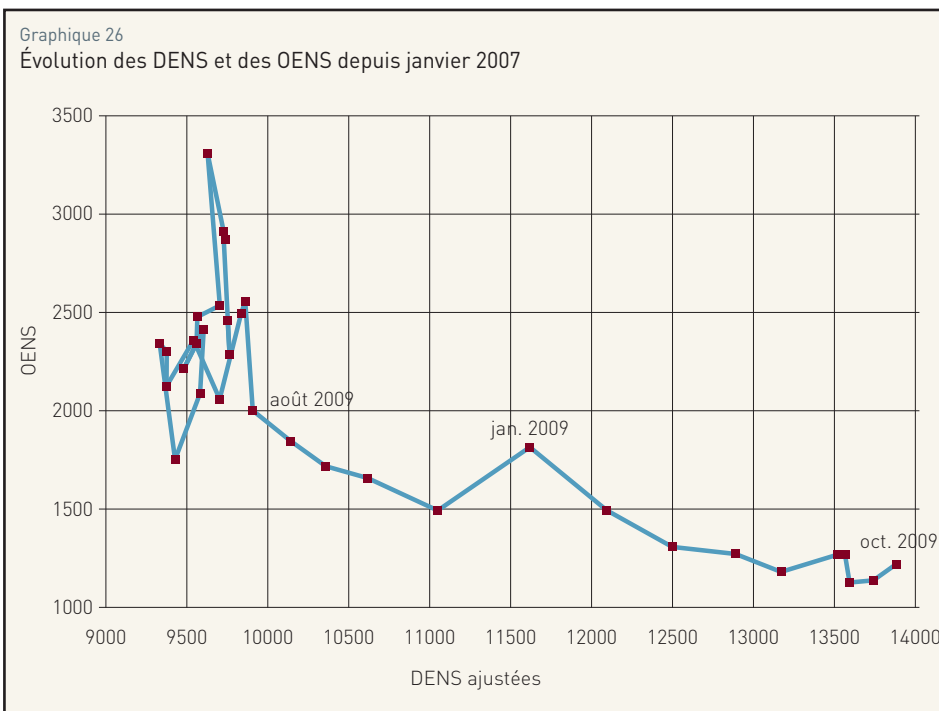
Graphique 25  
Taux de chômage « strict » observé et désaisonnalisé



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

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

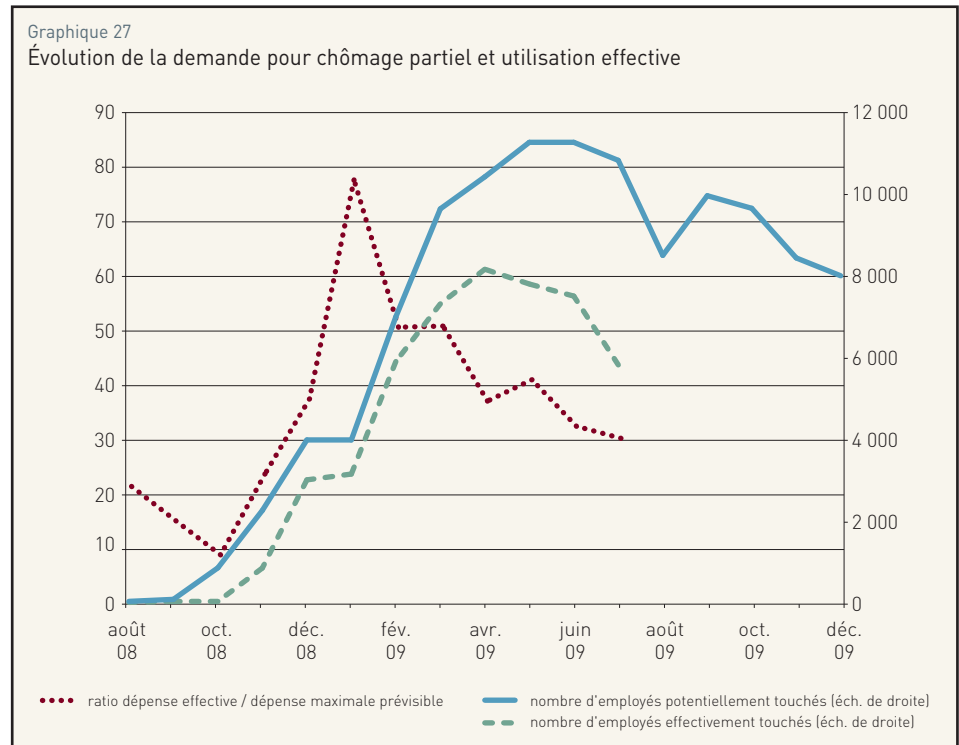
Graphique 26  
Évolution des DENS et des OENS depuis janvier 2007



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

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

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



Encadré 1

## QUELQUES RÉFLEXIONS SUR L'ÉVOLUTION DU COÛT SALARIAL UNITAIRE

La Chambre des Salariés (CdS) a récemment publié une note sur le niveau et l'évolution du coût salarial unitaire (CSU) au Luxembourg<sup>1</sup>. Pour la période s'étendant de 2002 à 2008, les auteurs détectent une baisse cumulée de 12% du CSU. Ceci serait la baisse des CSU la plus forte à travers l'UE (ensemble avec la Pologne). De plus, en 2008, le CSU du Luxembourg aurait été, à l'exception de la Slovaquie, le CSU le moins élevé dans l'UE en termes de niveaux.

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

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

$$CSU = \frac{\frac{\text{Rémunération}_{\text{des salariés}}}{\text{Emploi}_{\text{salariné}}}}{\text{PIB}} \quad \text{ou encore} \quad CSU = \frac{\text{Rémunération}_{\text{par salarié}}}{\text{Productivité}}$$

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

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

La CdS a utilisé dans ses calculs le PIB nominal, donc elle calcule le CSU réel<sup>2</sup>. Ce choix a comme conséquence un impact à la baisse de l'inflation (approximée par l'évolution du déflateur du PIB) sur l'évolution du CSU. Ceci contribue au résultat à première vue étonnant d'une baisse cumulée de 12 pp du CSU endéans 6 années. Le choix du PIB nominal se justifie par le fait que l'évolution des prix de leurs ventes – à côté de celle des volumes produits et vendus – est un des facteurs déterminants de la capacité des employeurs à payer les salaires. Il donne donc, en principe, une bonne image de la répartition du revenu (nominal) entre salariés d'une part et entreprises d'autre part.

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

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

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

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

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

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

Source : STATEC (Comptabilité nationale)

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

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

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

D'abord, il est inquiétant, pour la compétitivité internationale d'un pays particulièrement petit et à degré d'ouverture extrêmement élevé, que les augmentations des coûts salariaux soient compensées par les prix de vente plutôt que par la progression de la productivité. Si ces augmentations du niveau des prix ont en effet été de pair avec une croissance réelle impressionnante pendant de longues années<sup>4</sup> – témoignant d'une demande dynamique pour la production domestique – rien ne garantit une continuation de cette tendance dans un avenir aujourd'hui plus incertain que jamais. Tabler sur des augmentations futures élevées du déflateur du PIB semble donc peu opportun.

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



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

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

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

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

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

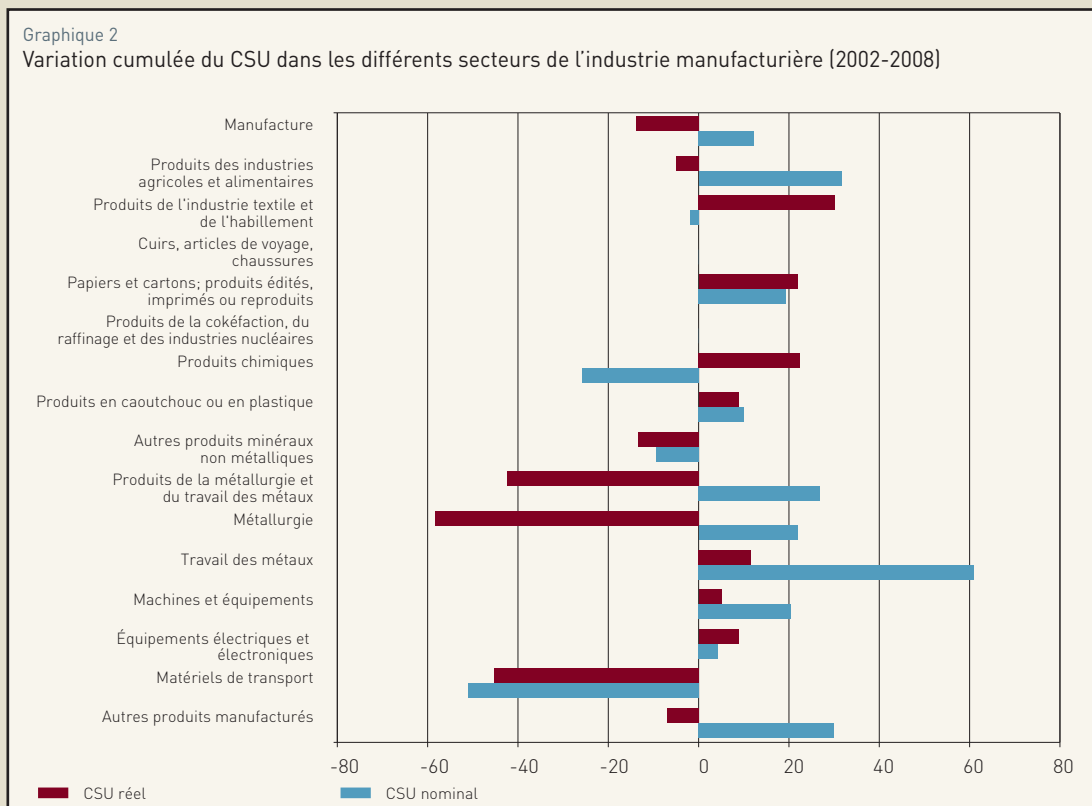
Variation annuelle du déflateur	Variation cumulée du déflateur (2002-2008)	Part relative dans le PIB nominal (2002)
Dépense de consommation finale	18,3	58,4
Dépense de consommation finale des ménages	17,4	40,4
Dépense de consommation finale des Admin. Publiques	22,8	16,5
Formation brute de capital	6,3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

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

Pour la comparaison internationale du *niveau* du CSU, il s'ajoute une difficulté particulière. En effet, il peut toujours exister, malgré les efforts substantiels entrepris par Eurostat, l'OCDE et les Nations Unies, des définitions nationales divergentes des différentes variables faisant partie du CSU. Pour les pays ne faisant pas encore partie de la zone euro et disposant donc toujours d'une propre monnaie nationale, les comparaisons sont particulièrement difficiles, d'autant plus que les monnaies nationales peuvent bien évidemment être significativement sur- ou sous-évaluées et caractérisées par des fluctuations non négligeables. Les chiffres étant plus homogènes et cohérents sur le plan national qu'en comparaison internationale, il semble plus sûr de se limiter à une comparaison internationale des profils d'évolution au cours du temps du CSU<sup>5</sup>.

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

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



En résumé, il convient de noter que

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

## 2.7 LE SECTEUR FINANCIER

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

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

Tableau 12

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

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

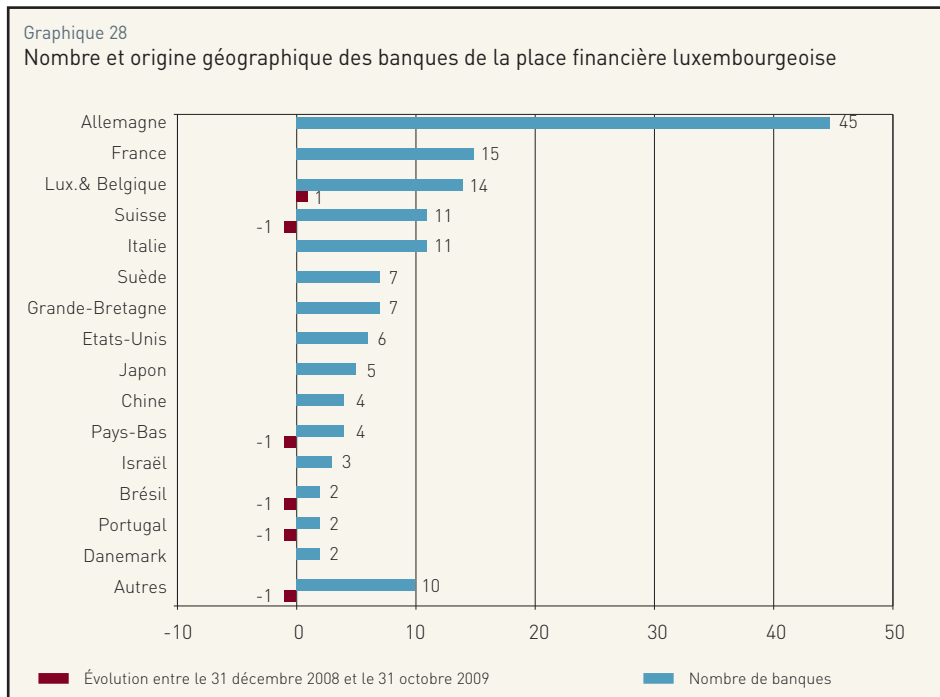
Source : BCL

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

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

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

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



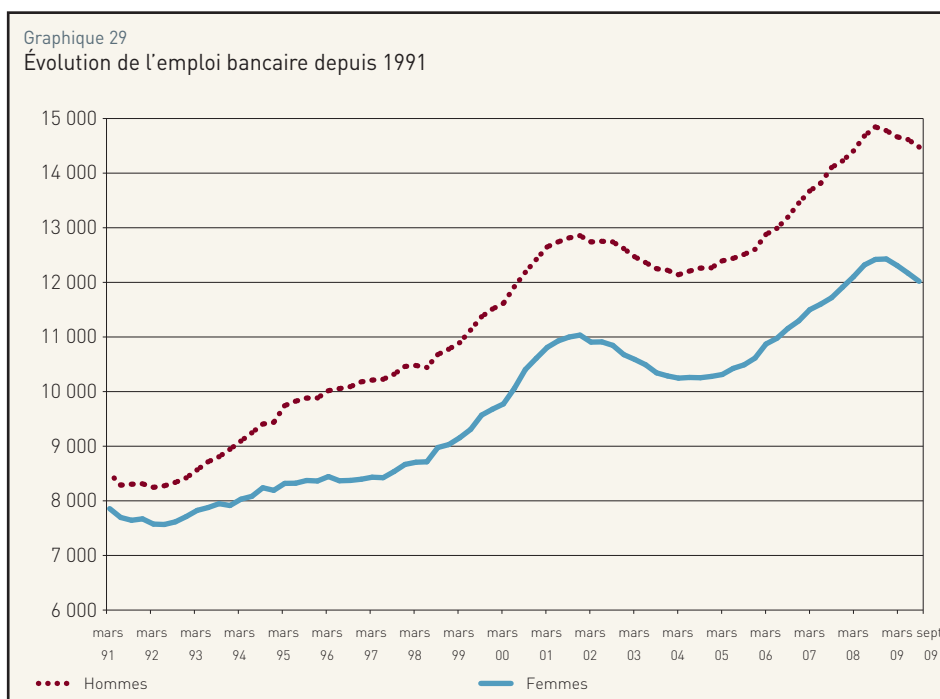
Source : BCL

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

Avec un effectif de 27 269 personnes, l'emploi bancaire au Luxembourg avait atteint son plus haut niveau historique en septembre 2008, au plus fort de la crise financière. Depuis lors, l'effectif dans les banques luxembourgeoises n'a cessé de se contracter pour atteindre 26 499 personnes au 30 septembre 2009.

Ainsi, au total, 770 emplois ont été supprimés par la place bancaire entre septembre 2008 et 2009, engendrant une baisse de l'effectif de 2,8%. Dans la mesure où seule une partie des réductions d'emplois envisagées a pour l'instant trouvé une traduction dans les faits, cette tendance baissière est appelée à se prolonger dans les trimestres à venir.

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



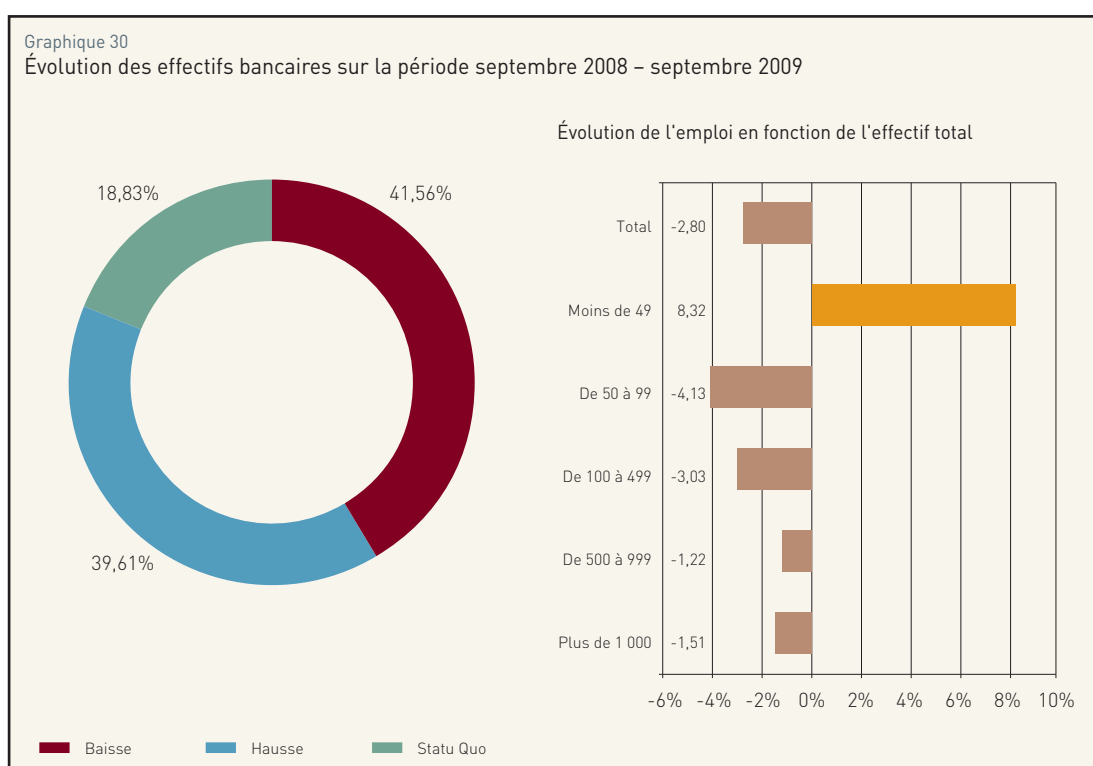
Source : BCL



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

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

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



Source : BCL

### 2.7.3 Le bilan des établissements de crédit

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

Encadré 2

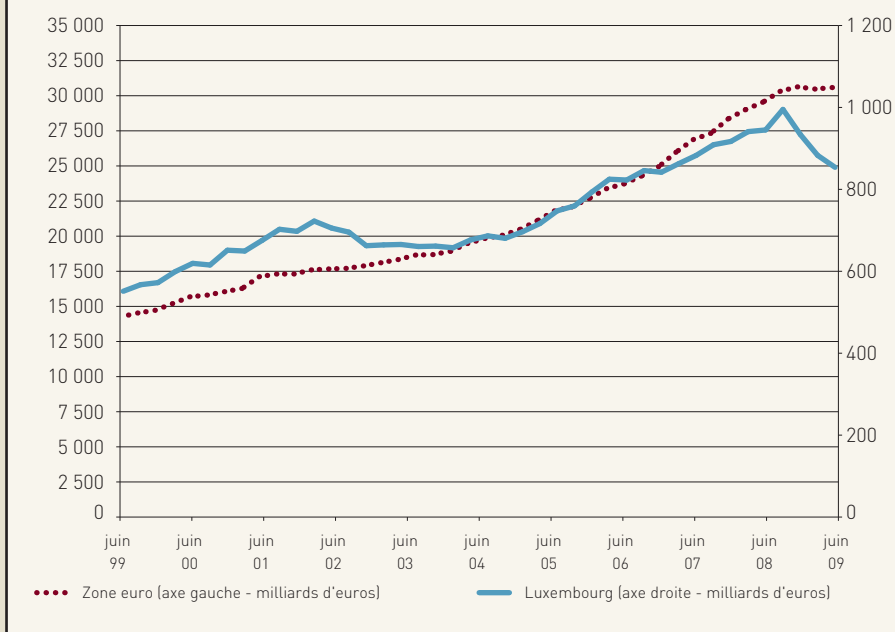
## ANALYSE COMPARATIVE DE L'ÉVOLUTION DE LA SOMME DE BILAN ET DES POSITIONS INTER-IFM DES BANQUES DE LA ZONE EURO ET DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES

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

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

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

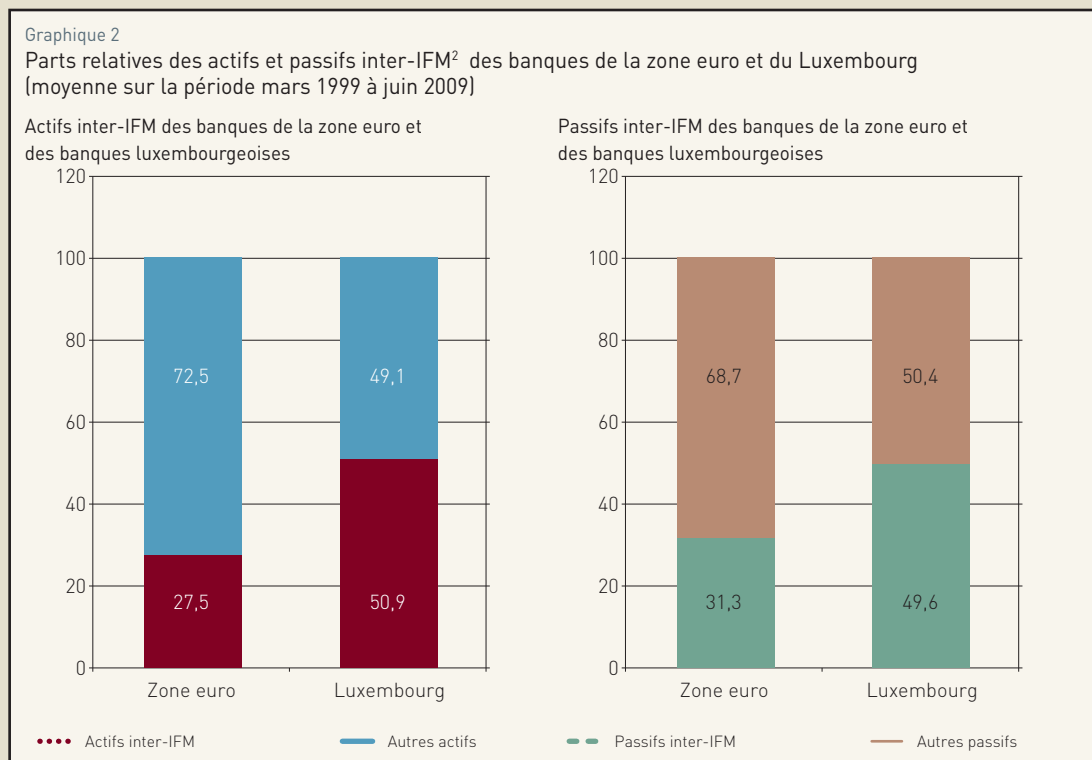
Graphique 1  
Évolution de la somme de bilan des banques de la zone euro et des banques luxembourgeoises



Source : BCL

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

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



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

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

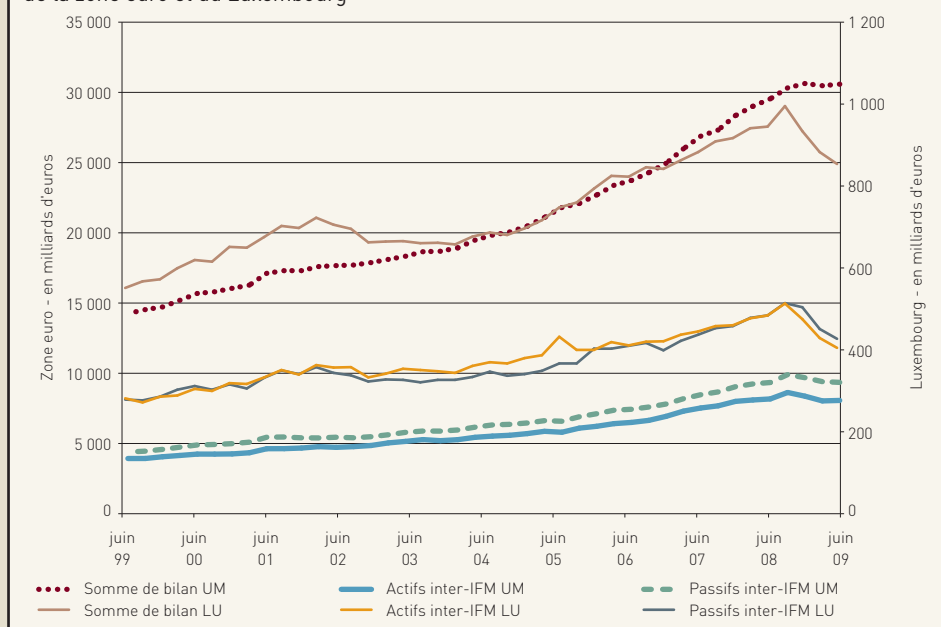
Dans le contexte, on note que la baisse des positions inter-IFM est plus aiguë à Luxembourg qu'au niveau de la zone euro. En effet, tel qu'il ressort du graphique qui suit, au niveau de l'ensemble de la zone euro, les positions inter-IFM étaient en baisse de 23,3% sur un an au Luxembourg contre 4,3%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

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

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

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

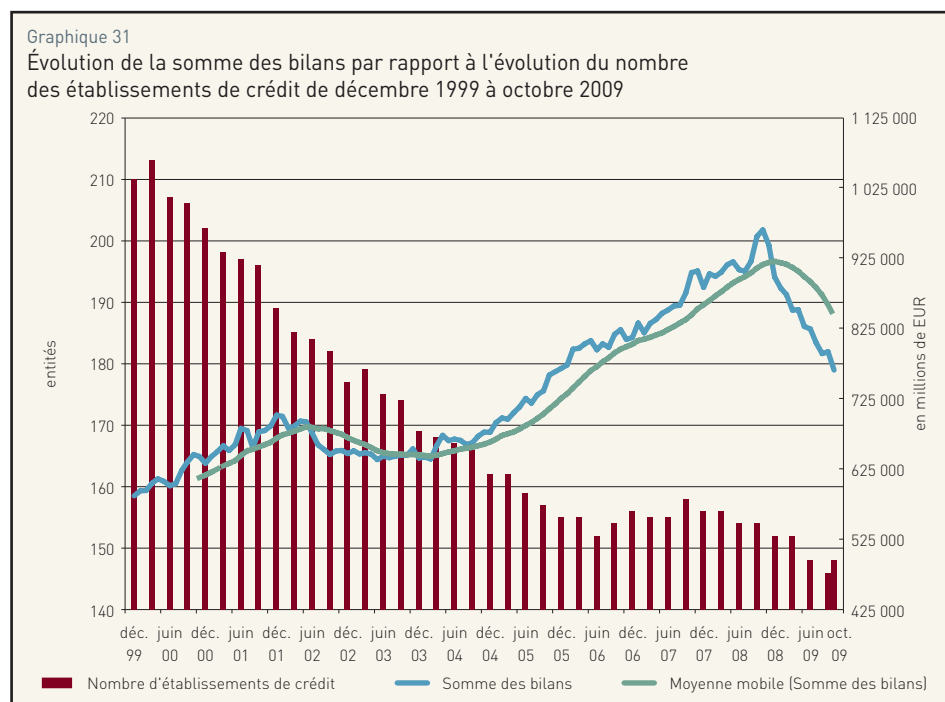
Graphique 3  
Évolution de la somme de bilan et des actifs et passifs inter-IFM des banques de la zone euro et du Luxembourg



Source : BCL

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

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



Source : BCL

### La structure et les composantes des bilans agrégés

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

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

Tableau 13

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

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

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

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

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

Tableau 14

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

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

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

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

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

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

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

Au 31 octobre 2009, 80 937 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Comme les autres actifs, les autres passifs sont influencés par les nouvelles normes IAS/IFRS appliquées dès janvier 2008. Il en découle un recul de 12 476 millions d'euros (-13,4%) entre octobre 2008 et octobre 2009.

#### Les crédits à la clientèle non-bancaire

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

#### Les crédits aux résidents

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

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

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

Source : BCL

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

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

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

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

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

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

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

#### Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

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

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, la clientèle non-bancaire en provenance des autres pays membres de la zone euro se caractérise par le poids important que revêtent les sociétés non financières. Ainsi, leur part relative s'élevait à 58,0 % au 31 octobre avec un encours de 46 073 millions d'euros. L'évolution de ce dernier montre une tendance défavorable (-5,1 %, 2 462 millions d'euros) sur un an, avec un tassement de 1,3 % entre septembre et octobre 2009. Par ailleurs, les 12 derniers mois écoulés



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

Tableau 16

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

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

Source : BCL

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

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

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

#### Les crédits aux résidents du reste du monde

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

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

Tableau 17

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

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

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits

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

## Les dépôts de la clientèle non-bancaire

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

## Les dépôts des résidents

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

Tableau 18

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

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

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

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

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

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

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

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

Tableau 19

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

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

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

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

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

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

#### Les dépôts des résidents du reste du monde

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

Tableau 20

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

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

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

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

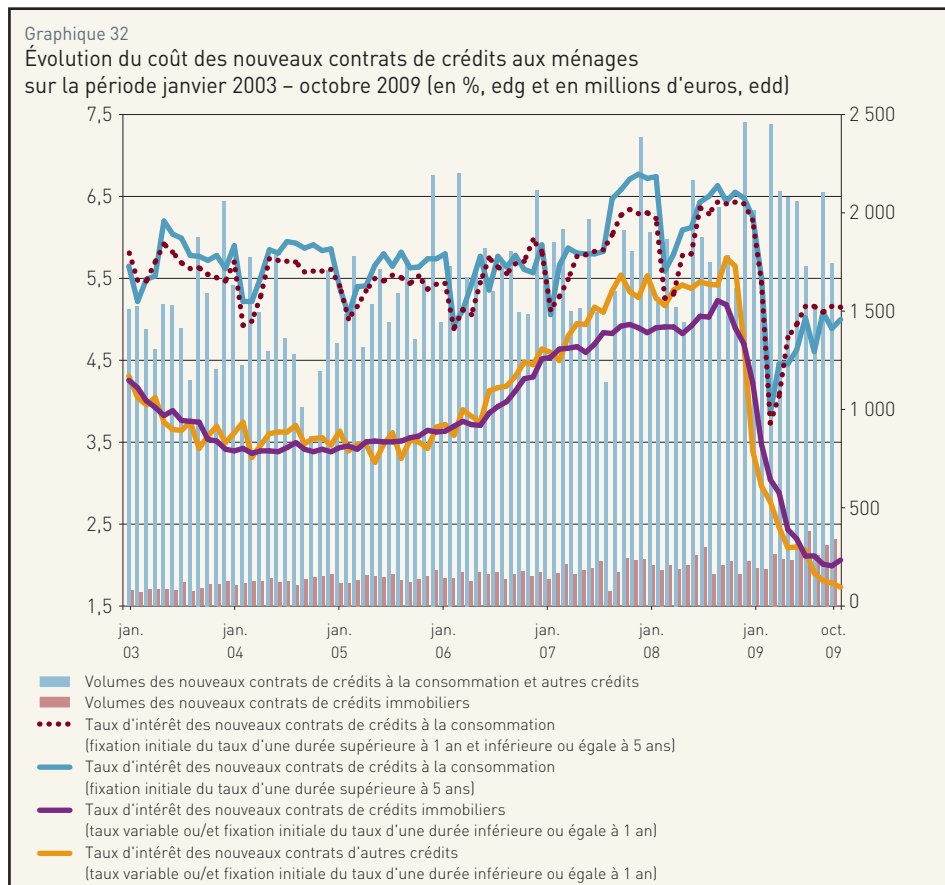
Les dépôts des ménages, quant à eux, s'élevaient à 14 455 millions d'euros au 30 septembre 2009, soit une baisse de 2 495 millions d'euros ou 14,7% sur un an. Cette tendance se confirme au troisième trimestre 2009 avec une baisse nette de 507 millions d'euros (3,4%). Les dépôts des administrations publiques,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

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

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

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

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



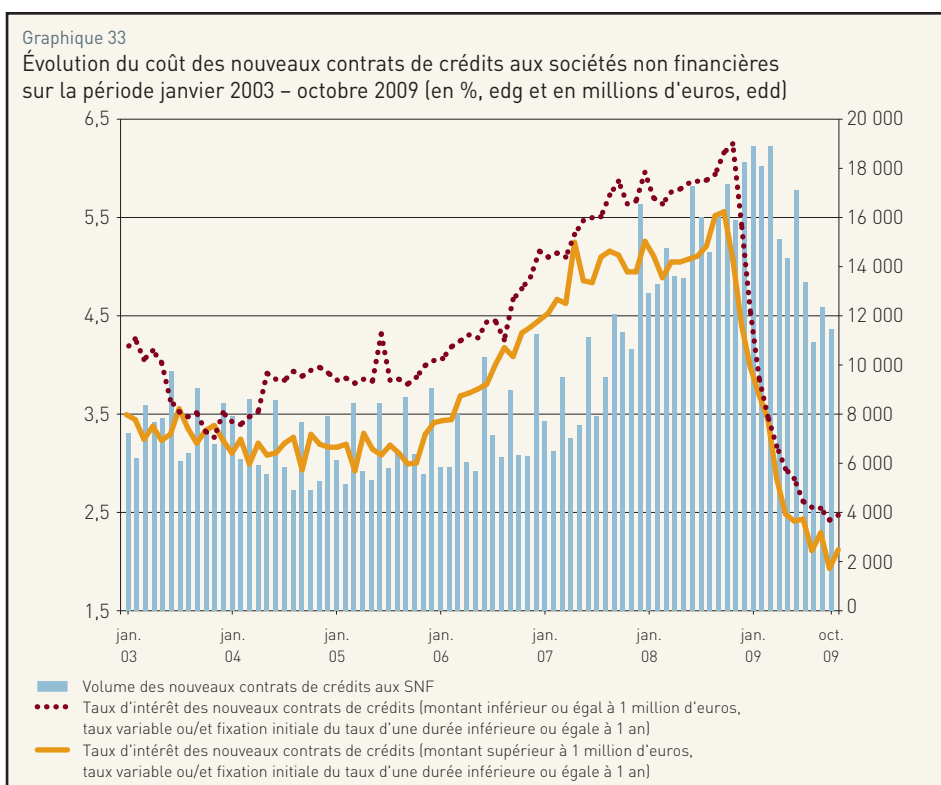
Source : BCL

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

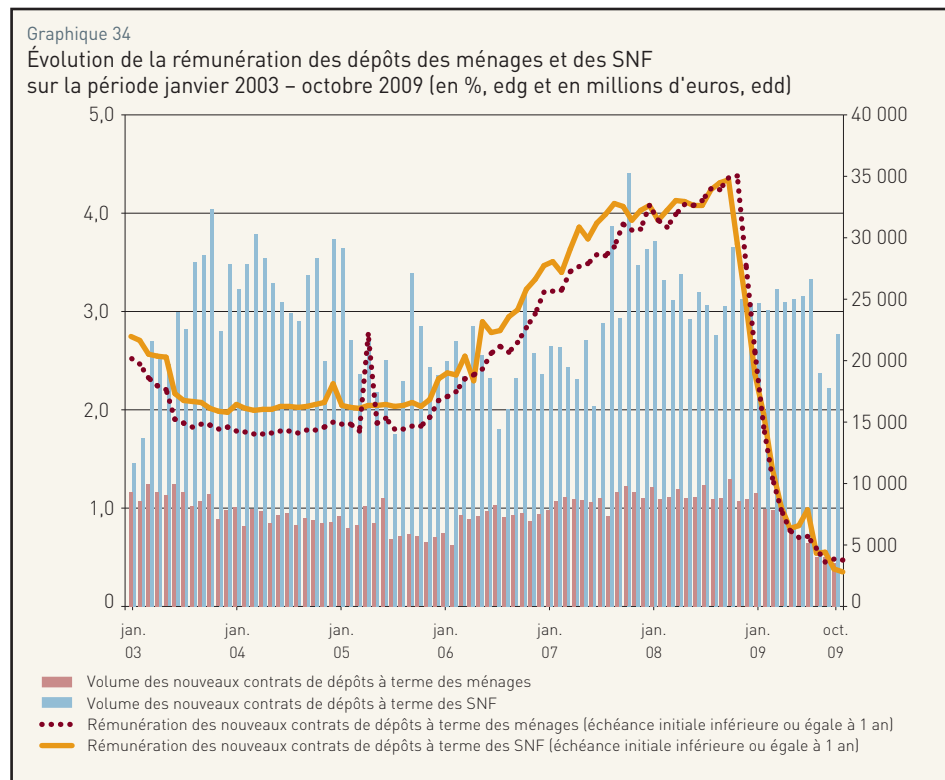
La catégorie des autres crédits, c'est-à-dire des crédits qui ne correspondent ni à des crédits immobiliers, ni à des crédits à la consommation, affichait une baisse de 391 points de base entre octobre 2008 (5,64%) et octobre 2009 (1,73%).

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

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



Source : BCL



Source : BCL

### 2.7.5 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

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

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

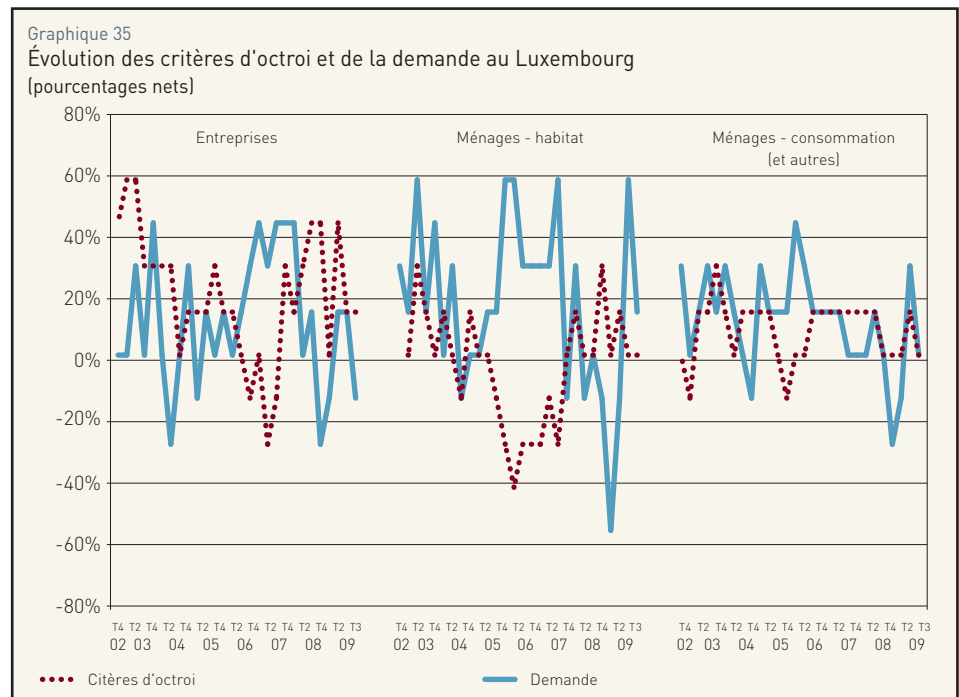
Les données les plus récentes datent du troisième trimestre 2009. Les résultats luxembourgeois relatifs au secteur des ménages demeurent plus propices que ceux de la zone euro dans son ensemble, notamment en ce qui concerne l'évolution des critères d'attribution de crédits. Les résultats relatifs au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

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

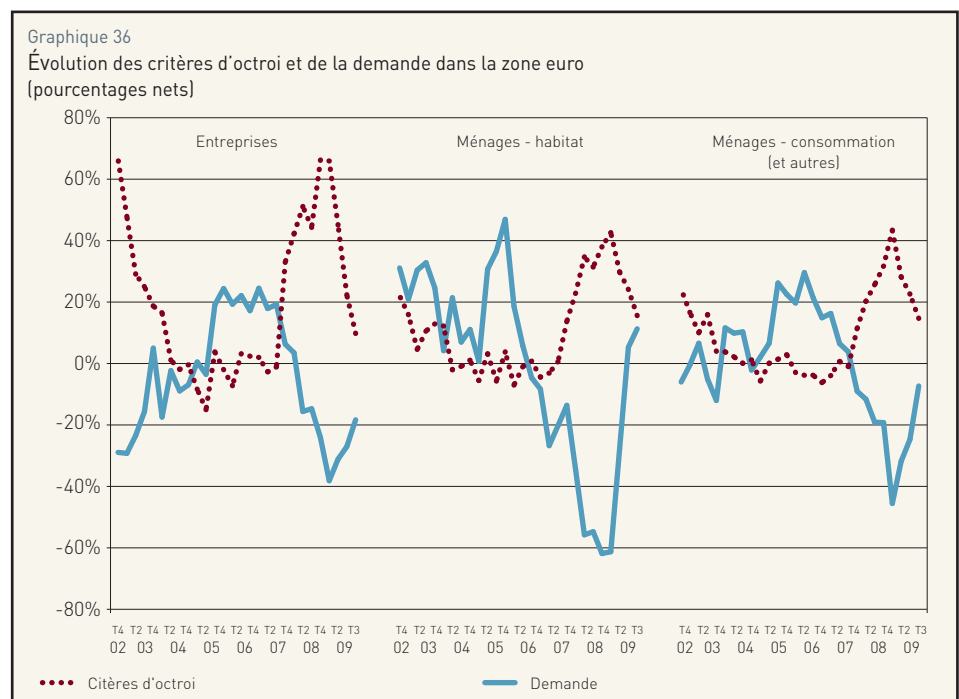
**Entreprises :** La politique de crédit des banques a continué dans son orientation plus restrictive au troisième trimestre 2009. Néanmoins, les pourcentages nets sont très faibles au Luxembourg (+14 %, soit l'équivalent d'une seule banque). Les pourcentages nets enregistrés au niveau de la zone euro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

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

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




Source : BCL



Source : BCE





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

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

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

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

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

Encadré 3

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

Depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, plusieurs analyses ou encadrés sur l'évolution des crédits au Luxembourg ont été publiés. Cet encadré présente une mise à jour du dernier encadré publié dans cette série, paru en septembre dans le Bulletin BCL 2009/02.

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

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

## LES CRÉDITS AUX MÉNAGES

Le Graphique 1 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou variations de stocks<sup>1</sup> (calculés à partir des données *BSI*) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels. Les dernières données confirment que les variations de stocks ont repris de la vigueur courant 2009. Par rapport à la période moins favorable qui s'étend d'août 2008 à février 2009, l'évolution des flux est très propice et va dans le sens d'un retournement du cycle de crédit immobilier.

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

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

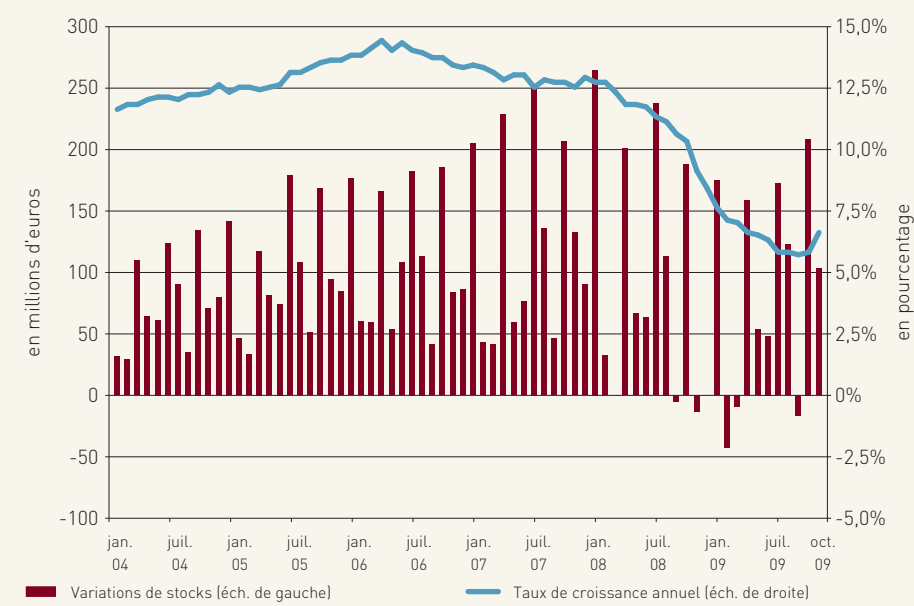
L'évolution des nouveaux contrats conclus, disponibles dans le cadre de la collecte *MIR*, va également dans le sens d'un renforcement de la dynamique de crédit; à rappeler que certaines différences méthodologiques existent toutefois par rapport aux flux mensuels représentés dans les graphiques<sup>2</sup>. En effet, les nouveaux crédits immobiliers accordés aux ménages ont fortement progressé en 2009, notamment à partir du mois de mars. En juillet, les crédits immobiliers nouvellement accordés s'élevaient à 416 millions d'euros; il s'agit du montant le plus important enregistré depuis le début de la collecte *MIR*. Entre août et octobre, la somme des nouveaux contrats conclus s'éleva à 981 millions d'euros, soit 327 millions d'euros par mois. En guise de comparaison, en 2008 la moyenne mensuelle des nouveaux contrats s'éleva à 241 millions d'euros.

Quant aux taux d'intérêt appliqués aux crédits immobiliers, le coût des nouveaux contrats à taux variable a nettement reculé depuis fin 2008 pour atteindre 2,06% en octobre<sup>3</sup>. A noter qu'entre juin et octobre, les taux variables appliqués aux crédits immobiliers nouvellement accordés se sont établis entre 1,99% et 2,11%; à rappeler que le dernier abaissement des taux directeurs de l'Eurosystème fut en mai.

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

Graphique 1

## Les crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg



Source : BCL

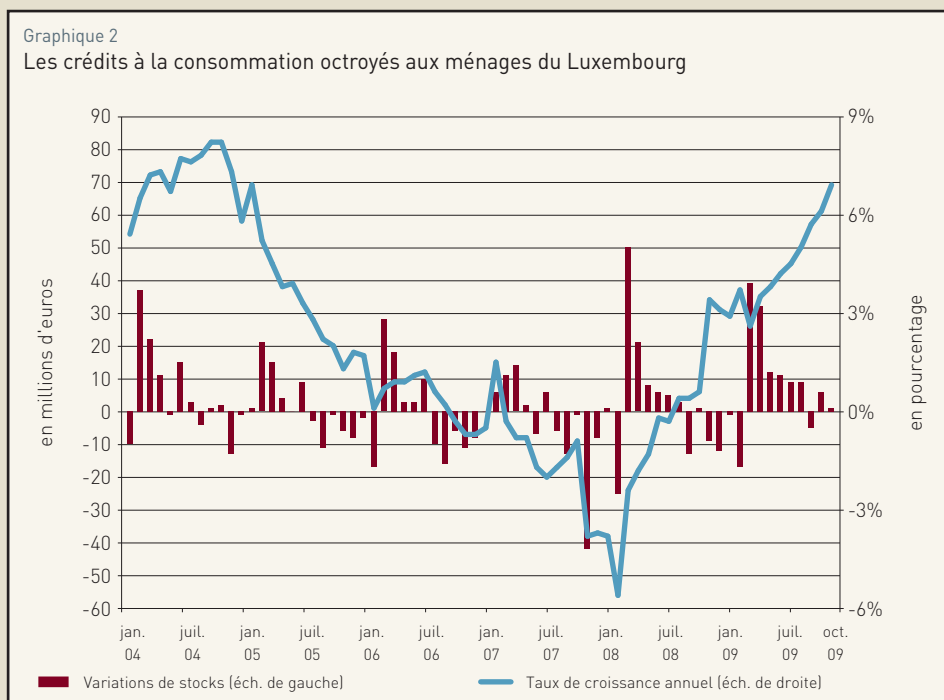
1 Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours (corrigés des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).

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

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

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

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



Source : BCL

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

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

## LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

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

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

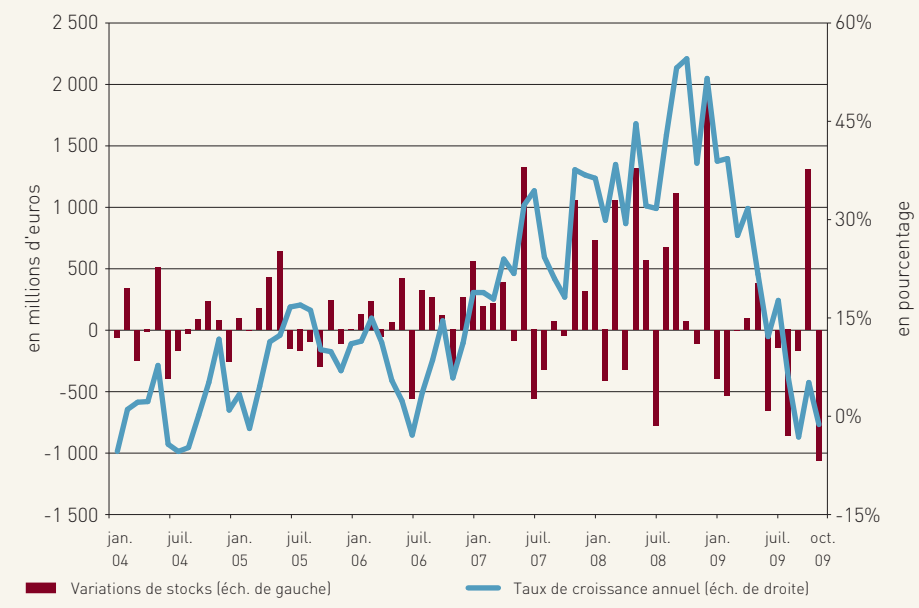
Du côté des données *MIR*, les crédits à la consommation nouvellement accordés demeurent également importants: sur les dix premiers mois de l'année, 676 millions d'euros ont été accordés. En guise de comparaison, la somme des crédits à la consommation

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

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

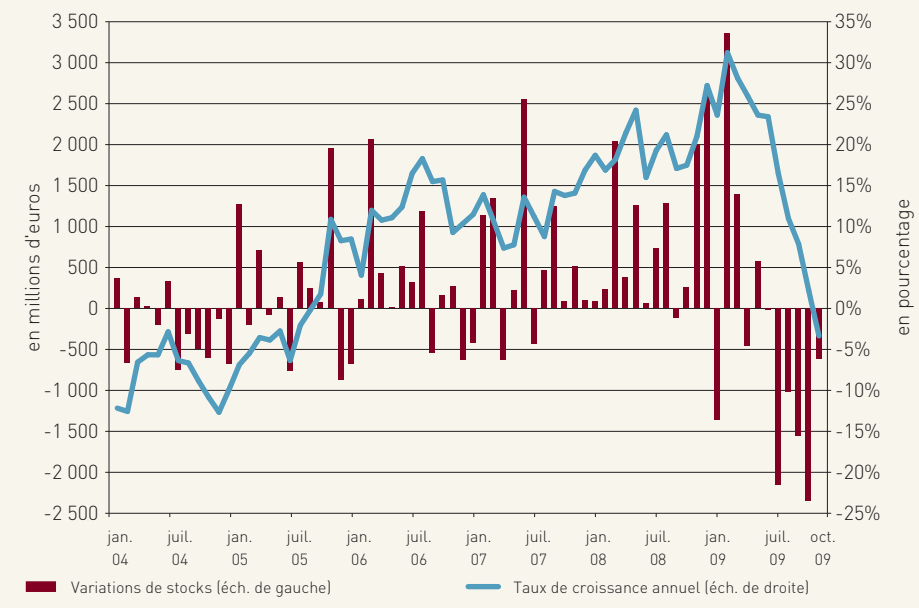
Le ralentissement de la dynamique de crédit est également discernable au niveau des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte *MIR*, notamment pour ce qui est des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros. Depuis le début de l'année, les volumes mensuels des crédits nouvellement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

Graphique 3  
Les crédits aux entreprises du Luxembourg



Source : BCL

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



Source : BCL

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

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

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

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

## CONCLUSIONS

Cet encadré permet donc de tirer les conclusions suivantes :

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

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

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

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

Tableau 21

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


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

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

Source : BCL

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tableau 22

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

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

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

Source : BCL

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

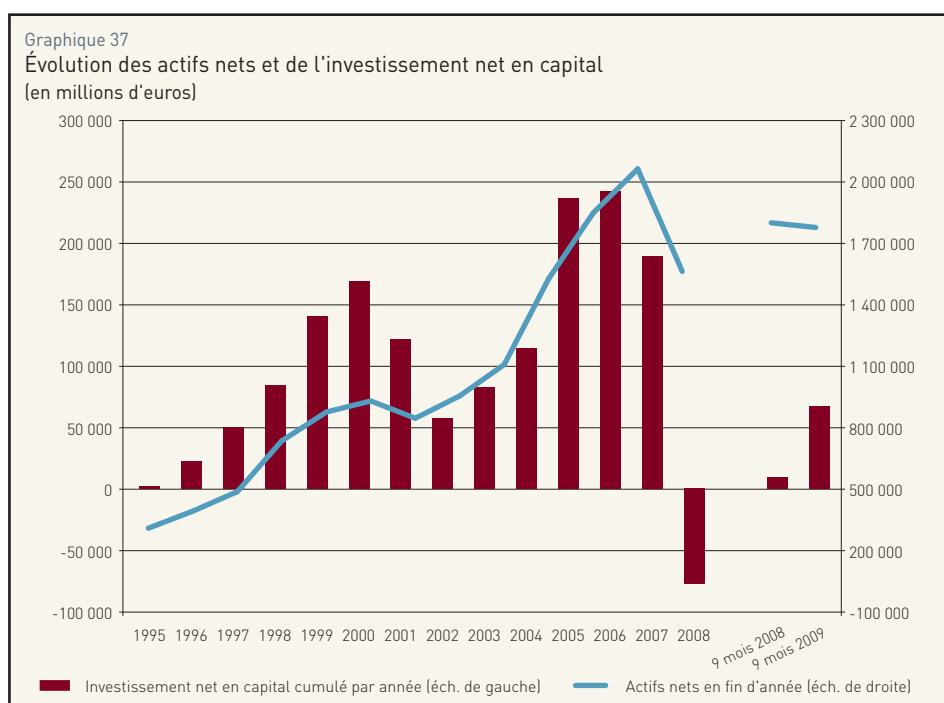


## 2.7.7 Les organismes de placement collectif

### L'évolution du nombre des OPC

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

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



Source : CSSF

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

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

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

Tableau 23

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compartiments	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital <sup>1)2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>2)3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2008									
jan.	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9	-108 254	-5,3
fév.	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8	11 704	0,6
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7	-67 400	-3,4
avril	3 083	11 602	1 964 076	17 993	50 638	-2 920	-0,1	68 631	3,6
mai	3 105	11 716	1 996 959	15 709	17 174	-27 703	-1,4	32 883	1,7
juin	3 153	11 797	1 902 092	-15 346	-79 521	-144 930	-7,1	-94 867	-4,8
juil.	3 220	11 964	1 896 357	9 644	-15 379	-156 620	-7,6	-5 735	-0,3
août	3 284	12 110	1 917 993	3 149	18 487	-117 301	-5,8	21 636	1,1
sep.	3 322	12 234	1 796 696	-28 362	-92 934	-262 448	-12,7	-121 297	-6,3
oct.	3 351	12 300	1 647 028	-69 109	-80 558	-476 491	-22,4	-149 668	-8,3
nov.	3 364	12 374	1 604 237	-6 873	-35 918	-459 560	-22,3	-42 791	-2,6
déc.	3 372	12 325	1 559 653	-10 237	-34 347	-499 742	-24,3	-44 584	-2,8
2009									
jan.	3 398	12 278	1 571 534	3 458	8 423	-379 607	-19,5	11 881	0,8
fév.	3 402	12 255	1 530 291	-4 375	-36 868	-432 554	-22,0	-41 243	-2,6
mars	3 396	12 200	1 526 563	-226	-3 502	-368 882	-19,5	-3 728	-0,2
avril	3 415	12 177	1 592 932	7 005	59 364	-371 144	-18,9	66 369	4,3
mai	3 425	12 172	1 619 269	8 080	18 257	-377 690	-18,9	26 337	1,7
juin	3 435	12 172	1 631 256	4 272	7 715	-270 836	-14,2	11 987	0,7
juil.	3 438	12 164	1 706 030	22 448	52 326	-190 327	-10,0	74 774	4,6
août	3 449	12 198	1 739 417	16 128	17 259	-178 576	-9,3	33 387	2,0
sep.	3 457	12 207	1 773 834	10 467	23 950	-22 862	-1,3	34 417	2,0

Source : CSSF

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

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

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



## Les OPC monétaires

### Le nombre de compartiments

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

### La somme du bilan

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

### La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et de titres de créance dont l'échéance initiale et/ou résiduelle n'excède pas 12 mois.

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

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

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

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

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

Source : CSSF

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

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

## 2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

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

L'impact négatif de la chute de la demande mondiale est mieux perceptible au travers des évolutions en volume du commerce extérieur. Les exportations se sont ainsi réduites de 23 % à la fois au premier et au deuxième<sup>17</sup> trimestre 2009, après avoir déjà baissé de 14 % au dernier trimestre 2008. Il en est de même des volumes importés qui ont décliné de 14 % et de 16 % respectivement au premier et au deuxième

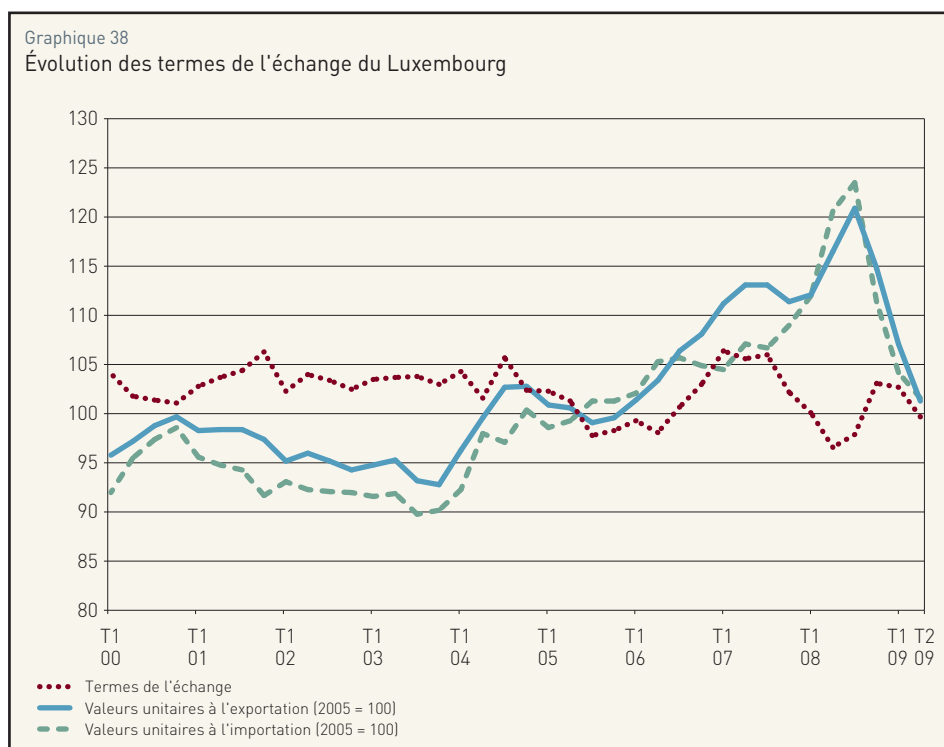
17 A la date d'arrêt de ce bulletin, les données sur les indices des volumes et des valeurs relatifs au troisième trimestre 2009 n'étaient pas disponibles.

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

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

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

Source : STATEC

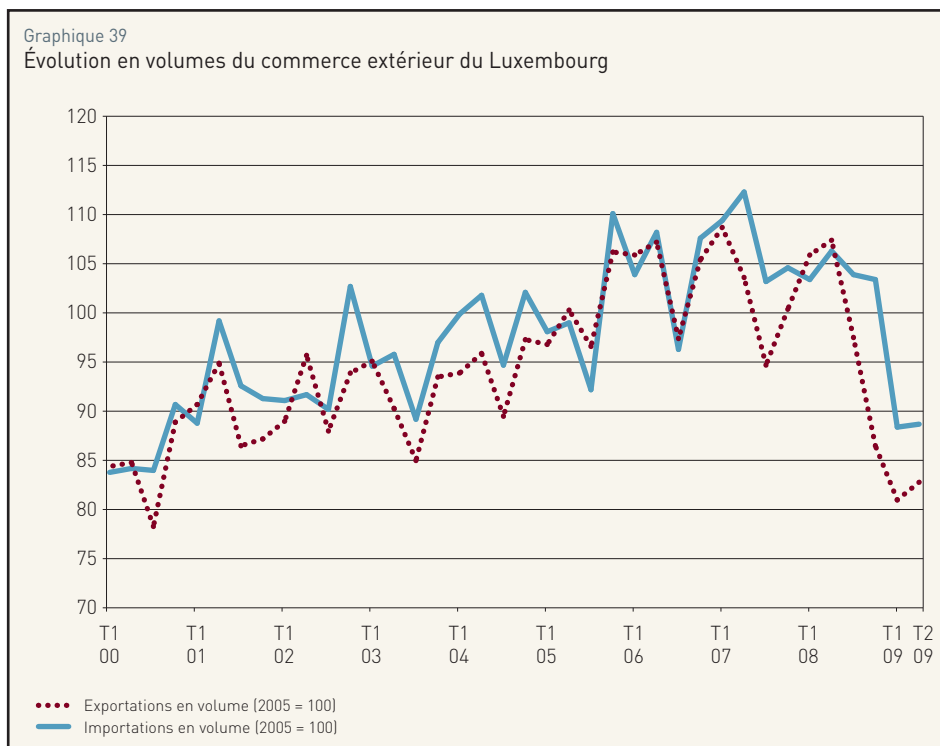


Source : Statec

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

de transport ainsi que de divers articles manufacturés. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont chuté de 30% sur les trois premiers trimestres de 2009. Les livraisons vers les autres pays d'Europe ont baissé de 27% sur la même période. Les ventes en dehors du continent européen ont moins reculé, voire augmenté dans certains cas (-4,3% pour celles à destination d'Asie et +5,7% pour celles à destination d'Amérique).

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




Source : Statec

## 2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

### 2.9.1 Le compte courant

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

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



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

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

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

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

## 2.9.2 Le compte financier

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

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

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

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

Tableau 26  
Balance des paiements du Luxembourg

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

Encadré 4

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

A côté des instruments classiques de politique monétaire, opérations principales de refinancement<sup>1</sup> (MRO) et opérations de refinancement à plus long terme<sup>2</sup> (LTRO) qui sont conduites par l'Eurosystème de manière régulière, les banques centrales ont annoncé des mesures concertées en vue d'accroître sensiblement le potentiel d'approvisionnement des institutions financières en liquidités libellées en dollar américain (USD) dans le but de répondre aux tensions persistantes observées sur les marchés monétaires suite à la crise financière. Les opérations concernées en USD sont des opérations swap qui ont été décidées par le « Federal Open Market Committee of the Federal Reserve of the United States » ensemble avec le Conseil des Gouverneurs de la BCE.

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

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



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

Le présent encadré a pour objet de présenter l'impact statistique de ces instruments financiers d'approvisionnement en liquidités libellées en dollars (USD) ou encore en francs suisses (CHF) sur la balance des paiements, la position extérieure globale et finalement le «Modèle élargi du Fonds Monétaire International sur les avoirs de réserves» détenus par la BCL<sup>3</sup>.

### OPÉRATIONS DE CHANGE À TERME EN USD

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

### OPÉRATIONS DE CHANGE À TERME EN CHF

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

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

Le BPM5<sup>4</sup> a introduit une composante spécifique dans la balance des paiements et la position extérieure globale qui est celle des avoirs de réserve<sup>5</sup>. Les avoirs de réserve sont ceux détenus par les autorités monétaires d'un pays (ou d'une zone monétaire) pour faire face aux besoins de financement de la balance des paiements et l'intervention sur les marchés de change. Afin de pouvoir jouer ce rôle, ces avoirs financiers doivent exister (les lignes de crédit sont donc par exemple exclus) et être sous le contrôle effectif de la banque centrale et finalement, être disponibles en cas de besoin. Dans le cas de la BCL on y inclut donc les devises en monnaies étrangères convertibles (c'est-à-dire les titres en devises et dépôts auprès des banques centrales et de la BRI<sup>6</sup>), l'or (y compris les créances résultant d'opérations sur or), les droits de tirage spéciaux (DTS) ainsi que de la Position de réserve au Fonds Monétaire International (FMI).

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

4 Balance of payments Manual 5 (FMI)

5 Cf. tableau 10.6 sur [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) et cf. rapport annuel 2007 de la BCL pages 91-93

6 Banque des règlements internationaux (Bâle)

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

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

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

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

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

### IMPACT AU NIVEAU DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

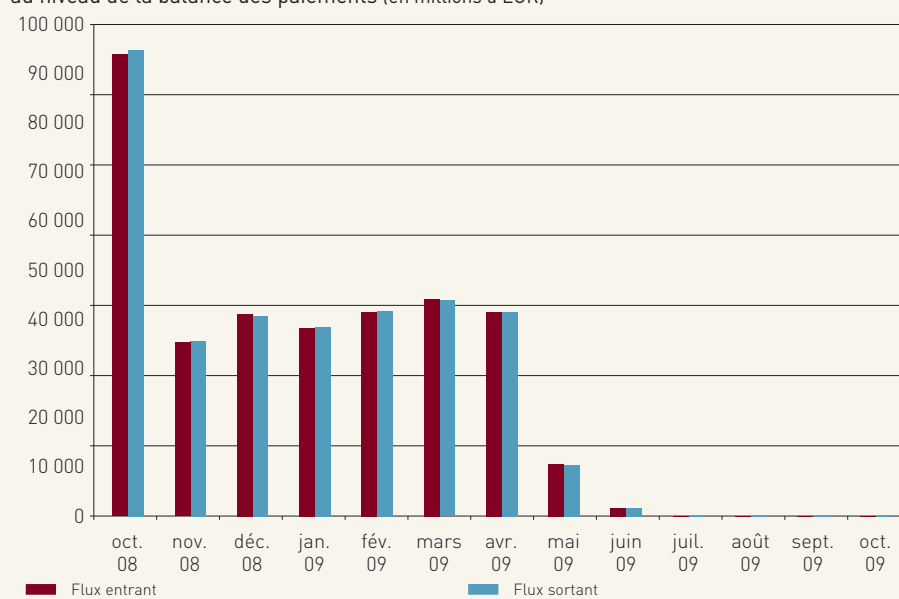
La balance des paiements relevant les flux au débit (achat de titres et paiement sortant) et au crédit (vente de titres et paiement entrant) retient uniquement les paiements réels ayant lieu suite à une transaction et durant un mois de calendrier.

Il importe de faire une différence entre les flux nets

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

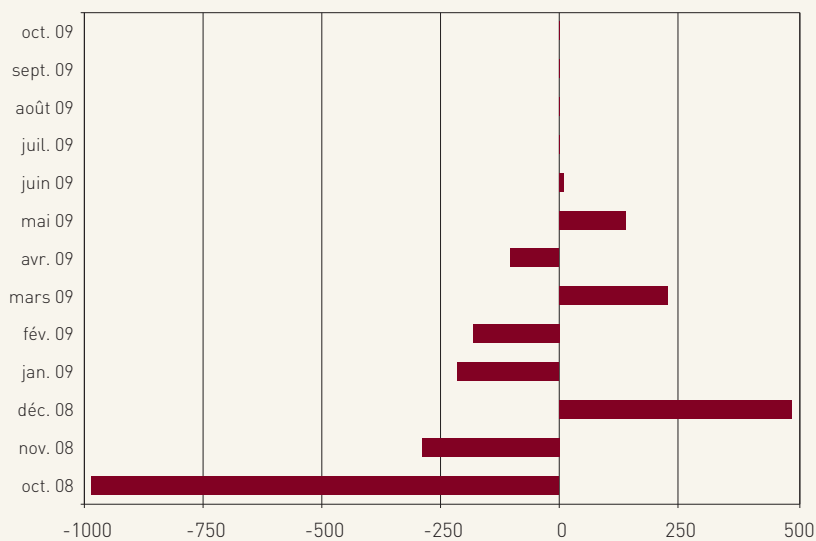
dégagés par ces opérations et la position en fin de mois renseignée au niveau du modèle élargi du FMI. En effet, les flux nets calculés

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



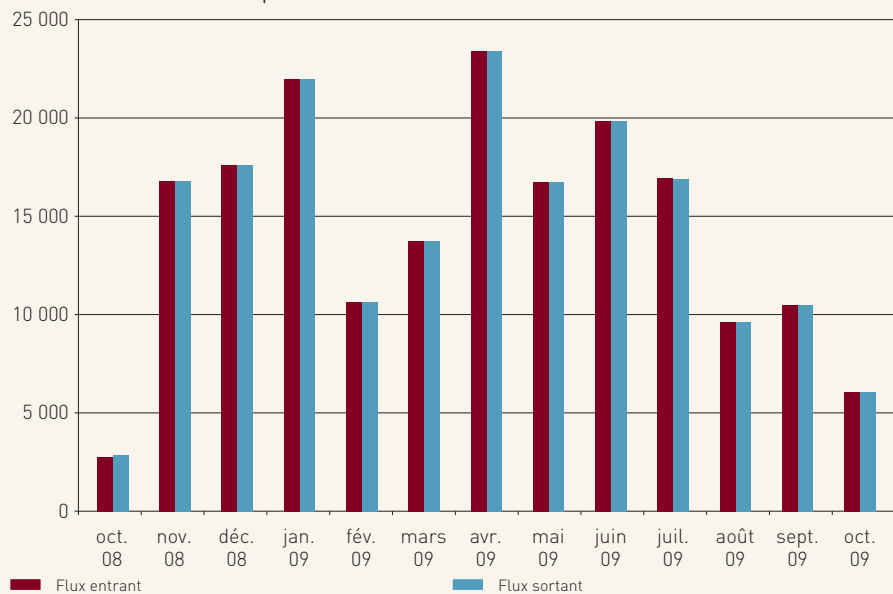
pour cet encadré sont basés sur les flux mensuels journaliers réels convertis suivant le cours de change EUR/USD, alors que les encours renseignés au niveau du tableau 10.7 doivent respecter la méthodologie du FMI et de la BCE qui ont recours à des méthodes d'évaluation telles que la valeur actuelle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

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



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

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



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

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

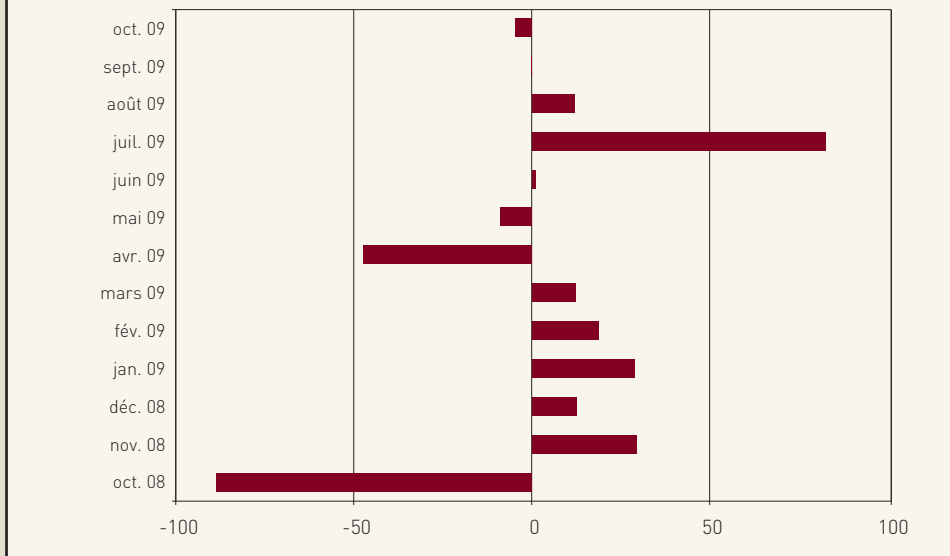
IMPACT AU NIVEAU DE LA POSITION EXTÉRIÈRE GLOBALE

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

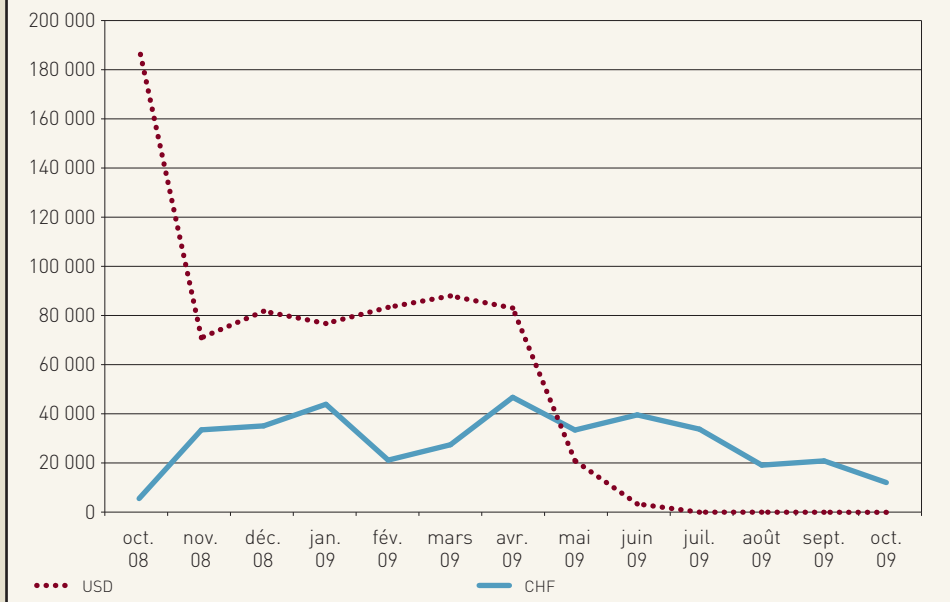
Finalement, il est plausible que les opérations susmentionnées et les impacts y afférents sur la balance des paiements ainsi qu'au niveau du modèle élargi des avoirs de réserve suivant le FMI, diminueront, voire disparaîtront lorsque la situation se

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

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



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



## 2.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

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

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

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

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

Tableau 27

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

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

Source : Stotec

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

Tableau 28

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

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

Source : Stotec

## 2.11 LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2009<sup>18</sup> et ont été élaborées dans un contexte très difficile. L'économie luxembourgeoise traversait une récession particulièrement sévère affectant à la fois le secteur financier, l'industrie et les secteurs qui en dépendent. Le chômage officiel était en progression, mais les conséquences sur le marché de l'emploi se manifestaient surtout via une réduction importante des heures travaillées et une explosion du chômage partiel. Des lueurs d'espoir - un regain d'optimisme auprès des chefs d'entreprises ainsi qu'une reprise sur les marchés financiers - avaient néanmoins émergé au deuxième trimestre de sorte qu'il était permis de tabler sur une stabilisation du niveau d'activité au deuxième semestre de l'année. Pour l'année entière, une baisse du PIB réel comprise dans une fourchette allant de -5,0% à -4,4% était encore escomptée par la BCL. La reprise graduelle en 2010 sur fond du redressement modeste dans la zone euro et la convergence vers la croissance potentielle en 2011 constituaient les autres bases de notre scénario. Ce profil de croissance, en particulier la dynamique trimestrielle à moyen terme, restait nettement en dessous de la moyenne historique, sur fond du scénario international lui-même imprégné du constat empirique que les reprises qui font suite aux récessions associées à des crises financières tendent à être plus timides que les reprises qui font suite aux récessions « normales ».

### Evolutions récentes


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

Vers la mi-2009, l'économie est vraisemblablement sortie de la récession du moins dans une optique de variation trimestrielle mais certainement pas encore en termes annuels. Les marchés financiers se sont retournés depuis la mi-mars dans un climat général moins morose, une moindre aversion au risque, ainsi que dans le sillage des perspectives qui devenaient moins défavorables. Ce rétablissement de tous les segments des marchés financiers a exercé un impact positif sur le secteur financier, ne fût-ce que par son effet de valorisation des actifs financiers. La reprise sur les marchés des actions, les ramenant à leurs niveaux d'avant la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, a eu des retombées positives sur les commissions du secteur bancaire ainsi que la VNI du secteur des OPC. Après plusieurs trimestres de recul presque ininterrompu, celles-ci ont en effet fortement progressé depuis le deuxième trimestre<sup>19</sup> et, en l'absence d'une surprise négative pour le reste de l'année, cette tendance s'est vraisemblablement poursuivie au quatrième trimestre.

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

<sup>18</sup> Voir BCL, Rapport Annuel 2008, pp.90-98.

<sup>19</sup> En termes de variations trimestrielles des séries ajustées pour les variations saisonnières.



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

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

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

### Hypothèses techniques

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

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

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

## Environnement international

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

Tableau 29

Projections des institutions internationales et hypothèses techniques (taux de variation annuels)<sup>20</sup>

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

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne

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

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations de ses partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour notre économie tournée vers l'extérieur. Selon le scénario sous-jacent, la demande internationale, qui avait déjà fortement ralenti en 2008, se serait littéralement effondrée en 2009. Elle se redresserait quelque peu en 2010 et continuerait à progresser en 2011. Le plongeon sans précédent de la demande mondiale en 2009 ainsi que le rebond timide qui s'ensuivrait en 2010 sont le reflet direct de l'ampleur du ralentissement international connu en 2009 et de la faible reprise attendue en 2010.

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

21 Révisions en \$/bl

22 Révisions en \$/€

23 Révisions en points d'indice



## Projections du PIB réel et de ses composantes au Luxembourg

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

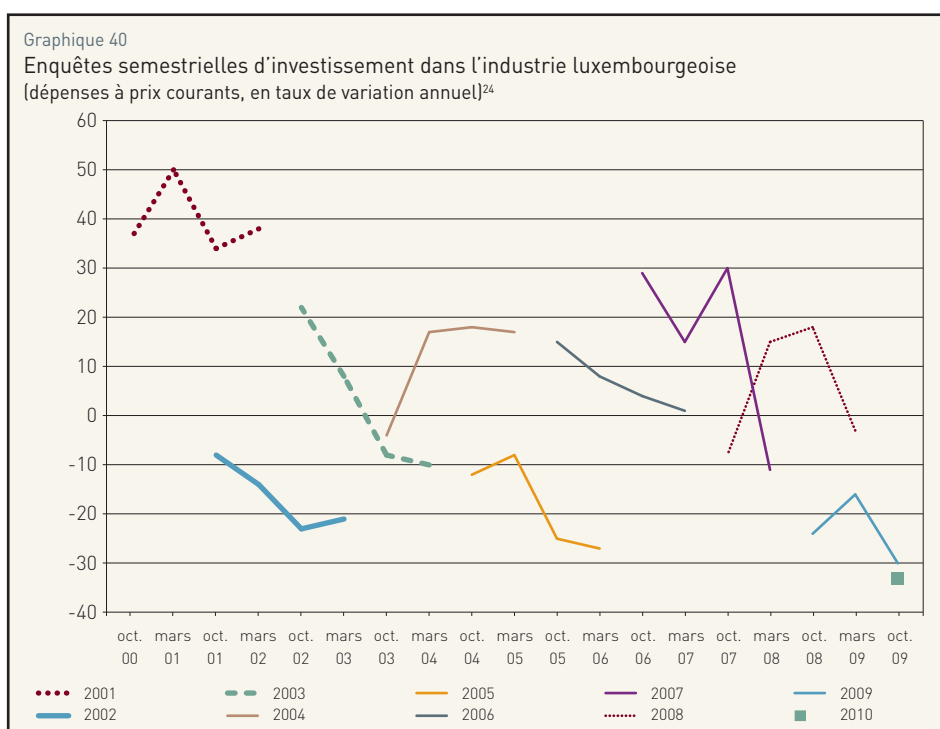
Pour 2010, la sortie de la récession et le retour à la croissance positive se manifesterait aussi dans les données annuelles. Les projections pour le PIB réel s'établissent dans une fourchette allant de 1,4 % à 2,4 %, ce qui constitue une révision à la hausse par rapport à l'exercice précédent. Néanmoins,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

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

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

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

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



Source : Commission Européenne

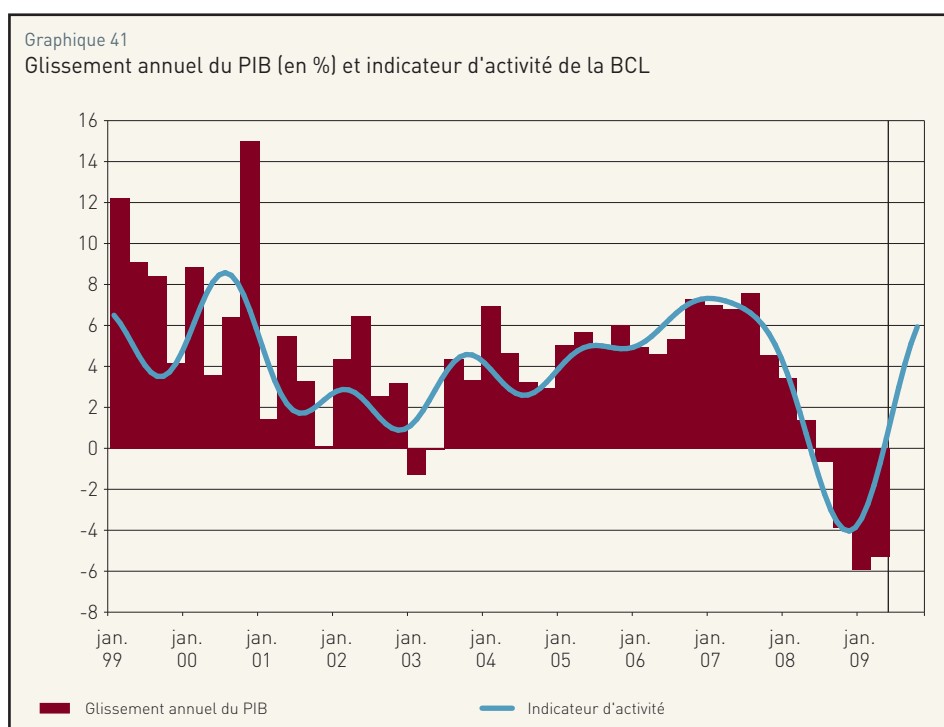
Constituant déjà un facteur de croissance moins important, compte tenu de la grande ouverture de l'économie luxembourgeoise, la consommation privée ne serait guère dynamique dans un futur proche. Si le revenu disponible réel des ménages est en hausse grâce notamment aux mesures fiscales adoptées dans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

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

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

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

#### Indicateur d'activité de la BCL



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

Sources : Statec, calculs BCL

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

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


Source : BCL

### Marché de l'emploi et coûts salariaux

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

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

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



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

### Prix à la consommation

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

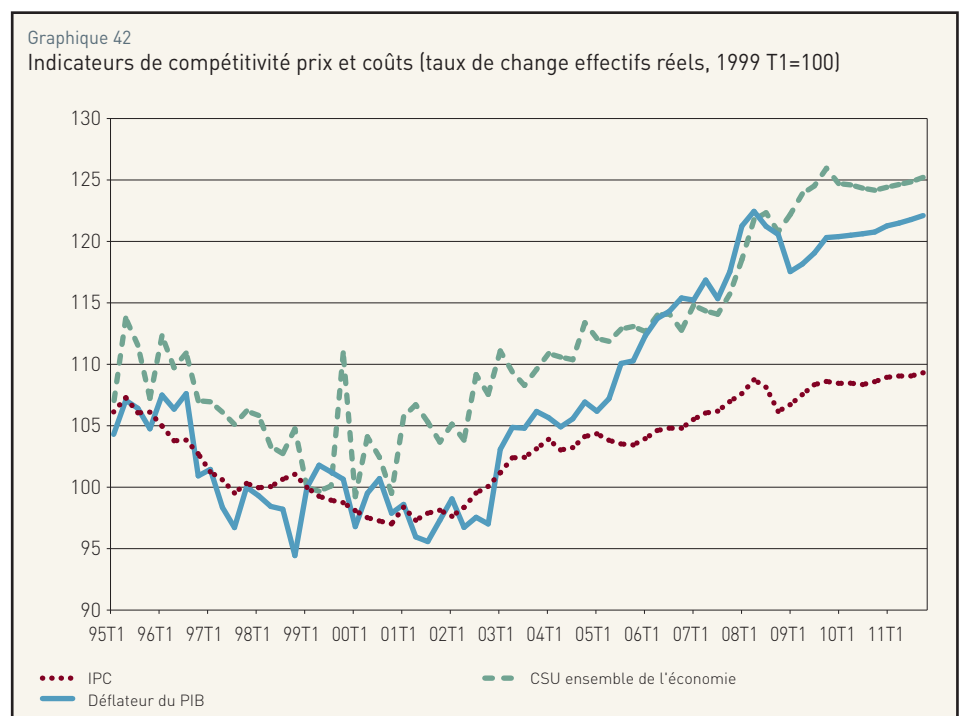
### Compétitivité

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

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

### Analyse des risques

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



Sources : Eurosysteme, BCL.

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

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

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

## 2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

### 2.12.1 Projet de budget 2010

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

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

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

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

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

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

De surcroît, la base de comparaison, à savoir le budget 2009, est inappropriée car les réalisations budgétaires affichent habituellement une nette divergence par rapport aux budgets définitifs au Luxembourg. C'est la raison pour laquelle la BCL privilégie l'examen des évolutions sur deux ans, en l'occurrence 2008 et 2010. En d'autres termes, les données du projet de budget 2010 sont systématiquement comparées à celles

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

La progression de 9% elle-même ne rend cependant pas compte de l'évolution fondamentale des dépenses. Jusqu'à présent, la BCL affinait les dépenses reprises au tableau précédent, en prenant en considération les dépenses programmées des fonds spéciaux et de certains établissements publics en lieu et place des dotations de l'Etat central à ces fonds et établissements, ce qui constitue un des principaux apports de la comptabilité européenne SEC 95. Cependant, depuis l'année dernière, le Gouvernement présente de façon simultanée trois volumes, à savoir le projet de budget proprement dit (volume I), le volume II renfermant le programme pluriannuel des dépenses en capital et le volume III qui se rapporte au cadre européen de la politique budgétaire. Cette présentation simultanée sous la forme d'un triptyque représente une notable amélioration par rapport à la situation antérieure. Elle avait au demeurant été recommandée par la BCL dans son avis sur le projet de budget 2008. A présent, il semble peu utile de passer dans le cadre du présent avis par toutes les étapes de la présentation traditionnelle vers une version consolidée du budget de l'Etat<sup>25</sup>.

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

Tableau 32

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

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

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

\* Exécution probable d'après l'estimation du Gouvernement.

\*\* Les données pour les Administrations locales ne sont pas disponibles au volume III. Le solde les concernant pour l'année 2010 a été repris du document supplémentaire distribué par le Gouvernement lors de la présentation du projet de budget à la Chambre des Députés.

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



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

Les recettes de l'Administration centrale reprises au même tableau seraient quant à elles en recul de quelque 4,8% en 2010 par rapport à 2008. Il convient de constater qu'un considérable écart se dessine entre les recettes et les dépenses, ces dernières continuant à progresser malgré le fait que les recettes marquent le pas. Le recul des recettes est cependant moindre selon l'optique SEC95 (-4,8%) que du point de vue de la comptabilité traditionnelle (-7,9%). Cette situation reflète notamment la progression escomptée de 2008 à 2010 des recettes propres<sup>26</sup> des fonds spéciaux et assimilés.

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

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

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

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

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

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

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

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

En ce qui concerne les actifs des fonds spéciaux, leurs réserves affichent un déclin continu depuis 2001 et ceci en raison de recettes de ces fonds structurellement et significativement inférieures à leurs dépenses. Néanmoins, au vu des données brutes, cette tendance aurait été enrayée en 2006 et 2007. Les actifs des fonds spéciaux s'étaient en effet établis à 5% du PIB au 31 décembre 2006, à comparer à 4,3% du PIB un an plus tôt. En 2007, ils ont même augmenté à 5,8% du PIB. Cette amélioration est cependant le résultat de l'affectation au Fonds des routes et au Fonds du rail du produit d'emprunts et de l'octroi aux fonds de dotations budgétaires supplémentaires. Lorsque ces emprunts, qui ne constituent bien évidemment pas des recettes au sens propre du terme, ne sont pas pris en compte, les réserves des fonds spéciaux affichent un déclin continu, en s'établissant à 2,5% du PIB en 2009 et à seulement 0,9% du PIB en 2010. De surcroît, le Gouvernement a effectué des transferts supplémentaires de l'ordre de 0,5% du PIB - par rapport au budget voté pour 2008 - en faveur de ces fonds suite au surplus inattendu dégagé dans le cadre du compte de l'exercice 2008. A l'avenir, l'Etat central ne sera plus guère en mesure d'accorder de nouveaux transferts supplémentaires tant sa situation budgétaire se détériore. Cette situation n'augure rien de bon pour les avoirs des fonds, du moins abstraction faite du produit d'emprunts<sup>27</sup>.

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

### 2.12.2 Analyse des finances publiques luxembourgeoises et projections de la BCL

De la confrontation des dépenses aux recettes des administrations publiques découlent les soldes figurant au tableau suivant, qui sont estimés en conformité avec le scénario macroéconomique sous-jacent (voir section précédente)<sup>28</sup>.

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

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

Tableau 34

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

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

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

e : estimations ;

p : projections.

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

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

**L'année 2009** se caractériserait quant à elle par un brusque coup d'arrêt au processus de consolidation budgétaire amorcé en 2005. Le solde des Administrations publiques devrait se détériorer significativement, pour afficher un déficit de 2,6% du PIB en 2009 en lieu et place du surplus de 2,5% du PIB enregistré en 2008. Cela s'explique par l'effet déterminant des mesures nouvelles adoptées à l'occasion des projets de budget 2008<sup>29</sup> et 2009<sup>30</sup>, du plan de conjoncture gouvernemental annoncé le 6 mars 2009 et de manière plus générale par la crise économique et financière. Ces turbulences économiques exerceraient un impact négatif direct sur certaines recettes, entre autres la « taxe d'abonnement » et la taxe sur la valeur ajoutée. La sécurité sociale resterait excédentaire mais ne compenserait qu'en partie le déficit considérable de l'Administration centrale (-4,6% du PIB).

Par ailleurs, il est important d'explicitier les raisons de la différence entre les projections commentées dans ce bulletin et les projections de juin 2009 de la BCL. Pour l'année 2009, l'écart entre les deux exercices de projection s'établit d'environ 1% du PIB (solde de l'ensemble des Administrations publiques). Les facteurs précis à l'origine de cet écart sont les suivants :

- les recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) ont été sous-évaluées dans les projections de la BCL en raison notamment d'une indisponibilité des données mensuelles concernant ce poste. C'est uniquement à la mi-octobre que le Gouvernement a publié les premiers chiffres concernant certaines recettes pour l'exercice 2009. Il est à noter qu'au cours des 9 premiers mois de 2009, les recettes concernant cet impôt sont de 10% supérieures au total encaissé au cours de la même période de 2008.

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

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

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


- l'écart résulte également des hypothèses d'évolution de l'emploi, une variable qui influence étroitement les cotisations sociales et l'impôt sur les traitements et salaires, notamment. Selon les projections d'automne de la BCL, l'emploi total devrait s'accroître d'environ 1 % en 2009. Or la BCL postulait dans ses projections de juin un léger recul de l'emploi au cours de la même année.

A ce stade, il est important de signaler que sur **l'horizon 2009-2010**, la BCL procède à des estimations propres de recettes, en conformité avec le scénario macroéconomique sous-jacent (voir section précédente). Certains postes de dépenses font également l'objet de projections spécifiques, à savoir essentiellement la rémunération des agents publics, les transferts aux pouvoirs locaux et aux administrations de sécurité sociale et le Fonds pour l'emploi. Les estimations de la BCL relatives à ces catégories de dépenses s'écartent peu de celles figurant au projet de budget 2010. La seule différence significative se rapporte au poste salaires et charges sociales, avec à la clef des estimations officielles supérieures aux projections de la BCL de l'ordre de 110 millions d'euros. Celle-ci est principalement liée à la tranche indiciaire qui, selon les estimations de la BCL, devrait avoir lieu entre l'automne 2010 et février 2011.

La divergence entre le projet de budget et les projections de la BCL est bien plus significative sur le versant des recettes. Les prévisions de recettes figurant dans le projet de budget, au volume III, laissent augurer un déclin des recettes totales de l'Administration centrale d'environ 5 % sur la période 2008-2010. Selon les projections de la BCL, établies sur base d'un scénario macroéconomique propre, d'élasticités spécifiques et d'un chiffrage des nouvelles mesures, les recettes totales de l'Administration centrale baisseraient d'environ 8 % sur le même horizon.

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

L'impact sur les recettes du décrochage du PIB en niveau, la hausse des dépenses liées au sous-emploi ainsi que les mesures de relance adoptées par le Gouvernement dès l'automne 2009 expliquent l'importance des déficits publics projetés par la BCL. Le tableau précédent offre un aperçu des projections d'automne de la BCL relatives à la situation des finances publiques luxembourgeoises.



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

1) Faible croissance économique.

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

2) Mesures supplémentaires adoptées à l'occasion du projet de budget 2010<sup>31</sup>.

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

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

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

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

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

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

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

A ce stade, il est important de souligner que les projections de la BCL pour 2010 ne prennent pas en considération une éventuelle plus ou moins-value qui résulterait des opérations Dexia et Fortis décrites ci-dessous. Cette démarche est justifiée par l'importante incertitude qui prévaut à propos du signe de cette plus-value, de son importance absolue et quant à son moment d'occurrence. Sont considérées dans les projections les charges d'intérêt dues sur l'émission des obligations liées à l'opération Fortis. Le ratio de la dette publique est estimé en fonction de ces opérations.

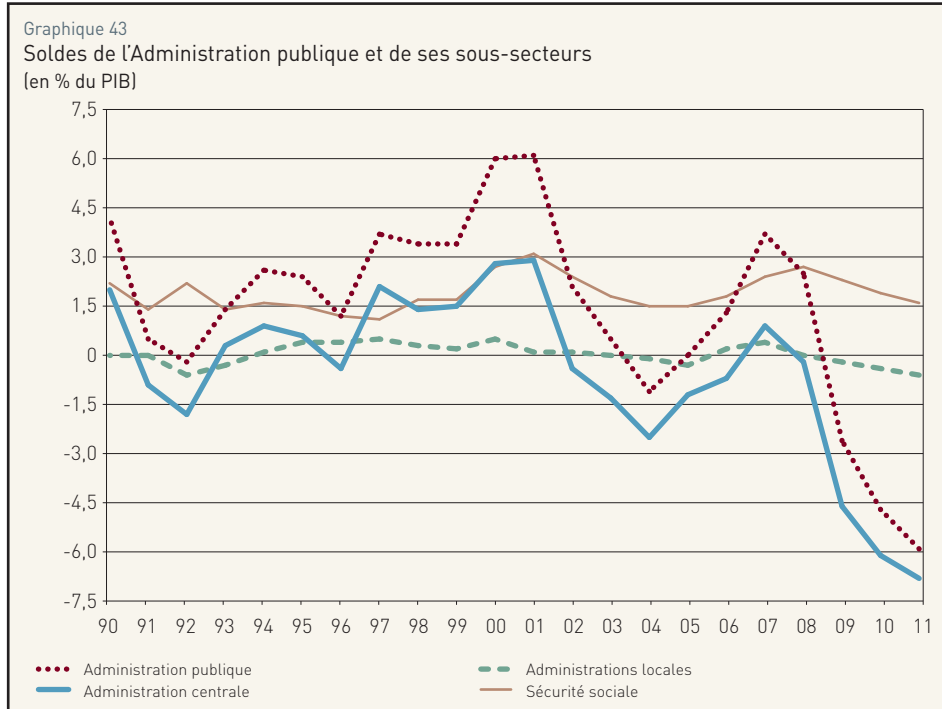
Quant à l'objectif à moyen terme (OMT), celui-ci sera redéfini par le Gouvernement dans la prochaine actualisation du Programme de Stabilité (prévue pour fin janvier 2010) afin d'inclure les coûts liés au vieillissement. L'OMT serait révisé en ligne avec les travaux en cours au niveau du CEF (Comité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

### 2.12.3 Croissance économique au Luxembourg :

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

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

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



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

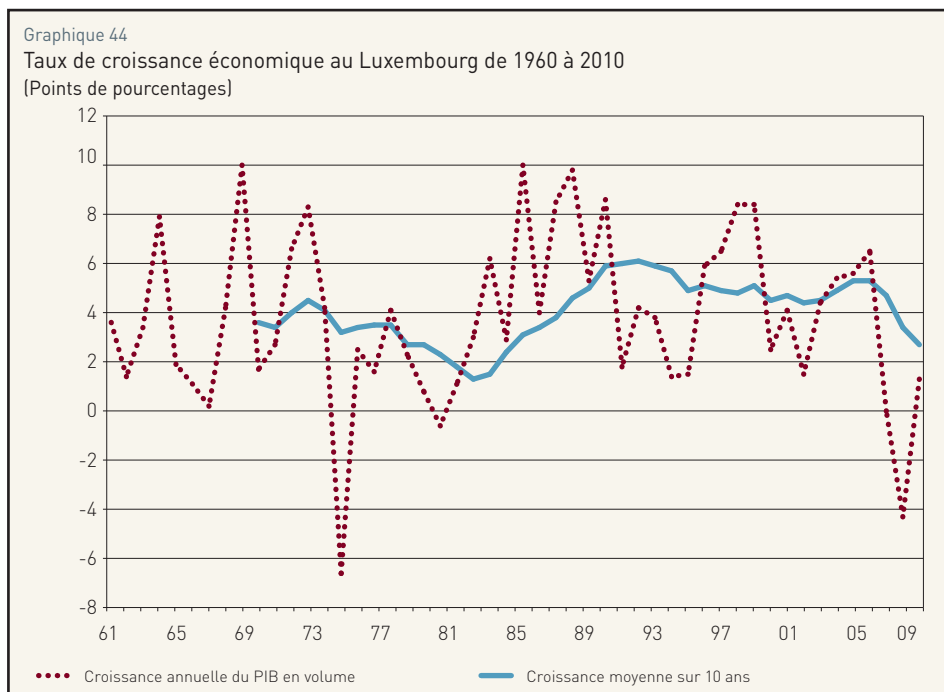
Le graphique suivant renferme les taux de croissance en volume du PIB observés de 1961 à 2008. Le taux estimé pour 2009 et le taux projeté pour 2010 sont directement issus du projet de budget 2010. Le même graphique indique que l'économie luxembourgeoise s'est généralement caractérisée par une croissance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

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

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

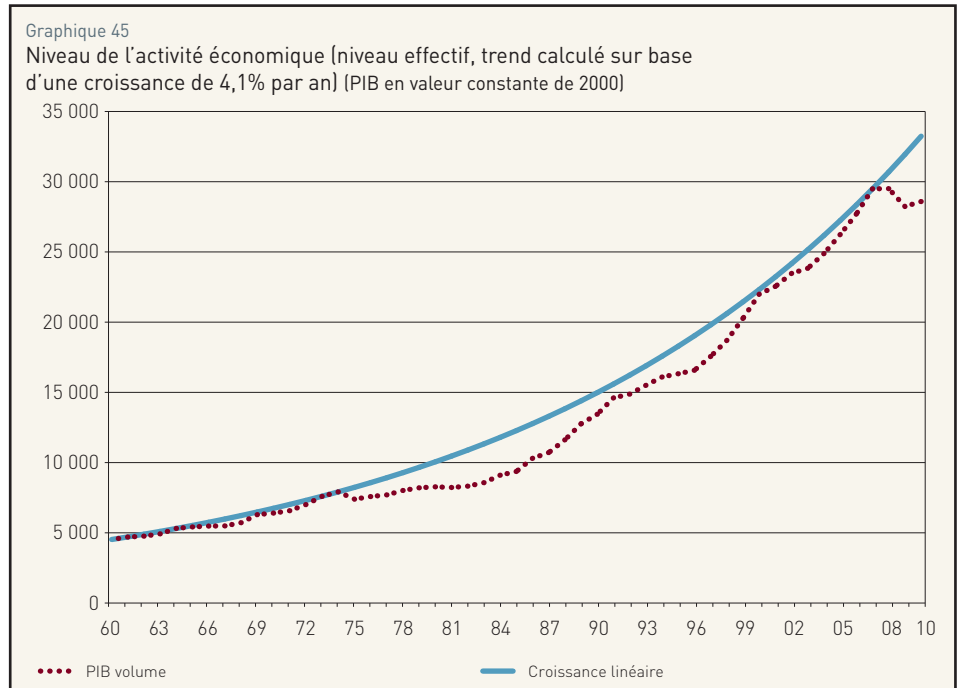
Le brusque affaissement de la croissance observé de 2008 à 2010, en particulier le taux négatif estimé pour 2009, se traduirait par un net décrochage du niveau du PIB en volume, comme l'atteste le graphique 45. Par rapport à une tendance estimée sur la période 1960-2007 (courbe rouge, au graphique sui-

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



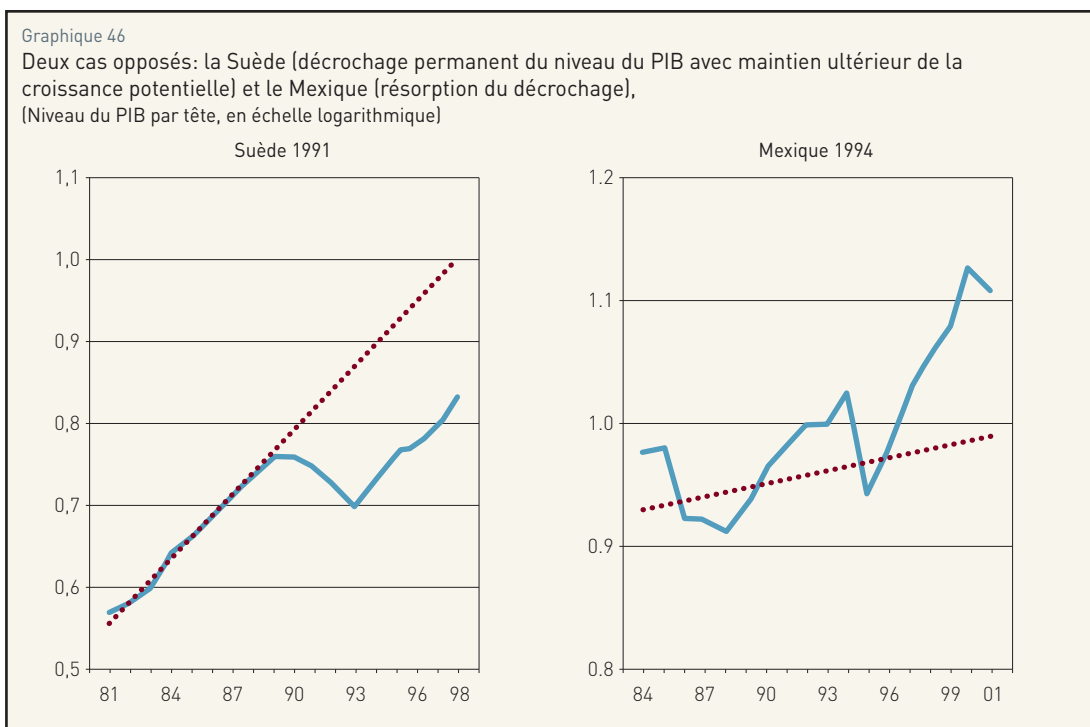
Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne, Stateg, Projet de budget 2010 (estimation 2009 et projections 2010), calculs BCL.

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



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

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



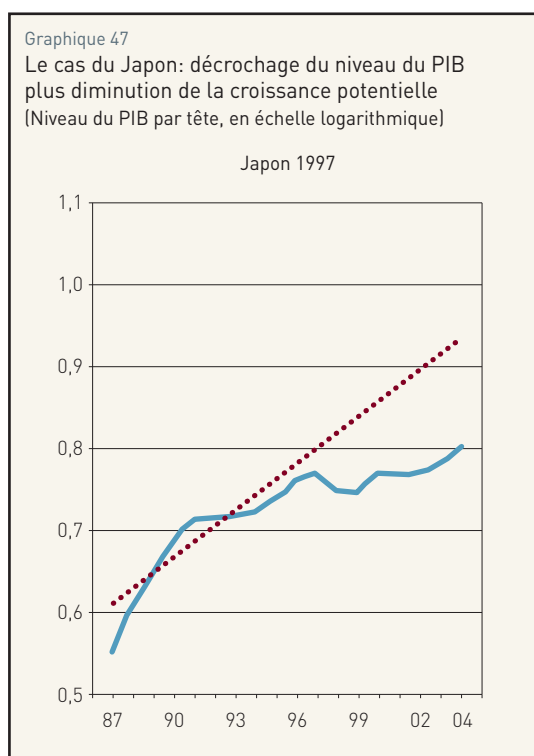
Source : Economic Outlook FMI d'octobre, chapitre 4, p.122.



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

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

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



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

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

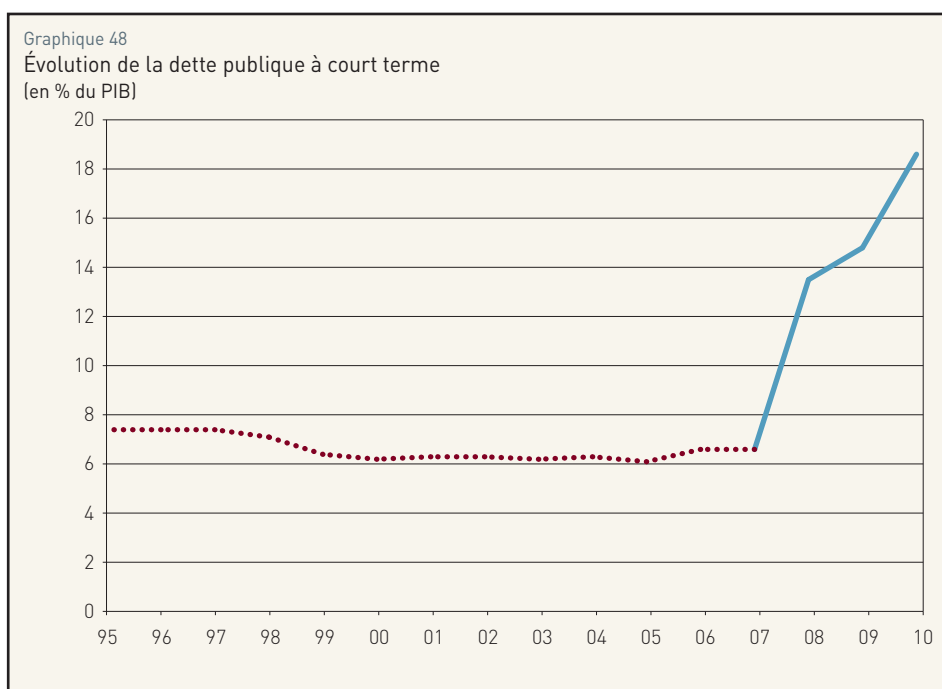
## 2.12.4 La dette publique

Après avoir été caractérisé par une relative stabilité au cours des dernières années, le ratio de la dette des Administrations publiques a affiché une hausse particulièrement nette, de plus de sept points de pourcentage, **en 2008** pour s'inscrire à 13,5%. Cette évolution reflète pour l'essentiel des emprunts destinés à rétablir la situation financière d'un établissement de crédit (Fortis Banque Luxembourg)<sup>32</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. Finalement, un emprunt supplémentaire à court terme de 100 millions d'euros a également été contracté.

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

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


De surcroît, la garantie accordée au groupe Dexia<sup>33</sup> - initialement plafonnée à 4,5 milliards (11% du PIB), arrivant à échéance avant le 31 octobre 2009 - a été prolongée jusqu'au 31 octobre 2010 mais uniquement pour un montant total de 3 milliards d'euros (8% du PIB). En contrepartie, l'Etat est supposé percevoir une rémunération reflétant l'avantage que la garantie confère au groupe Dexia sur base de conditions de marché normales. Cette garantie devrait être définie d'après des critères comme le type d'instruments à couvrir, la maturité (supérieure à trois mois) et les conditions de rémunération, tels que spécifiés dans les Recommandations de l'Eurosystème sur requête de la Commission européenne.



Sources : STATEC, Ministère des Finances, calculs BCL.

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

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



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

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

D'ailleurs, la BCL regrette qu'aucune mesure n'ait été prise afin d'assurer le préfinancement des conséquences du vieillissement de la population. Ses propres projections, ainsi que celles de la Commission européenne entre autres, montrent qu'il convient de préfinancer sans tarder les engagements futurs de la sécurité sociale. Sans action rapide, le ratio de la dette publique risque de dépasser le seuil de 60 % du PIB dès 2019. L'augmentation récente de la dette publique, décrite plus haut, ne fait qu'accélérer ce pernicieux processus, qui pourrait rapidement échapper au contrôle des autorités en l'absence d'une stratégie claire de consolidation des finances publiques<sup>34</sup>.

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

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

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

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

### 2.12.5 Conclusions

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

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

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

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

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

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

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

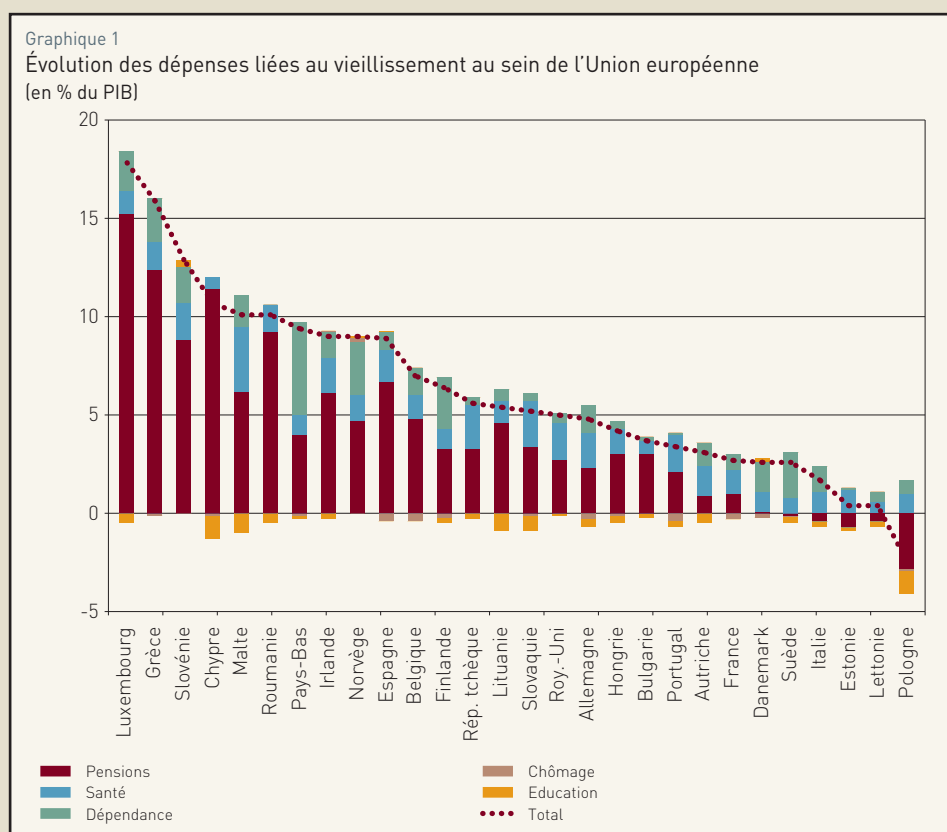
Selon le projet de budget 2010 (volume III), où l'Etat central est considéré selon l'optique SEC 95, les dépenses progresseraient de 15,6% au cours de la période de deux ans 2008-2010. La progression annuelle moyenne des dépenses de l'Administration centrale s'établirait par conséquent à 7,8% sur cette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

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

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

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

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



Source : AWG

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Source : Statec

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

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

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

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