

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1. La situation économique dans la zone euro	8
1.1 Les décisions de politique monétaire	8
1.2 Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	9
1.3 Les marchés obligataires	10
1.4 Le marché des actions	11
1.5 Le marché des changes	11
1.6 Les prix à la consommation	12
1.7 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	13
1.8 Projections (des experts de la BCE) pour la zone euro	15
1.9 Commerce extérieur et balance courante de la zone euro	16
2 La situation économique au Luxembourg	18
2.1 Les prix et les coûts	18
2.1.1 Les prix à la consommation	18
2.1.2 Les prix à la production industrielle	27
2.1.3 Les coûts salariaux	28
2.2 Marché du travail	30
2.2.1 L'emploi	30
2.2.2 Le chômage	32
2.3 Les activités sectorielles	36
2.3.1 Industrie et construction	36
2.3.2 Secteur financier	37
2.3.3 Commerce et autres services non financiers	61
2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	62
2.5 Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2011	63
2.6 Le commerce extérieur	67
2.7 La balance des paiements	68
2.7.1 Le compte courant	68
2.7.2 Le compte financier de la balance des paiements	68
2.8 Les comptes financiers	69
2.9 Les finances publiques	74

Encadré 1.1

Le comportement de fixation des prix à la consommation par type de magasin : Une analyse sur base de données individuelles	23
---	----

Encadré 1.2

L'évolution des crédits au secteur privé	43
--	----

Encadré 1.3

Les OPC non monétaires au Luxembourg	53
--------------------------------------	----

Encadré 1.4

Les comptes financiers – quelques notions méthodologiques	73
---	----

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1 LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

En juillet 2011, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux directeurs de l'Eurosystème de 25 points de base. Il s'agit de la deuxième adaptation des taux directeurs depuis mai 2009. Les taux sont restés inchangés en août et en septembre. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 1,50%, tandis que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,75% et 2,25%.

L'orientation de la politique monétaire demeure accommodante, même si certaines conditions de financement sont devenues plus restrictives. Après la forte progression enregistrée au premier trimestre, le rythme de la croissance économique dans la zone euro s'est ralenti au deuxième trimestre. Certaines évolutions semblent actuellement freiner la dynamique sous-jacente de l'activité économique dans la zone euro. En conséquence, la progression du PIB en volume devrait être très modérée dans la deuxième moitié de l'année. En outre, par rapport aux projections macroéconomiques établies en juin 2011 par les services de l'Eurosystème, les fourchettes prévues pour la croissance du PIB en volume en 2011 et en 2012 ont été révisées à la baisse.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est restée inchangée en août par rapport au mois de juillet, s'inscrivant à 2,5%. Les taux d'inflation se situent à des niveaux relativement élevés depuis fin 2010, notamment en raison de la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières. L'inflation va probablement rester nettement supérieure à 2% au cours des prochains mois, pour tomber en dessous de 2% en 2012.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 2,0% en juillet 2011, après 1,9% en juin, alors que le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé s'est inscrit à 2,5% en juin et à 2,4% en juillet. Globalement, le rythme d'expansion monétaire sous-jacent reste modéré, alors que la liquidité monétaire accumulée avant la période des tensions financières demeure abondante.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé en août de continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution de réserves de 2011, le 17 janvier 2012.

L'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, dont l'adjudication doit intervenir le 28 septembre 2011, sera conduite sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, dont l'adjudication doit intervenir le 26 octobre, le 30 novembre et le 21 décembre 2011, seront également conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations d'une durée de trois mois sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée des opérations à plus long terme respectives.

En sus des décisions ci-dessus, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé de fournir en août des liquidités par le biais d'une opération supplémentaire de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois environ. Le taux de cette opération – conduite sous la forme d'un appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie – fut égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée de cette opération. L'opération arrivera à échéance le 1^{er} mars 2012.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé, en coordination avec la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse, de proroger jusqu'au 1^{er} août 2012 les accords de swap de liquidité avec le Système fédéral de réserve. En outre, le Conseil des gouverneurs a pris la décision, en accord avec la Banque d'Angleterre, de proroger au 28 septembre 2012 le dispositif d'échange de devises conclu avec cette dernière.

Le 7 juillet, le Conseil des gouverneurs a annoncé la suspension de l'application, dans le cas des titres de créance négociables émis ou garantis par l'État portugais, du seuil minimum de notation de crédit requis pour l'éligibilité des actifs admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. Cette suspension restera en vigueur jusqu'à nouvel avis.

Le Programme sur les marchés de titres (Securities Market Programme ou SMP) a été réactivé en août.

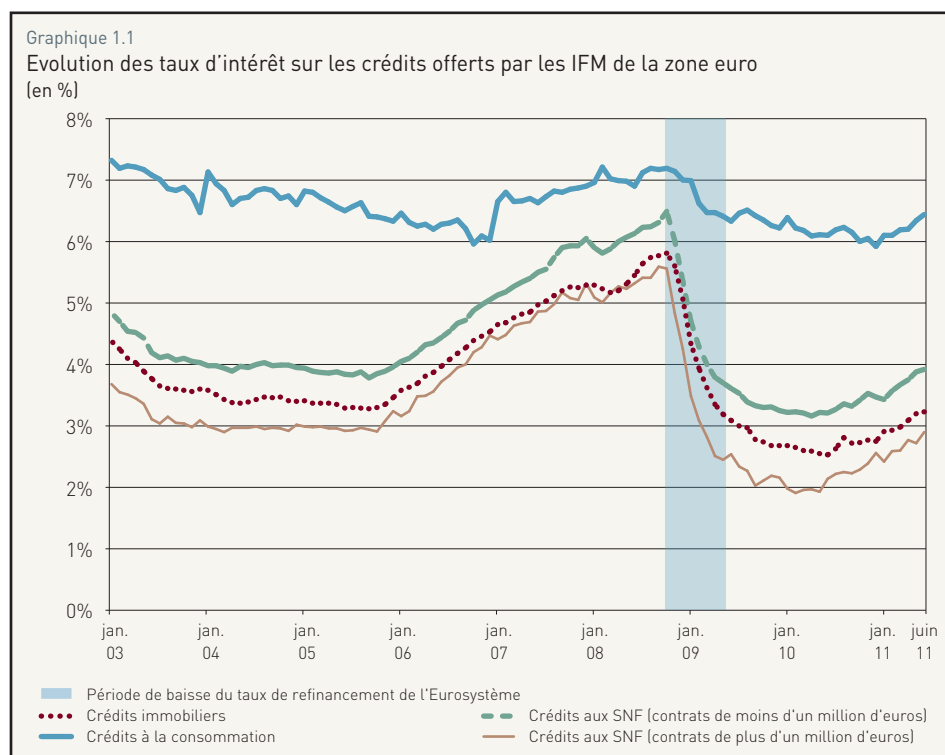
1.2 LES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS PAR LES IFM

Au cours du mois de juin 2011 la plupart des taux d'intérêt des IFM ont poursuivi leur progression; l'évolution observée au cours du mois de juin est toutefois contrastée et fonction tant des instruments (crédits/ dépôts) que du secteur économique de la contrepartie.

Dans la foulée de l'augmentation des taux directeurs de l'Eurosystème, le coût des crédits immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro a également nettement augmenté au cours de l'année 2011. Ainsi, ce taux d'intérêt passe de 2,78% en décembre 2010 à 3,26% en juin 2011, soit une hausse de 48 points de base. Au cours du mois de juin 2011, le taux d'intérêt sur ces crédits est resté relativement stable avec une hausse de 3 points de base par rapport au mois précédent.

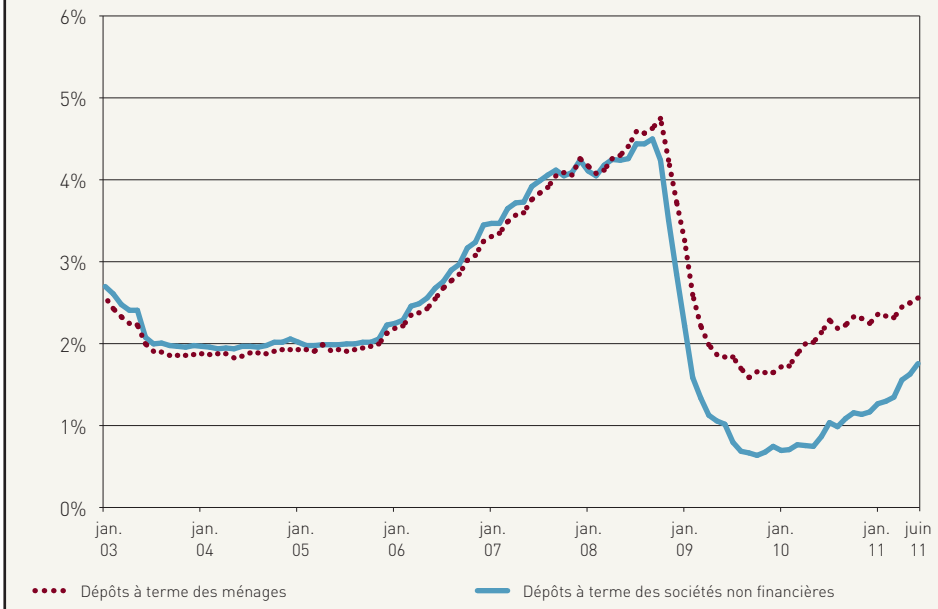
Le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans (cette période de fixation est retenue afin de pouvoir faciliter la comparaison avec les données luxembourgeoises), a affiché une hausse de 52 points de base de base entre décembre 2010 (5,95%) et juin 2011 (6,47%). Par nature, contrairement aux crédits immobiliers, les crédits à la consommation font rarement l'objet d'un nantissement. La prime de risque intégrée au coût de cette catégorie de contrats reste ainsi plus élevée.

En ce qui concerne les taux d'intérêt offerts aux sociétés non financières à taux variable ou dont la période de fixation du taux est inférieure ou égale à un an, ils étaient en hausse de 45 points de base entre décembre 2010 et juin 2011 (de 3,50% à 3,95%) pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros, et de 34 points de base (de 2,59% à 2,93%) pour la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros.



Source : BCE

Graphique 1.2
Evolution des taux d'intérêt sur les dépôts offerts par les IFM de la zone euro
(en %)



Source : BCE

Au passif, les taux des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an des ménages sont passés de 2,27% en décembre 2010 à 2,58% en juin 2011, soit une hausse de 31 points de base. Ainsi, à la suite d'une forte baisse en 2009, les taux des dépôts à terme des ménages poursuivent la tendance haussière entamée au cours de l'année 2010.

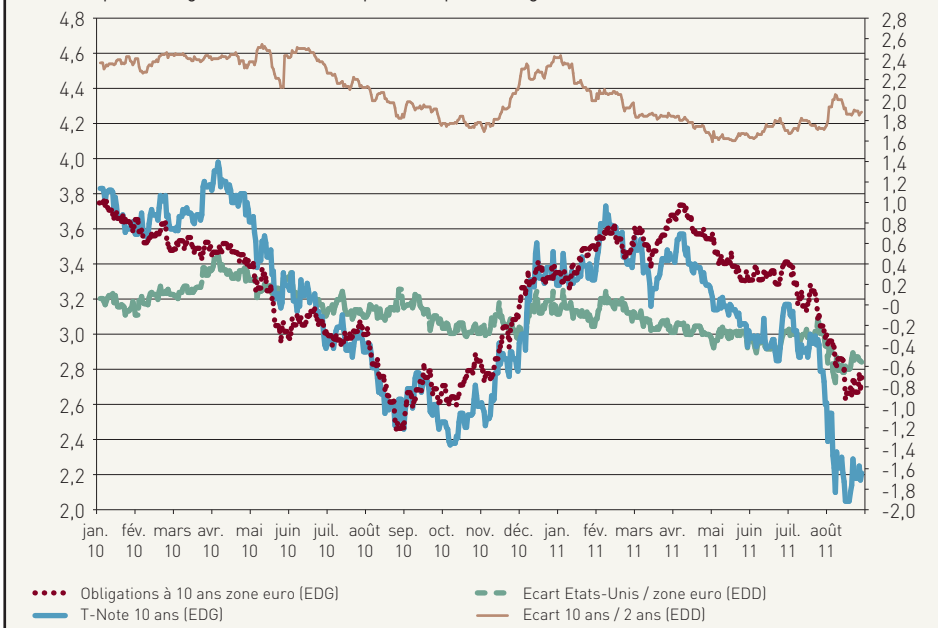
Enfin, les taux des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an des sociétés non financières ont évolué entre 1,19% en décembre 2010 et 1,78% en juin 2011, soit une hausse de 59 points de base. Ces derniers suivent également une tendance haussière entamée au cours de l'année 2010.

1.3 LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

Depuis la mi-mai, les rendements des Bons du Trésor à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis se sont dans l'ensemble largement détendus pour s'établir respectivement à 2,76 % et 2,18 % au 31 août 2011. Au

cours de cette période, les incertitudes relatives à la propagation de la crise de la dette et à l'évolution de l'économie mondiale ont en effet ravivé l'aversion au risque des opérateurs de marché. Les titres de dette publique ont ainsi globalement bénéficié d'un comportement de fuite vers la qualité, notamment aux Etats-Unis, et ce malgré la dégradation de la note américaine au début du mois d'août par l'agence Standard & Poor's. Les déclarations de la Réserve fédérale relatives au maintien de taux d'intérêt proches de zéro au moins jusqu'à la mi-2013 ont également favorisé cette détente des taux qui s'est par ailleurs accompagnée d'un élargissement du différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis.

Graphique 1.3
Les rendements des titres publics à long terme
(EDG : en pourcentage annuel ; EDD : en points de pourcentage)



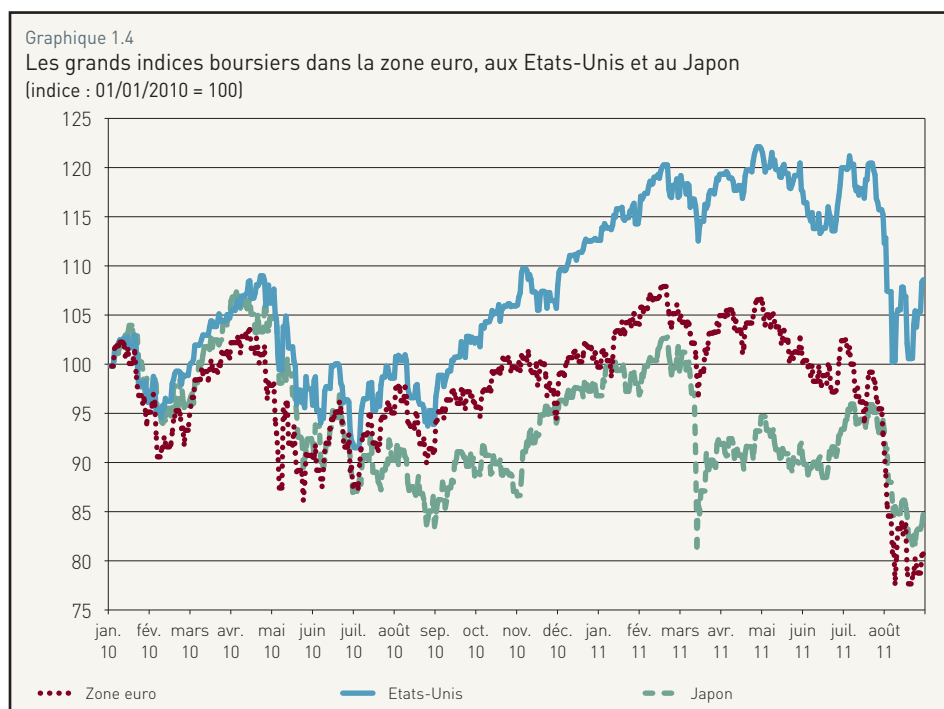
Sources : BCE, Bloomberg

Du côté de la zone euro, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans s'est légèrement accru en raison, notamment, de la diminution des taux courts inhérente à l'excès de liquidités dans le système bancaire et à la révision des anticipations de hausse des taux d'intérêt directeurs par la BCE. Enfin, les inquiétudes concernant la soutenabilité de la dette publique de certains pays de la zone euro se sont traduites par une augmentation des écarts de rendements au sein de l'Union monétaire, ce qui a amené le Conseil des gouverneurs à réactiver le programme de rachats de titres par l'Eurosystème sur les marchés secondaires. En dépit de ces interventions, l'apaisement des tensions relatives aux risques de contagion de la crise de la dette dans la zone euro demeurait suspendu aux attentes des opérateurs de marché concernant la flexibilité d'intervention du Fonds européen de stabilité financière (FESF).

1.4 LE MARCHÉ DES ACTIONS

Au cours de la période étudiée, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro ont dans l'ensemble connu une tendance baissière, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 affichant respectivement des pertes de -19,9 %, -8,9 % et -7,2 % entre le 15 mai et le 31 août 2011.

Dans l'ensemble, les inquiétudes relatives à l'évolution de l'économie et les risques de contagion de la crise de la dette dans la zone euro ont largement pesé sur l'évolution des principaux indices boursiers. Le soulagement temporaire qui avait succédé au sommet européen du 21 juillet a en effet rapidement cédé la place au pessimisme des investisseurs. L'assombrissement des perspectives macroéconomiques avec la révision à la baisse des chiffres de la croissance américaine et la publication d'une série d'indicateurs décevants sur le plan de l'activité économique, ainsi que les discussions sur le relèvement du plafond de la dette publique américaine et la dégradation de la note des Etats-Unis ont également alimenté le regain d'aversion au risque des opérateurs de marché en fin de période, ce qui s'est traduit par une chute des marchés boursiers au cours de laquelle les valeurs bancaires ont été particulièrement affectées.



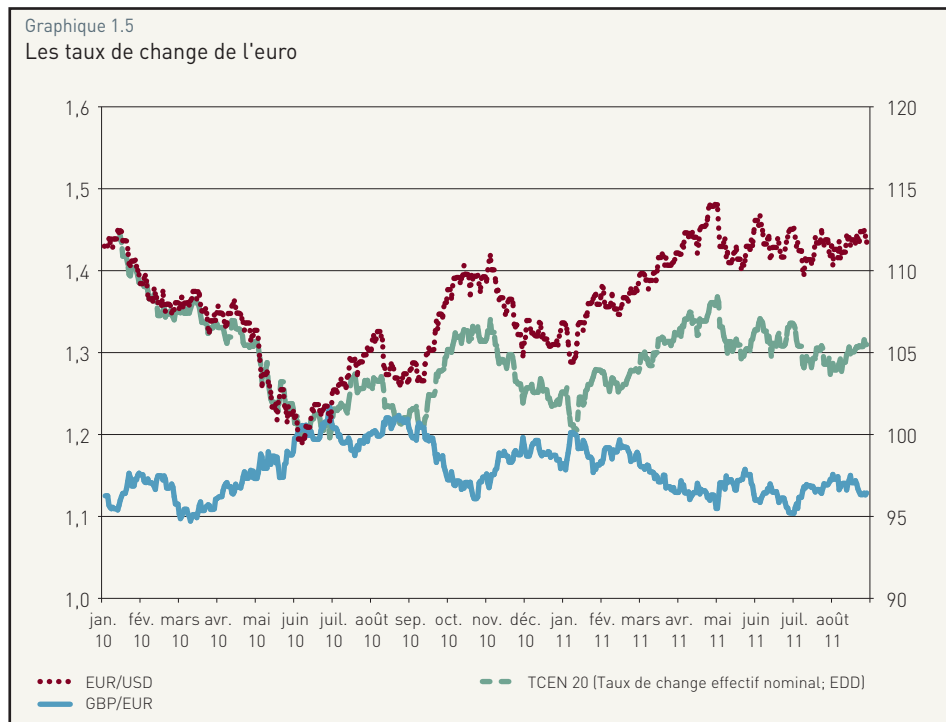
Source : Bloomberg

1.5 LE MARCHÉ DES CHANGES

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 0,17 % entre le 15 mai et le 31 août 2011. Cette évolution reflète en grande partie la relative stabilité de la monnaie unique vis-à-vis du dollar américain et de la livre sterling au cours de cette période.

Graphique 1.5

Les taux de change de l'euro



Sources : BCE, Bloomberg

Au cours de la période étudiée, la monnaie unique s'est appréciée de près de 1,8% par rapport au billet vert, sans afficher de véritable tendance de fonds. Au 31 août 2011, l'euro s'échangeait ainsi contre 1,44 USD, soit à un niveau supérieur de 9% par rapport à sa moyenne de 2010.

A contrario, depuis la mi-mai, l'euro s'est déprécié de respectivement 1,4%, 3,4% et 8,1% par rapport à la livre sterling, au yen et au franc suisse. La monnaie helvétique a ainsi largement bénéficié de son caractère de valeur refuge dans un contexte de forte aversion au risque, ce qui a conduit la Banque nationale suisse à intensifier les mesures contre la fermeté du franc.

La plupart des devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien et le lats letton) sont quant à elles restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) se sont pour leur part distinguées par un mouvement de dépréciation d'ensemble par rapport à la monnaie unique marqué, notamment, par une revalorisation de l'euro de plus de 5% vis-à-vis du zloty polonais.

1.6 LES PRIX À LA CONSOMMATION

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est fortement accélérée depuis la mi-2009. Elle est passée de -0,6% en juillet 2009 à +2,2% fin 2010 pour se hisser à 2,8% en avril 2011, soit son niveau le plus élevé depuis la fin 2008. Elle s'est stabilisée à ce niveau élevé, avant de se tasser à 2,5% en juillet. Un léger rebond à 2,7% [A confirmer] au mois d'août est envisagé selon l'estimation préliminaire d'Eurostat. Sur les huit premiers mois de l'année, le taux d'inflation moyen serait alors de 2,6%, contre 1,6% en 2010.

Dans une première étape, le renversement de la tendance des prix à la consommation depuis la mi-2009 résultait exclusivement de la très sensible progression du cours du pétrole et de l'accélération subséquente des prix de l'énergie. Le taux de variation annuel de la composante énergie est ainsi passé de -14% en juillet 2009 à 11% en décembre 2010, pour se stabiliser autour de 12% lors des sept premiers mois de 2011. L'impact inflationniste en provenance des prix de l'énergie s'est limité aux effets directs, le recul de l'inflation des autres biens et services se poursuivant jusqu'au début de 2010. Cette période de désinflation s'est néanmoins achevée vers la mi-2010 et depuis lors, le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est à nouveau orienté à la hausse. Il s'est hissé progressivement de 0,9% au deuxième trimestre 2010 à 1,8% au deuxième trimestre 2011, soit un niveau légèrement plus élevé que son taux moyen depuis 1999. Ce retournement s'est aussi généralisé, puisque toutes les composantes – les biens alimentaires, les biens industriels non énergétiques et les services – se caractérisent par une accélération de leur taux d'inflation depuis le deuxième semestre 2010.

Le renversement de la tendance désinflationniste sous-jacente est imputable à plusieurs facteurs, en l'occurrence à des effets indirects et retardés de la progression soutenue du prix du pétrole depuis plus de deux ans, à l'envolée des prix des matières premières agricoles depuis le début 2010, à des conditions cycliques plus clémentes ainsi qu'à un relèvement de la taxation indirecte dans plusieurs pays de la zone euro.

Tableau 1.1

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

	2008	2009	2010	2011-T1	2011-T2	juil-11
IPCH global	3,3	0,3	1,6	2,5	2,8	2,5
Produits alimentaires non transformés	3,5	0,2	1,3	2,3	1,9	1,3
Produits alimentaires transformés	6,1	1,1	0,9	2,1	3,0	3,4
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,6	0,5	0,5	1,0	0,0
Énergie	10,3	-8,1	7,4	12,7	11,5	11,8
Services	2,6	2,0	1,4	1,6	1,9	2,0
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,4	1,3	1,0	1,3	1,8	1,5

Source : Eurostat

Selon les récentes projections établies par les services de la BCE, la progression de l'inflation se poursuivrait en moyenne en 2011 par rapport à 2010. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de X% à Y% en 2011, contre 1,6% en 2010. Pour 2012, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre X% et X%. Comparé à l'exercice de l'Eurosystème de juin 2011, ces projections ont été marginalement revues à la hausse.

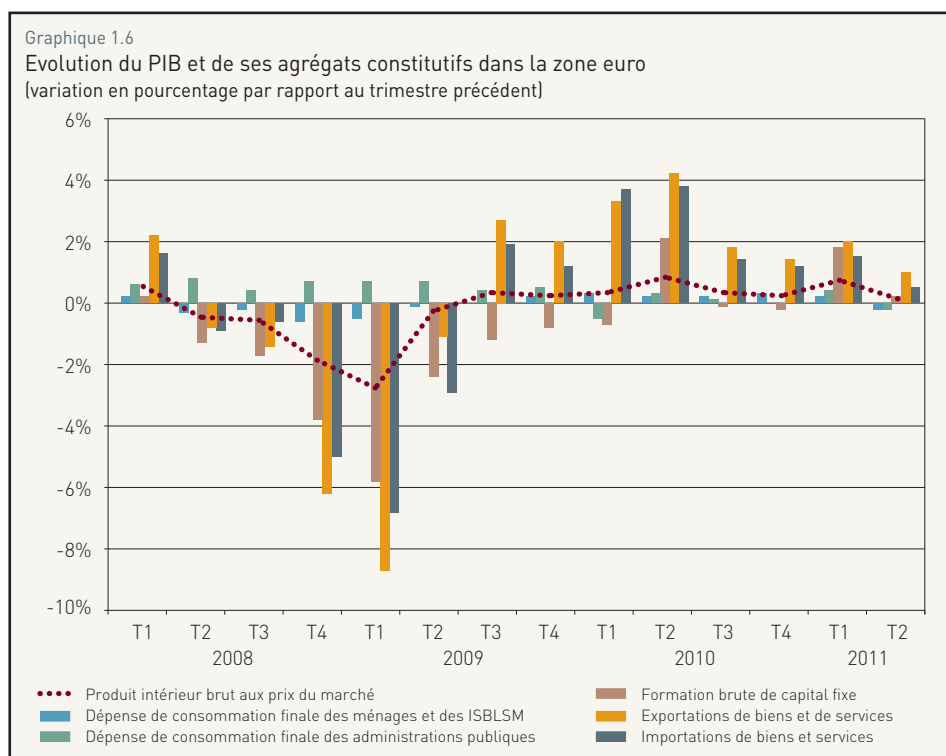
1.7 L'ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION, DE LA DEMANDE ET DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Les estimations relatives aux comptes nationaux pour le deuxième trimestre 2011 témoignent d'un ralentissement de la croissance économique au sein de la zone euro. La croissance trimestrielle du PIB en volume s'est décélérée à 0,2% au deuxième trimestre, après 0,8% au cours du trimestre précédent. En glissement annuel, la croissance économique a ralenti à 1,6% au deuxième trimestre 2011 après 2,4% au premier trimestre 2011.

L'examen du PIB sous l'optique dépenses révèle que l'ensemble des composantes de la demande ont évolué favorablement par rapport au trimestre précédent, à l'exception de la consommation privée et publique (-0,2%). De son côté, l'investissement a faiblement progressé au deuxième trimestre 2011 par rapport au trimestre précédent (0,2%). Sur le plan externe, le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance économique trimestrielle, en raison d'une progression plus rapide des exportations (1,0%) que des importations (0,5%).

D'un point de vue sectoriel et en glissement trimestriel, la croissance économique au deuxième trimestre 2011 est attribuable à l'ensemble des secteurs, à l'exception du secteur agricole. En glissement trimestriel, la valeur ajoutée a augmenté de 0,4% dans l'industrie et 0,2% dans le secteur commercial, le secteur financier et les « autres activités de services ». Après une forte croissance au premier trimestre 2011, la progression trimestrielle de la valeur ajoutée s'est stabilisée au deuxième trimestre 2011 dans le secteur de la construction (0,0%). En glissement annuel, l'ensemble des branches économiques ont contribué positivement à la progression de la valeur ajoutée.

La reprise de l'activité économique commence aussi à se répercuter sur le marché du travail. La progression annuelle de l'emploi salarié (emploi total) s'est établie à 0,4% (0,3%) au premier trimestre 2011. L'analyse sectorielle révèle qu'en glissement annuel, l'emploi a évolué positivement dans l'ensemble des secteurs, à l'exception du secteur de la construction (-3,6%). Le secteur industriel a quant à lui cessé de ponctionner la croissance annuelle de l'emploi salarial. La quasi-stabilisation de l'emploi salarié total par rapport au dernier trimestre 2010 masque une évolution contrastée des différents secteurs économiques. Les pertes d'emplois se sont concentrées sur le secteur de la construction et celui de «l'administration publique et services collectifs; activités des ménages» (enregistrant respectivement une baisse de 0,9% et 0,2% par rapport au trimestre précédent). De l'autre côté, la progression trimestrielle de l'emploi salarié s'est légèrement accélérée dans le secteur financier (0,7% contre 0,3% le trimestre précédent). Les chiffres relatifs au deuxième trimestre 2011 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce bulletin.



Le redémarrage de l'activité économique et de l'emploi commence à porter ses fruits sur le front du chômage. En juillet 2011, le taux de chômage au sein de la zone euro s'est établi à 10,0% ce qui dénote certes une stabilité par rapport aux mois précédents, mais un recul de 0,2 p.p. par rapport au même mois de l'année précédente. Comme en témoigne le graphique suivant, le taux de chômage et le nombre de chômeurs se sont positionnés sur une pente descendante depuis le deuxième semestre 2010. Cette amélioration constatée au niveau de la zone euro trouve également son reflet dans la plupart des Etats membres. Le taux de chômage demeure néanmoins très élevé dans plusieurs pays et notamment en Espagne, en Grèce, en Irlande, au Portugal et en Slovaquie.

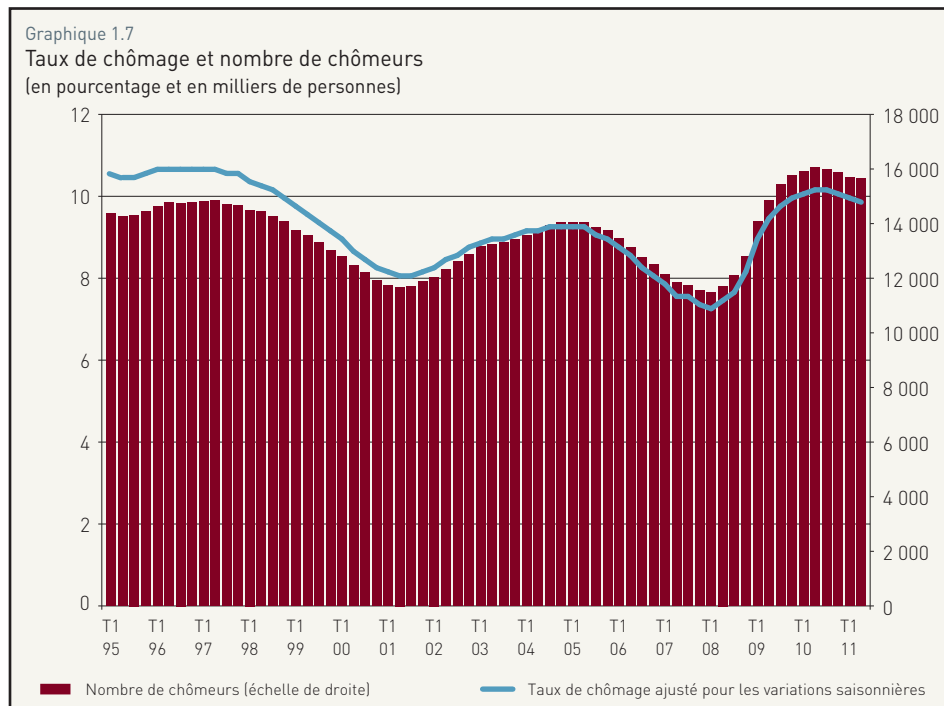
Tableau 1.2
Evolution de l'emploi salarié selon le secteur économique dans la zone euro (en pourcentage)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent					Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente				
	T1-2010	T2-2010	T3-2010	T4-2010	T1-2011	T1-2010	T2-2010	T3-2010	T4-2010	T1-2011
Industrie	-0,8	-0,1	-0,3	0,2	0,2	-5,4	-3,7	-2,2	-0,9	0,1
Construction	-1,4	-0,3	-0,9	-1,5	-0,9	-5,6	-3,9	-3,3	-4,1	-3,6
Commerce ; hôtels et restaurants ; transports	-0,1	0,1	-0,1	0,3	0,1	-1,3	-0,6	-0,4	0,2	0,4
Activités financières ; immobilier	0,6	1,0	0,4	0,3	0,7	-0,6	1,2	2,0	2,3	2,4
Administration publique et services collectifs ; activités des ménages	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,2	1,1	1,0	0,9	1,0	0,3
Economie totale	-0,0	0,2	0,0	0,1	-0,0	-1,4	-0,6	-0,0	0,4	0,4

Source : Eurostat

Le redémarrage de l'activité économique et de l'emploi commence à porter ses fruits sur le front du chômage. En juillet 2011, le taux de chômage au sein de la zone euro s'est établi à 10,0% ce qui dénote certes une stabilité par rapport aux mois précédents, mais un recul de 0,2 p.p. par rapport au même mois de l'année précédente. Comme en témoigne le graphique suivant, le taux de chômage et le nombre de chômeurs se sont positionnés sur une pente descendante depuis le deuxième semestre 2010. Cette amélioration constatée au niveau de la zone euro trouve également son reflet dans la plupart des Etats membres. Le taux de chômage demeure néanmoins très élevé dans plusieurs pays et notamment en Espagne, en Grèce, en Irlande, au Portugal et en Slovaquie.

L'analyse de l'évolution du coût du travail au cours du premier trimestre 2011 indique une légère accélération de la croissance annuelle de la rémunération par tête en ce début d'année. De fait, la progression annuelle du coût salarial moyen s'est établie à 1,9% au premier trimestre 2011, après 1,4% au trimestre précédent. La productivité du travail a progressé de 2,1% en glissement annuel au premier trimestre 2011 (après 1,7% au cours du quatrième trimestre 2010). Ces gains de productivité couplés à une relative modération salariale ont contribué à la légère baisse des coûts salariaux unitaires de 0,2% (après une diminution de 0,3% le trimestre précédent). Les salaires négociés ont quant à eux progressé de 1,9% au premier trimestre 2011, après 1,6% le trimestre précédent.



Sources : Eurostat

L'amélioration des perspectives sur le marché du travail et la hausse de l'inflation pourraient contribuer à une accélération (somme toute modérée) du coût salarial moyen au cours des prochains mois.

1.8 PROJECTIONS (DES EXPERTS DE LA BCE) POUR LA ZONE EURO


Les dernières projections de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre 1,4% et 1,8% en 2011 et entre 0,4% et 2,2% en 2012. Par rapport aux projections macroéconomiques établies en juin 2011 par les services de l'Eurosystème, les fourchettes prévues pour la croissance du PIB en volume en 2011 et en 2012 ont été révisées à la baisse. Ces révisions à la baisse s'expliquent par un certain nombre de facteurs qui semblent freiner la dynamique sous-jacente de l'activité dans la zone euro. Il s'agit notamment d'une modération du rythme de la croissance mondiale, de la baisse des cours des actions et de la confiance des chefs d'entreprise qui y est associée, ainsi que des effets défavorables des tensions actuellement observées sur un certain nombre de marchés de la dette souveraine de la zone euro.

Tableau 1.3

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

	2010	2011	2012
IPCH	1,6	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
PIB réel	1,7	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
Consommation privée	0,8	0,3 – 0,7	0,0 – 1,6
Consommation publique	0,5	-0,2 – 0,8	-0,7 – 0,5
Investissement	-0,8	2,2 – 3,6	0,8 – 5,4
Exportations	11,0	5,6 – 8,4	2,3 – 9,7
Importations (services)	9,3	4,7 – 7,3	2,0 – 9,2

Source : BCE



Les dernières informations statistiques indiquent que la croissance du PIB en volume de la zone euro a ralenti au deuxième trimestre 2011, ressortant à 0,2% en variation trimestrielle, après 0,8% au premier trimestre. Comme prévu, les facteurs temporaires qui avaient stimulé la croissance au début de l'année ont disparu et des effets défavorables résultant du séisme au Japon et de l'incidence décalée des hausses antérieures des cours du pétrole se sont manifestés. En conséquence, la croissance du PIB en volume devrait être très modérée au second semestre de l'année. Cependant, le Conseil des gouverneurs continue d'estimer que l'activité économique dans la zone euro bénéficiera de la croissance actuelle de l'économie mondiale ainsi que de l'orientation accommodante de la politique monétaire et des diverses mesures adoptées pour soutenir le fonctionnement du secteur financier.

Pour ce qui est des risques entourant les projections de la BCE, le Conseil des gouverneurs estime qu'ils sont orientés à la baisse, dans un contexte d'incertitude particulièrement élevée. Les risques à la baisse sont essentiellement liés aux tensions persistantes sur certains compartiments des marchés financiers dans la zone euro et au niveau mondial, ainsi qu'aux répercussions potentielles de ces tensions sur l'économie réelle de la zone euro. Ils ont également trait à de nouvelles hausses des prix de l'énergie, à des pressions protectionnistes ainsi qu'à la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux.

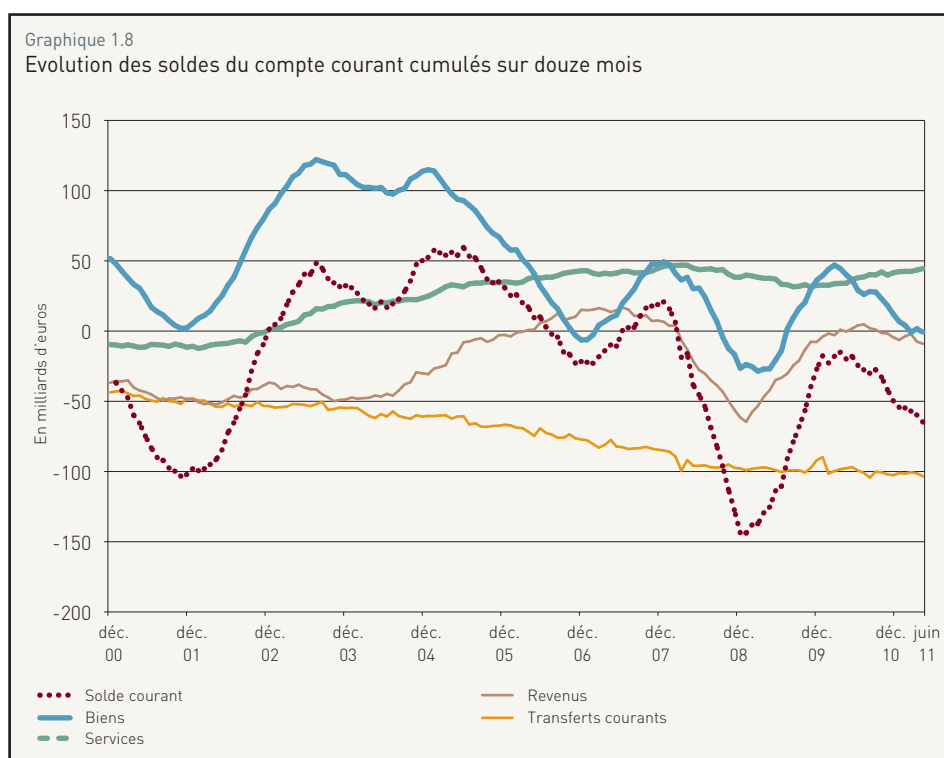
S'agissant de l'évolution des prix dans la zone euro, les services de la BCE tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,5% et 2,7% pour 2011 et entre 1,2% et 2,2% pour 2012. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2011 réalisées par les services de l'Eurosystème, la fourchette définie pour l'IPCH est restée inchangée pour 2011, tandis qu'elle est légèrement plus étroite pour 2012. Il convient de rappeler que les projections établies par les services de la BCE s'appuient sur un certain nombre d'hypothèses purement techniques.

Le Conseil des gouverneurs estime que les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme restent globalement équilibrés. S'agissant des facteurs haussiers, les principaux risques ont trait à la possibilité d'un renchérissement plus important que prévu des cours du pétrole et des matières premières hors pétrole, ainsi qu'à des augmentations de la fiscalité indirecte et des relèvements des prix administrés, en raison de l'assainissement budgétaire auquel il faudra nécessairement procéder au cours des prochaines années. Les principaux risques à la baisse sont liés à l'incidence d'une croissance plus faible qu'escompté dans la zone euro et dans le monde.

1.9 COMMERCE EXTÉRIEUR ET BALANCE COURANTE DE LA ZONE EURO

Au premier semestre de 2011, les transactions courantes de la zone euro se sont soldées par un déficit de 59,5 milliards d'euros, contre un déficit de 36,5 milliards au même semestre de 2010. Cette évolution négative est le résultat des détériorations survenues dans les soldes des marchandises et des revenus, qui ont toutefois été partiellement compensées par une amélioration du solde des services. La balance des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive au solde courant de la zone euro, s'est retournée en dégageant un déficit de 14 milliards d'euros au premier semestre de 2011, revenant ainsi à la situation observée en 2008 et au premier trimestre 2009. Cette importante détérioration du solde de biens en valeur est due à une hausse plus importante des importations (+20%) que des exportations (+17%), essentiellement sous l'effet du renchérissement du prix des produits pétroliers et des autres matières premières. Par ailleurs, la croissance des échanges de biens s'est nettement ralentie au second trimestre 2011. Le taux annuel de croissance des exportations s'est ainsi établi à 13% au deuxième trimestre (contre 21% au premier trimestre) et à 14% pour les importations (contre 25% au premier trimestre 2011).

Alors que les indices des volumes du commerce extérieur ont connu une progression plus rapide pour les exportations (+12% sur les cinq¹ premiers mois de 2011) que pour les importations (+6,5%), les indices moyens des prix se sont accrus davantage pour ces dernières (+13,5%) que pour les premières (+6% à l'exportation). Les termes de l'échange se sont par conséquent détériorés de 6,5% sur les cinq premiers mois de l'année 2011. La hausse du prix de l'énergie et des autres matières premières est largement à la base de cette détérioration des termes de l'échange et donc du retournement du solde des marchandises. A cela s'ajoute la contribution négative de la balance des revenus, dont le déficit s'est accru à 10 milliards d'euros au premier semestre 2011, contre 4 milliards au même semestre de 2010. Cette dernière détérioration reflète en grande partie la hausse des taux de rendement de la dette souveraine de certains pays de la zone euro. Les évolutions négatives ci-dessus ont été néanmoins compensées en partie par une amélioration de l'excédent des services (+29% à 21 milliards au premier semestre 2011). Le déficit des transferts courants a pour sa part stagné à 55 milliards d'euros au premier semestre 2011.



Source : BCE

1 A la date d'arrêt de ce bulletin, les données de juin 2011 sur les indices des prix et des volumes n'étaient pas disponibles.

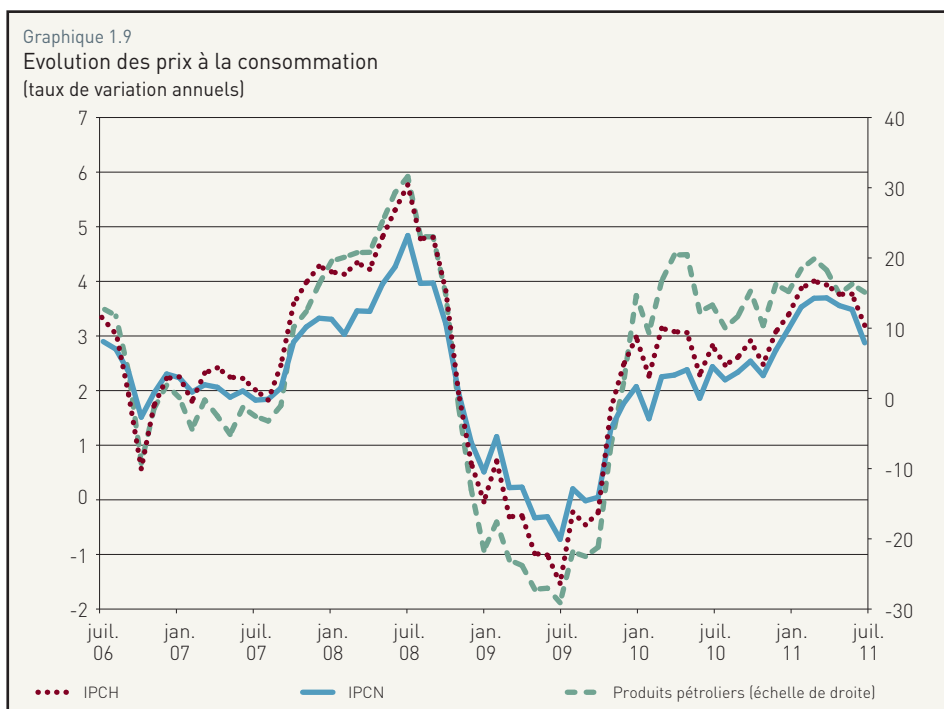
2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

2.1 LES PRIX ET LES COÛTS

2.1.1 Les prix à la consommation

En 2010, l'inflation globale s'est établie à un niveau élevé et elle s'est caractérisée par une accélération graduelle et continue tout au long de l'année. Le taux de variation annuel de l'IPCN est passé de 2,1 % en janvier à 2,5 % en juillet, pour terminer l'année à 2,8 %. L'accélération s'est encore accentuée au premier semestre 2011 et le taux d'inflation s'est même hissé à 3,7 % en avril 2011, pour se tasser ensuite à 2,9 % en juillet. Sur les sept premiers mois de l'année 2011, le taux d'inflation moyen a été de 3,5 %, contre 2,3 % en 2010.

Le profil de l'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a été similaire à celui mesurée par l'IPCN, à un niveau toutefois encore plus élevé. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCH est passé de 3,1 % en décembre 2010 à 4,0 % en mars 2011 pour se replier à 3,2 % en juillet. Sur les sept premiers mois de l'année 2011, le taux d'inflation moyen a été de 3,7 %, contre 2,8 % en 2010.



Source : BCE

L'évolution défavorable de l'inflation globale, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, résulte à la fois du maintien à un niveau élevé de l'inflation des produits énergétiques et d'une accélération de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie. Suite à l'envolée du prix du pétrole depuis le début 2009, le recul des taux de variation annuels des prix des produits pétroliers s'est d'abord modéré, pour se transmuter ensuite en une variation positive en fin d'année 2009 (voir graphique). Cette accélération s'est accentuée au début de l'année 2010 et le taux de variation moyen des produits pétroliers a atteint 15 % depuis lors. Parallèlement, l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques a reculé lors de la première moitié de l'année 2010, pour se redresser par la suite. Ainsi, le taux de variation annuel a

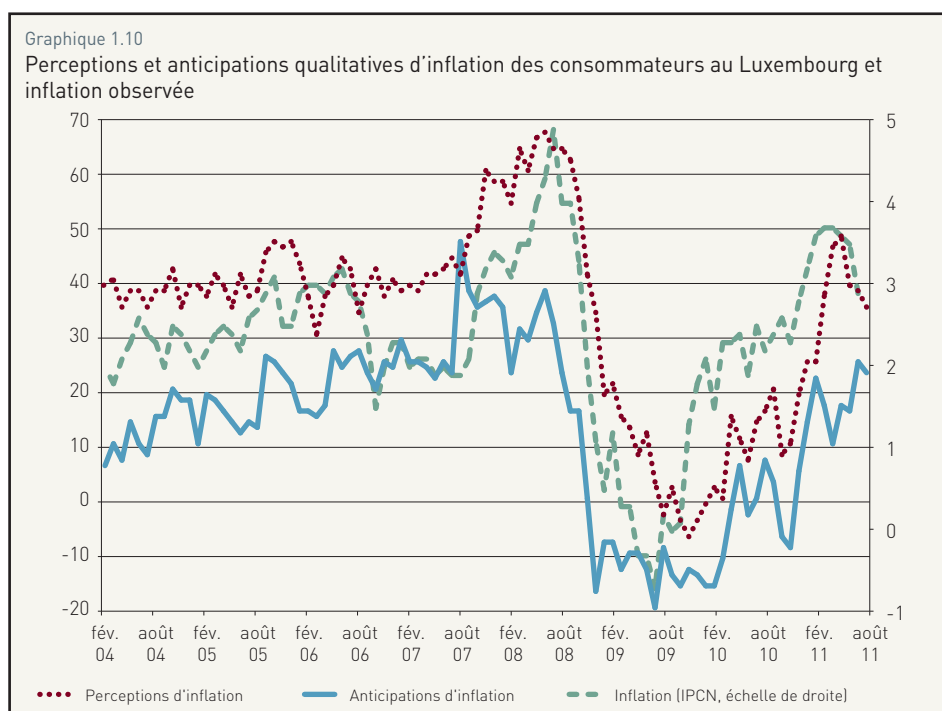
baissé de 1,9 % fin 2009 à 1,0 % au deuxième trimestre 2010, pour s'établir à 1,7 % en fin d'année 2010. Cette accélération s'est accentuée par la suite et le taux s'est même hissé à 2,6 % en mai 2011 pour se replier par la suite.

Le regain d'inflation résulte de plusieurs facteurs. Les prix des biens alimentaires ont un renchérissement suite à la hausse marquée des cours sur les marchés des matières premières agricoles. L'accélération de l'inflation des prix des biens industriels non-énergétiques résulte des effets indirects liés à la progression

des prix de l'énergie, de l'amélioration graduelle de la demande et de la progression des salaires. Les prix des services se sont accélérés sous l'influence principalement de l'ajustement à la hausse des salaires ainsi que du relèvement des prix administrés.

Depuis deux ans, l'inflation au Luxembourg est à nouveau constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes². Au premier semestre 2011, cet écart défavorable se chiffrait à respectivement 0,9 et 1,1 points de pourcentage (pp). Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au deuxième trimestre 2011 ont atteint respectivement 4,6pp par rapport à la zone euro et 8,9pp par rapport aux pays limitrophes.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL³, ces derniers ont perçu la sensible remontée de l'inflation globale avec un retard de plusieurs mois. Ainsi, les perceptions qualitatives d'inflation des ménages ne se sont redressées que vers la fin 2009 et les anticipations – après une évolution en dents de scie – n'ont rebondi de manière conséquente que vers la fin de l'année 2010. En ce qui concerne ces dernières, et contrairement aux deux années précédentes, il semble que les consommateurs écartent désormais toute possibilité de baisse générale des prix. Au cours des derniers mois, les perceptions d'inflation se sont tassées avec le léger recul de l'inflation. Les anticipations d'inflation se sont par contre affichées en hausse jusqu'en juillet, pour atteindre leur niveau le plus élevé depuis le tournant de l'année 2008/2009. Ce n'est qu'en août qu'elles se sont légèrement repliées.



Sources : BCL et Statec

- 2 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.
- 3 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg par la BCL s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-août 2011, l'euro cotait aux environs de 1,43 USD/EUR, ce qui correspond aux hypothèses de l'exercice datant de juin 2011⁴. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 110\$/bl et les marchés à terme anticipent un recul supplémentaire de ce prix, qui s'établirait à un niveau proche de 106\$/bl au troisième trimestre 2012. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollars augmenterait de 29 % en 2011 et reculerait de 5 % en 2012. Par rapport à l'exercice de juin, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en dollars n'ont été revues que marginalement. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 1.4
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2009	2010	2011	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1	2012-T2	2012-T3
Prix du pétrole (Brent) en \$	62	80	110	117	111	107	107	107	106
Taux de change \$/€	1,39	1,33	1,42	1,44	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43
Prix du pétrole en € (en% de var. ann.)	-33	36	29	32	31	17	-2	-8	-4

Source : BCL

L'inflation à l'exclusion de l'énergie a nettement reculé au mois de juillet. Cette baisse ne résulte cependant que de phénomènes temporaires et elle ne devrait pas se poursuivre au cours des prochains mois. Les prix des légumes ont en effet considérablement chuté suite à la crise de confiance causée par l'émergence d'une épidémie liée à la bactérie ECEH, principalement en Allemagne. Cet effet a été amplifié dans le recensement des statistiques de prix par l'introduction depuis le début de l'année d'un changement méthodologique quant à l'enregistrement des prix des produits saisonniers. Les prix des produits saisonniers se redresseront avec la dissipation de cette crise de confiance. Au-delà de ce phénomène transitoire, une nouvelle poussée inflationniste semble probable, d'autant plus que plusieurs facteurs d'inflation qui ont émergé récemment ont tardé à affecter les prix à la consommation. Ils risquent donc de se manifester au cours des prochains mois.

Ainsi, à l'heure actuelle l'envolée des prix des matières premières agricoles ne s'est que timidement répercutée en une hausse des prix des biens alimentaires traités à l'exclusion du tabac. Il est admis qu'un impact supplémentaire sur les prix à la consommation se manifesterait au tournant de l'année 2011/2012. Un indice composite des prix de matières premières indique que le niveau des prix s'est fortement accéléré depuis ses creux de début 2009 et a nettement dépassé les maxima de début 2008. Ces prix se sont certes légèrement tassés par rapport à leurs sommets du premier trimestre 2011, mais ils demeurent à des niveaux très élevés. Les prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents indiquent aussi que les prix des matières premières persisteraient à ces niveaux élevés sur le reste de l'horizon de projections. Les matières premières ne comptent certes que pour une partie infime du prix de vente final des biens à la consommation. Leur hausse pourrait donc être absorbée par une compression des marges de profit et ceci à différentes étapes de la chaîne de production. Mais un ajustement des prix à la consommation devient d'autant plus probable que les prix des matières se maintiennent à un niveau élevé et que les producteurs sont simultanément confrontés à une hausse importante de leurs coûts salariaux ainsi qu'à des niveaux quasi-records des prix de l'énergie. Une tendance à la hausse de ces prix à la consommation a d'ailleurs aussi été récemment observée dans les pays limitrophes.

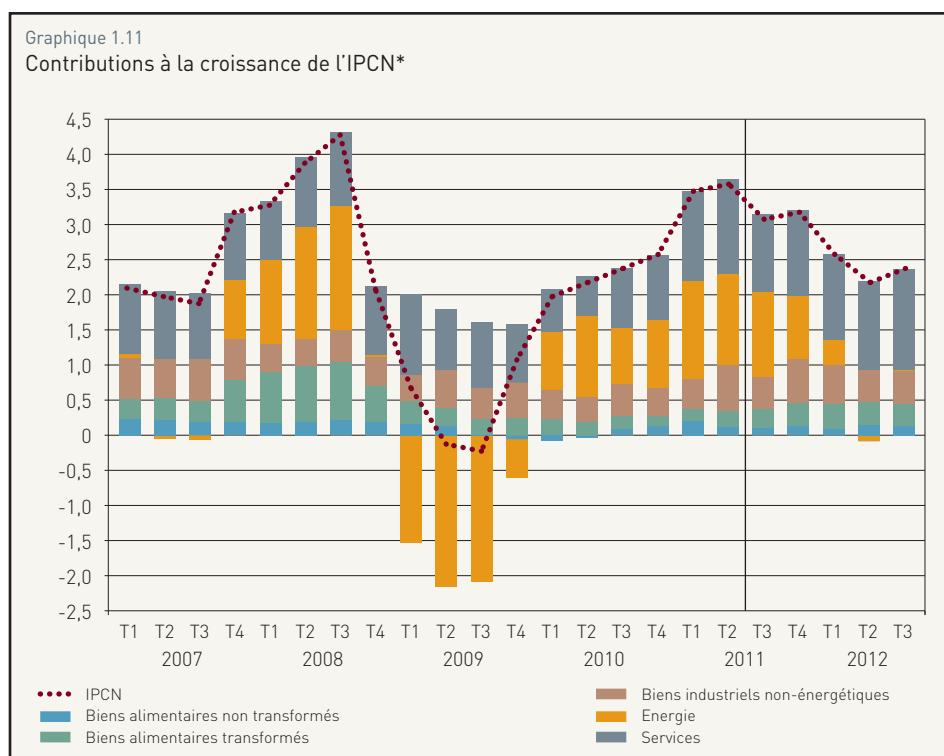
4 Voir BCL, Rapport annuel 2010, pp.55-59

L'inflation des biens industriels non-énergétiques devrait au mieux se stabiliser au cours des prochains mois. Des effets retardés de la hausse prononcée du prix du pétrole, principalement via le redressement en cours des prix à la production industrielle, s'ajouteraient à la progression des coûts salariaux et ils exerceraient un impact à la hausse sur ces prix à la consommation. L'ampleur de la répercussion des coûts de production sur les prix à la consommation sera fonction de la demande à laquelle les entreprises seront confrontées. Le Luxembourg importe principalement des biens industriels non-énergétiques et leur taux d'inflation au Luxembourg dépend par conséquent aussi de l'inflation importée. En général, l'inflation importée est susceptible de s'accroître en 2011 pour s'atténuer en 2012. Selon les plus récentes projections des services de la BCE, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre X% et Y% en 2011 contre 1,6% en 2010. Par rapport à l'exercice de l'Eurosystème de juin, ces projections sont quasiment inchangées.

L'inflation des services se maintiendrait à un niveau très élevé au cours des prochains mois, essentiellement sous l'effet de la progression des coûts salariaux⁵ et des prix administrés. En ce qui concerne les salaires, le paiement de la tranche indiciaire due pour mai aura lieu en octobre et la hausse automatique subséquente pourrait déjà tomber en avril 2012. Par conséquent, sur deux années consécutives, le salaire minimum progresserait de 3,8% en moyenne, ce qui est nettement au-dessus de la moyenne enregistrée depuis 1996 et ceci dans un contexte conjoncturel très fragile. En ce qui concerne la dynamique des prix administrés, leur taux d'inflation se modérerait au cours des prochains mois en raison des effets de base, qui sont redevenus favorables à partir de juillet 2011. Il devrait toutefois rester supérieur à l'inflation globale. En conséquence, l'inflation des services dépasserait les 3% aussi bien en 2011 qu'en 2012.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques, qui s'était stabilisée à des niveaux élevés depuis le début de l'année 2010, devrait s'estomper au cours des prochains trimestres. Si les prix des produits pétroliers ne devaient guère reculer au cours des prochains mois, leur taux de variation annuel baisserait tout de même et deviendrait même légèrement négatif à la fin de l'horizon de projection. L'inflation annuelle des produits énergétiques reculerait progressivement, pour passer de presque 15% au premier trimestre 2011 à environ 0% un an plus tard. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, positive depuis le premier trimestre 2010, s'estomperait graduellement pour converger vers zéro au troisième trimestre 2012 (voir le graphique).



Sources : Statec, projections BCL

* 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.

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

En moyenne annuelle, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à environ 12% en 2011. Par rapport à l'exercice de juin, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques sont restées pratiquement inchangées, en ligne avec des hypothèses techniques qui le sont restées également.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le taux d'inflation afférent pourrait se stabiliser autour de 2,4% lors des prochains trimestres. Après son recul temporaire au troisième trimestre 2011, l'inflation s'accélérait donc à nouveau sous l'impact de la poursuite de l'accélération des prix des biens alimentaires traités et des services. Par rapport à l'exercice précédent, ces projections ont été ajustées marginalement à la baisse au deuxième semestre 2011. La légère révision résulte essentiellement de l'adaptation des projections de l'inflation des biens alimentaires non traités, elle-même liée à la chute importante des prix des légumes au deuxième trimestre.

Avec un taux de 2,9% en juillet 2011, l'inflation mesurée par l'IPCN global a reculé par rapport aux sommets de 3,7% observés en mars et avril. Cette baisse n'est pourtant que temporaire, puisqu'une nouvelle accélération devrait se manifester sur le reste de l'année avant que l'inflation ne puisse baisser de manière plus conséquente dès le début de l'année prochaine. A partir du mois d'août, elle devrait s'accélérer au-delà de 3% et demeurerait donc à un niveau très élevé pour le reste de l'année. En 2012, les taux se replieraient au premier semestre mais rebondiraient par la suite. Le taux d'inflation moyen s'établirait aux environs de 3,2% au deuxième trimestre 2011, avant de s'estomper vers 2,4% au premier trimestre 2012. Ce fléchissement est en grande partie attribuable au recul de l'inflation des produits énergétiques dans la foulée de l'hypothèse d'une quasi-stabilisation des prix du pétrole. Ces taux demeureraient par contre élevés et ils dépasseraient nettement à la fois la moyenne historique, l'inflation dans les pays limitrophes et l'inflation de la zone euro. Par rapport à l'exercice précédent, le scénario de l'inflation globale n'a guère changé.

Tableau 1.5
Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes
(en taux de variation annuel ou en points de pourcentage)

	2010	2011	2011-1 ^{er} sem	2011-2 ^e sem	2012-1 ^{er} sem
IPCN	2,3	3,4 (-0,1)	3,5	3,2 (-0,1)	2,4
IPCN hors énergie	1,5	2,4 (-0,1)	2,5	2,4 (-0,1)	2,5
IPCH	2,8	3,6 (-0,1)	3,8	3,5 (-0,1)	2,4
IPCH énergie	11,7	12,6 (-)	14,4 (0,2)	11 (-0,2)	0,0
IPCH hors énergie	1,7	2,5 (-0,1)	2,5	2,5 (-0,1)	2,8
Impact des mesures gouvernementales ¹ sur l'IPCN, en pp	0,4	0,8			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,6	0,8			

Source : BCL

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

En vertu de l'accord entre le gouvernement et les partenaires syndicaux, le paiement de la tranche indiciaire dû pour mai 2011 a été différé à octobre 2011. Sur base des projections d'inflation sous-jacentes, le paiement de la prochaine tranche indiciaire sur base du mécanisme automatique serait dû pour avril 2012, un scénario presque inchangé par rapport à l'exercice précédent. La hausse automatique des salaires n'interviendrait donc que quelques mois après celle d'octobre 2011. Il en résulterait une accélération très nette de la dynamique des salaires en 2012, qui exercerait à son tour un impact sur les prix des autres biens et services. Elle perpétuerait leur dynamique à un niveau élevé et elle empêcherait le recul de l'inflation globale en dessous des 2%. L'inflation au Luxembourg demeurerait donc supérieure à l'inflation des pays limitrophes, en raison de facteurs domestiques et d'une inflation particulièrement élevée des prix des services.

Selon le Conseil des Gouverneurs de la BCE, il faut éviter un scénario de ce type. Ces effets – dits de second tour – perpétuent le choc initial et ils risquent de donner une dynamique auto-entretenu aux prix à la consommation – une spirale prix-salaires – qui pourrait s'avérer difficile à rompre. Un raisonnement analogue est sous-jacent au nouveau dispositif de surveillance macroéconomique, qui sera bientôt d'application au

niveau européen. Si celui-ci ne peut influencer *ex ante* la formation des salaires, il permettra tout de même de veiller de près aux évolutions divergentes des prix et des coûts dans tous les pays de la zone euro. *Ex post*, le Conseil européen pourra aussi demander aux gouvernements les ajustements qu'il juge nécessaires. Le «semestre européen» a déjà permis des avancées en la matière. Dans son évaluation du Programme national de réforme et de la 12^{ème} actualisation du Programme de stabilité du Luxembourg, publié le 7 juin 2011, la Commission européenne a recommandé une réforme du mode de formation des salaires visant à assurer que la progression des salaires reflète davantage l'évolution de la productivité et de la compétitivité.

Dans ce double contexte préventif, l'extension de la modulation du mécanisme de l'indexation automatique des salaires à l'année 2012 est un strict minimum que le gouvernement devrait envisager. Des modalités d'adaptation du mécanisme d'indexation avaient d'ailleurs été discutées lors des réunions bipartites en avril 2010, sans que les partenaires sociaux n'aient pu s'accorder sur ces modalités.

Encadré 1.1

LE COMPORTEMENT DE FIXATION DES PRIX À LA CONSOMMATION PAR TYPE DE MAGASIN : UNE ANALYSE SUR BASE DE DONNÉES INDIVIDUELLES ¹

INTRODUCTION

Cet encadré résume les résultats clés d'une étude menée au sein du groupe «2011 Structural Issues Report: Structural Features of Distributive Trades and Their Impact on Prices in the Euro Area»² (2011 SIR, ci-après) du Système européen de banques centrales. Les objectifs principaux de ce groupe étaient d'analyser les caractéristiques du secteur de la distribution, par exemple les canaux de distributions et le degré de concurrence, au sein des pays européens et d'étudier leurs impacts sur la dynamique des prix.

Le comportement de fixation des prix à la consommation a attiré l'attention des économistes ainsi que des banquiers centraux ces dernières années. Selon la théorie des marchés complets, les prix s'ajustent immédiatement suite à un choc. L'analyse empirique, par contre, suggère que les entreprises ne révisent et ne changent leurs prix qu'à certains intervalles et/ou suite à des événements particuliers (voir, par exemple, Fabiani et al., 2006). Ce type de rigidités nominales qui, selon des enquêtes menées auprès des entreprises, résultent prioritairement des contrats avec les clients (explicites ou implicites) et d'une courbe des coûts marginaux plate, est une source potentiellement importante de la non-neutralité de la monnaie à court terme. De plus, la flexibilité des prix diffère fortement selon le type de produit analysé.³

Le 2011 SIR a analysé la flexibilité des prix sur base de données individuelles en examinant, parmi d'autres, le comportement de fixation des prix par type de magasin. De manière générale, le 2011 SIR distingue 5 types de magasins de détail, à savoir les hypermarchés, les supermarchés, les superettes, les supermarchés discounts et les magasins traditionnels. Les indicateurs clés de l'analyse se réfèrent à la fréquence avec laquelle les prix sont révisés et le changement moyen d'un prix (pour de plus amples informations et la définition de la fréquence d'un changement de prix, voir Lünemann et Mathä, 2005). Nous présentons ci-dessous les résultats pour le Luxembourg.

1 Nous tenons à remercier le Statec pour la mise à disposition des données de base et plus particulièrement Messieurs J. Hury et C. Lamboray pour leurs explications et informations supplémentaires.

2 Ce rapport sera prochainement publié.

3 Par exemple, Dhyne et al. (2006) suggèrent que la fréquence d'un changement de prix est relativement élevée au sein de la catégorie «énergie» et particulièrement faible pour les services.

Au Luxembourg, l'analyse du comportement de fixation des prix de détail par type de magasin porte sur plus de 291 000 prix individuels (voir le tableau 1 ci-dessous), relevés dans environ 350 magasins par le Statec dans le cadre de l'établissement des indices des prix à la consommation national et harmonisé. La période de référence s'étend de janvier 2005 à décembre 2010.⁴ Alors que les magasins traditionnels représentent environ 97% des magasins considérés, près de 40% des prix analysés ont été relevés au sein des hypermarchés et des supermarchés ainsi que des supermarchés discounts.⁵ Afin d'étudier plus spécifiquement le comportement de fixation des prix, une distinction est faite entre une augmentation des prix et une baisse des prix.

Tableau 1
Nombre de prix individuels analysés

	Hypermarchés	Supermarchés	Supermarchés discounts	Magasins traditionnels	Total
Biens alimentaires non-transformés	17 470	13 175	177	10 413	41 235
Biens alimentaires transformés	36 066	17 537	1 334	10 935	65 872
Produits manufacturés non-énergétiques	17 272	4 606	1 017	84 043	106 938
Services	894	0	0	76 165	77 059
Total	71 702	35 318	2 528	181 556	291 104

Sources : Statec, calculs BCL.

RÉSULTATS POUR L'ENSEMBLE DES PRODUITS CONSIDÉRÉS

Les résultats pour l'ensemble des produits considérés sont les suivants (voir aussi le tableau 2 ci-dessous). Premièrement, au Luxembourg, la fréquence pondérée d'un changement de prix est d'environ 10,5% par mois. Pour être explicite, ceci signifie que quelque 10% des prix recensés changent d'un mois à l'autre. Nos résultats suggèrent cependant un degré d'hétérogénéité substantiel pour la fréquence d'un changement de prix non seulement entre les 4 types de produits, mais aussi entre les 4 types de magasins étudiés. Alors que pour les biens alimentaires non-transformés la fréquence moyenne pondérée d'un changement de prix est d'environ 29%, la fréquence moyenne pondérée d'un changement de prix est inférieure à 4% pour les services. Pour les biens alimentaires transformés et les produits manufacturés, la fréquence d'un changement de prix se situe entre 13% et 15%. Concernant les types de magasins, la fréquence moyenne pondérée d'un changement de prix varie entre 6,8% (supermarchés discounts) et 25,6% (supermarchés). Alors que la fréquence moyenne pondérée d'un changement de prix est supérieure à la moyenne globale au sein des hypermarchés (environ 21%), elle est nettement inférieure à la moyenne globale au sein des magasins de détail traditionnels (7,6%).

Tableau 2
Fréquence d'un changement de prix par type de magasin et type de produit (ensemble des prix considérés, en pourcentage par mois)

	Hypermarchés	Supermarchés	Supermarchés discounts	Magasins traditionnels	Total
Biens alimentaires non-transformés	43,3	51,9	nc	12,1	29,3
Biens alimentaires transformés	17,7	10,6	nc	7,7	14,7
Produits manufacturés non-énergétiques	9,8	6,2	nc	15,1	13,4
Services	nc	na	na	4,2	3,6
Total	20,9	25,6	6,8	7,6	10,5

Sources : Statec, calculs BCL.

Remarques : Fréquence moyenne pondérée selon la pondération IPCN. Les abréviations na et nc représentent respectivement des ventilations non-analysées ou non-communicuées, en raison d'un nombre d'observations insuffisant.

- 4 Cela correspond à environ 58% des prix à la consommation relevés par le Statec pendant la période de référence. Afin de limiter tout biais suite à des effets particuliers (tels qu'un remplacement de produit ou, plus généralement, une trajectoire de prix très courte), plus de 40% des observations sont ensuite éliminées. Même si les résultats agrégés (au niveau d'un type de magasin, au niveau d'un type de produit ainsi qu'au niveau de l'ensemble de l'économie) tiennent compte du poids des produits dans l'indice des prix à la consommation national, ils ne sont pas nécessairement représentatifs de l'ensemble de l'économie.
- 5 Pour cause d'échantillon trop faible, nous faisons abstraction des prix relevés au sein des supérettes. Par contre, contrairement au 2011 SIR, cet encadré présente non seulement des résultats pour les types de produits « Biens alimentaires non-transformés », « Biens alimentaires transformés » et « Produits manufacturés non-énergétiques », mais aussi pour les prix des services.

Deuxièmement, le degré d'hétérogénéité entre les types de magasins se répercute sur la fréquence d'une baisse de prix, non seulement en chiffres absolus, mais aussi par rapport à la fréquence d'une augmentation de prix. Globalement, environ un tiers des changements de prix sont des baisses. La part des diminutions de prix varie entre 25 % (magasins de détail traditionnels) et 55 % (supermarchés discounts) de tous les changements de prix. Au sein des hypermarchés et des supermarchés, les baisses de prix représentent entre 42 % et 44 % des changements de prix.

Troisièmement, l'analyse établit non seulement un degré d'hétérogénéité marqué entre les différents types de magasins en ce qui concerne la fréquence d'un changement de prix, mais aussi pour ce qui est de l'ampleur moyenne des changements de prix. Alors que les hypermarchés et les supermarchés se caractérisent en moyenne par une ampleur des changements de prix relativement importante (entre 6,5 % et 8,5 %), l'ampleur moyenne reste limitée dans les magasins traditionnels et les supermarchés discounts. De plus, l'analyse suggère qu'au sein des magasins traditionnels, l'ampleur moyenne des hausses de prix est nettement plus large (3,2 %) que celle des baisses de prix (environ 1,6 %). Pour les hypermarchés, les supermarchés et les supermarchés discounts, l'analyse ne révèle pas de différences significatives entre l'ampleur moyenne des hausses de prix et celle des baisses de prix.

En résumé, les hypermarchés et les supermarchés se caractérisent par une fréquence d'un changement de prix élevée, une part importante de baisses de prix (de l'ordre de 42-44 %) ainsi que des ampleurs moyennes comparables pour les baisses et les hausses de prix. Par contre, les magasins de détail traditionnels affichent une faible fréquence de changement de prix et par peu de baisses de prix qui, en outre, sont sensiblement moins larges que les hausses de prix. Finalement, les supermarchés discounts combinent une faible fréquence de changement de prix, une part importante de baisses de prix (de l'ordre de 55 %) et une ampleur moyenne quasi-identique pour les hausses et les baisses de prix.

Quatrièmement, malgré des différences substantielles entre les 4 types de produits étudiés, l'analyse révèle certaines régularités entre les types de magasins (voir le tableau 2 ci-dessus). Tout d'abord, pour la majorité des types de produits, la fréquence d'un changement de prix est relativement élevée pour les hypermarchés et les supermarchés mais relativement faible pour les magasins traditionnels. Les magasins traditionnels révèlent cependant une fréquence de changement de prix particulièrement élevée pour ce qui concerne les produits manufacturés non-énergétiques. Les hypermarchés et les supermarchés se caractérisent non seulement par une fréquence d'un changement de prix globalement similaire, mais aussi par un classement selon le type de produit identique. La fréquence d'un changement de prix est plus élevée pour les biens alimentaires non-transformés que pour les biens alimentaires transformés qui, à leur tour, affichent une fréquence de changement de prix plus élevée que les produits manufacturés non-énergétiques.⁶ En dépit du classement par type de produit identique pour les hypermarchés et les supermarchés, l'analyse suggère des différences non négligeables en ce qui concerne la fréquence d'un changement de prix en chiffres absolus.

Les fréquences d'un changement de prix au sein des magasins traditionnels sont non seulement substantiellement différentes des fréquences au sein des hypermarchés et des supermarchés, mais elles révèlent aussi un classement par type de produit différent. Il est vrai que la fréquence la moins élevée est à nouveau observée pour les services (les services achetés dans ces magasins consistent par exemple en un repas au restaurant, l'entretien de véhicules, une coupe de cheveux au sein d'un salon de coiffure). Par contre, contrairement aux hypermarchés et aux supermarchés, la fréquence la plus élevée au sein des magasins traditionnels est observée pour les produits manufacturés non-énergétiques (et non pour les biens alimentaires non-transformés). Ces résultats doivent cependant être interprétés avec prudence. Premièrement, étant donné le nombre d'observations très limité pour certains types de magasins, les fréquences rapportées ne sont pas nécessairement représentatives de l'ensemble des magasins au sein de cette catégorie. Deuxièmement, les écarts concernant la fréquence d'un changement de prix peuvent refléter non seulement un comportement de fixation des prix différent entre les types de magasins étudiés, mais aussi entre des gammes de produits offerts différentes.

6 Ce classement par type de produit correspond au classement fourni par Dhyne et al. (2006) pour les Etats-Unis et un grand nombre de pays de la zone euro (classement global, abstraction faite du type de magasin).

RÉSULTATS POUR L'ÉCHANTILLON 2011 SIR

Afin d'assurer la comparabilité entre plusieurs pays et suite à la disponibilité limitée de données pour certains pays, l'analyse menée dans le cadre du 2011 SIR s'effectue sur la base d'un échantillon de 26 produits de consommation.⁷ De plus, en restreignant l'analyse à une sélection de produits spécifiques, nous limitons un éventuel biais dû à une gamme de produits offerts différente entre les types de magasins. De manière générale, au Luxembourg, les fréquences d'un changement de prix obtenues sur la base de l'échantillon ne s'écartent que faiblement des fréquences obtenues pour l'ensemble de l'IPCN (sauf pour les prix de biens alimentaires non-transformés relevés au sein de magasins traditionnels).

Tableau 3

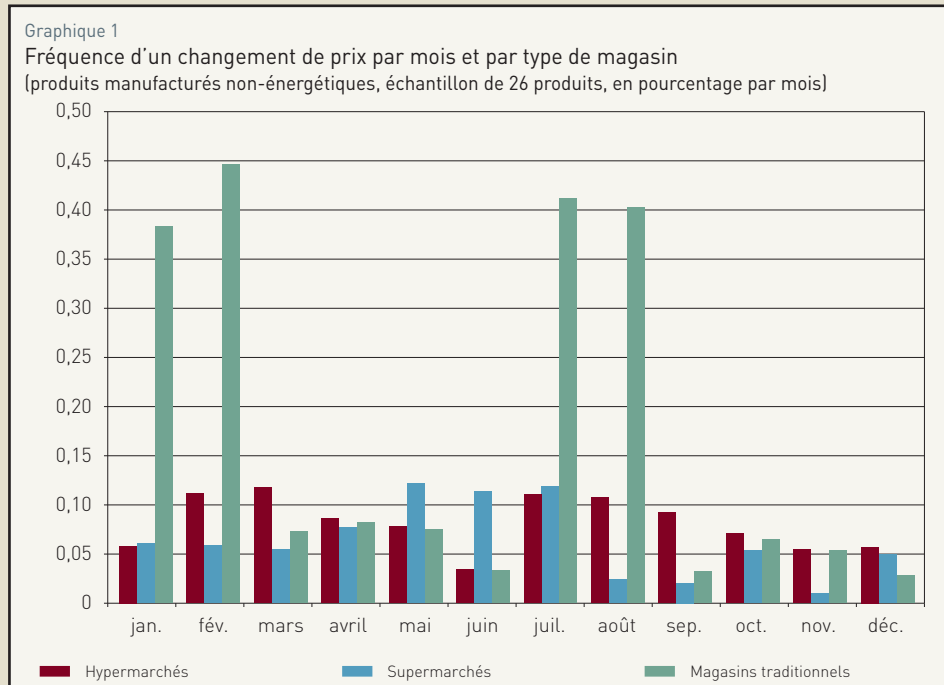
Fréquence d'un changement de prix par type de magasin et type de produit (échantillon de 26 produits, en pourcentage par mois)

	Hypermarchés	Supermarchés	Magasins traditionnels
Biens alimentaires non-transformés	54,5	50,4	30,6
Biens alimentaires transformés	18,0	8,6	6,0
Produits manufacturés non-énergétiques	8,1	6,4	17,7

Sources : Statec, calculs BCL.

Remarques : Fréquence moyenne pondérée selon la pondération IPCN. Résultats pour les supermarchés discounts non illustrés dû au nombre d'observations insuffisant.

De plus, l'analyse restreinte sur la base de l'échantillon n'affecte guère nos principaux résultats (voir tableau 3 ci-dessus). Premièrement, le classement de la fréquence d'un changement de prix par type de produit reste le même pour l'ensemble des types de magasins analysés. Deuxièmement, alors que pour les biens alimentaires (transformés et non-transformés) la fréquence d'un changement de prix demeure plus élevée au sein des hypermarchés et des supermarchés que dans les magasins traditionnels, les magasins traditionnels affichent une fréquence plus élevée pour les produits manufacturés non-énergétiques.



Sources : Statec, calculs BCL

Dans le souci d'étudier plus en détail le cas des produits manufacturés non-énergétiques, le graphique ci-dessous représente la fréquence d'un changement de prix par type de magasin et par mois. Il s'avère que la fréquence d'un changement de prix au sein des magasins traditionnels est proche de la fréquence observée pour les hypermarchés et/ou les supermarchés pendant une grande partie de l'année. Par contre, la fréquence d'un changement de prix au sein des magasins traditionnels est sensiblement plus importante qu'au sein des hypermarchés et des supermarchés pendant la période des soldes.⁸

7 L'échantillon correspond à la gamme de produits analysés dans le cadre de la comparaison multi-pays de Dhyne et al. (2006), mais contrairement à ces derniers, le 2011 SIR fait abstraction des services et de l'énergie.

8 Alors que la période des soldes se limite typiquement aux mois de janvier et juillet, la fréquence d'un changement de prix est également très élevée aux mois de février et août, moments où les prix soldés sont de nouveau ajustés à la hausse.

Enfin, notre analyse suggère un degré d'hétérogénéité substantiel de la fréquence d'un changement de prix au sein d'un même type de produit. Par exemple, la fréquence d'un changement de prix au sein du groupe des biens alimentaires transformés relevés dans les supermarchés varie entre 2% (sucre) et 18% (épinards surgelés). Alors que l'analyse restreinte sur la base d'un échantillon de produits spécifiques limite un éventuel biais dû à une gamme de produits offerts différente entre les types de magasin, force est de constater que certains produits spécifiques ne sont relevés qu'au sein d'un ou deux type(s) de magasin. Une analyse sur base des six produits (parmi les 26 produits de l'échantillon) relevés au sein des trois types de magasins considérés (à savoir les hypermarchés, les supermarchés et les magasins traditionnels) confirme que la fréquence d'un changement de prix la moins élevée est typiquement observée au sein des magasins traditionnels. De manière générale, la fréquence d'un changement de prix la plus élevée est observée au sein des hypermarchés (à l'exception d'un seul produit dont les prix varient plus souvent au sein des supermarchés).

Références

Dhyne, E., L.J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler et J. Vilmunen (2006): «Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data», in: *Journal of Economic Perspectives* 20(2), pg. 171-192.

Fabiani, S., M. Druant, I. Hernando, C. Kwapił, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T.Y. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl et A.C.J. Stokman (2006): «What Firms' Surveys Tell us About Price-Setting Behaviour in the Euro Area», in: *International Journal of Central Banking* 2(3), pg. 3 - 47.

Lünemann, P. et T. Mathä (2005): «Consumer Price Behaviour in Luxembourg: Evidence from Micro CPI Data», Banque centrale du Luxembourg Cahier d'Etudes N° 17.

2.1.2 Les prix à la production industrielle

Après avoir reculé de 8,3% en 2009, les prix à la production industrielle se sont en moyenne nettement redressés au cours de l'année 2010, en ligne avec le raffermissement de la demande mondiale de produits industriels. Les prix à la production ont dans l'ensemble poursuivi leur évolution à la hausse sur la première moitié de l'année 2011.

Les données les plus récentes indiquent qu'au second trimestre 2011, les prix à la production des biens industriels ont sensiblement décéléré. Au niveau sectoriel, il apparaît que l'évolution des prix dans le secteur des biens d'équipement a été négative au second trimestre 2011, tandis qu'une décélération des prix était observée dans les autres principaux secteurs industriels.

Tableau 1.6

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

	2009	2010	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2
Ensemble des produits Industriels	-8,3	3,7	1,7	5,0	1,1	-0,6	5,0	2,1
Biens intermédiaires	-14,2	7,1	2,5	9,0	3,4	-1,0	5,9	3,6
Biens d'équipement	1,5	2,2	-1,0	1,0	2,6	1,5	4,9	-3,5
Biens de consommation	2,6	0,1	-0,6	-0,2	0,6	0,3	1,1	0,6
Biens énergétiques	-0,8	-3,7	-0,4	2,0	-6,7	-0,9	5,1	1,5

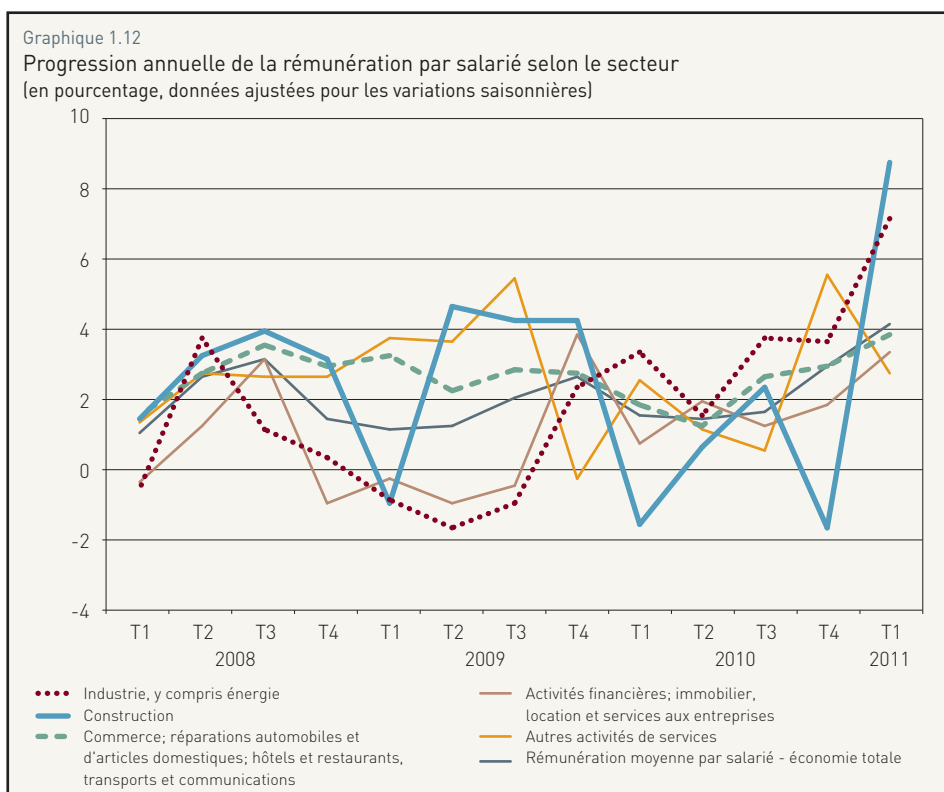
Source: Statec

L'évolution des prix à la production devrait néanmoins rester contenue au cours des prochains mois. Les dernières enquêtes de conjoncture dans l'industrie suggèrent que le mouvement général de hausse des prix devrait se modérer au cours des prochains mois. Les prix industriels devraient en outre bénéficier de l'apaisement des tensions sur les prix des matières premières observé depuis mai 2011.

2.1.3 Les coûts salariaux

Selon la comptabilité nationale, la croissance annuelle du coût salarial moyen s'est inscrite à 4,2% au premier trimestre 2011, après 3,0% le trimestre précédent et 1,6% au cours de la même période de l'année précédente.

En comparaison avec le premier trimestre 2010, le coût salarial moyen a connu une accélération dans l'ensemble des secteurs économiques. Les progressions les plus fortes ont été enregistrées du côté de l'industrie (7,2%) et de la construction (8,8%). Il convient de rappeler que la progression annuelle de la rémunération par tête avait baissé dans le secteur de la construction en début d'année 2010 en raison des conditions météorologiques particulièrement mauvaises. Par ailleurs, en écho à la reprise économique, le nombre d'heures travaillées est sur une pente ascendante dans l'industrie et la construction, contribuant ainsi à la progression de la masse salariale par tête. Dans les autres branches économiques, la hausse soutenue et régulière du coût salarial peut s'expliquer par l'embellie de la situation économique et par une évolution favorable des salaires négociés.



Source : Statec

En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a progressé de 1,0% au premier trimestre 2011 (contre 0,9% le trimestre précédent et -0,2% au premier trimestre de l'année précédente). Seul le secteur «activités financières; immobilier, location et services aux entreprises» a connu une légère baisse de la rémunération par tête au premier trimestre 2011 (-0,5%) par rapport au dernier trimestre 2010. Cette baisse pourrait en partie s'expliquer par un effet de base négatif, étant donné le paiement habituel de primes et de gratifications en fin d'année.

L'indicateur de court terme calculé à partir de données de l'IGSS confirme la tendance générale dégagée par les comptes nationaux, à savoir une accélération de la croissance annuelle du coût salarial moyen en ce début d'année 2011. Bien que les données ne

soient pas parfaitement comparables entre elles en raison des divers retraitements dont font l'objet les comptes nationaux, l'indicateur de court terme confirme le renchérissement du coût salarial au premier trimestre 2011, tant par rapport au dernier trimestre 2010 que par rapport à la même période de 2010.

Tableau 1.7

Evolution du coût salarial moyen selon le secteur (données ajustées pour les variations saisonnières)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent					Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente				
	T1-2010	T2-2010	T3-2010	T4-2010	T1-2011	T1-2010	T2-2010	T3-2010	T4-2010	T1-2011
Industrie, y compris énergie	0,7	0,1	1,9	0,9	4,1	3,4	1,6	3,8	3,7	7,2
Construction	-4,4	4,3	2,2	-3,4	5,6	-1,5	0,7	2,4	-1,6	8,8
Commerce; réparations automobiles et d'articles domestiques; hôtels et restaurants, transports et communications	0,5	-0,7	3,1	0,0	1,4	1,9	1,3	2,7	3,0	3,9
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	-1,9	1,1	0,8	1,9	-0,5	0,8	2,0	1,3	1,9	3,4
Autres activités de services	3,4	0,2	2,3	-0,3	0,7	2,6	1,2	0,6	5,6	2,8
Coût salarial moyen - économie totale	-0,2	0,6	1,6	0,9	1,0	1,6	1,5	1,7	3,0	4,2

Sources : Statec et calculs BCL

Au-delà des facteurs liés à une normalisation du temps de travail dans certains secteurs et à une amélioration progressive de la situation sur le marché du travail, l'accélération du coût salarial moyen au premier trimestre 2011 est en partie liée aux effets conjugués de la hausse du salaire social minimum et du relèvement des cotisations sociales en janvier 2011.

Cette évolution du coût salarial moyen est susceptible de se poursuivre au cours des mois à venir⁶. Le paiement d'une nouvelle tranche indiciaire dès octobre 2011 contribuera en effet à l'accélération du coût salarial.

Les projections de juin 2011 de la BCL laissent d'ailleurs augurer une progression du coût salarial moyen de quelque 5,2% en 2012 pour l'ensemble de l'économie, du moins en l'absence d'une modulation du mécanisme d'indexation. Or selon les prévisions du printemps 2011 de la Commission européenne, le coût salarial moyen n'augmenterait en 2012 que de 2,3% dans la zone euro, le Luxembourg étant après la Slovaquie le pays de la zone où ces coûts progresseraient le plus.

Cette évolution s'inscrirait sur la toile de fond du dérapage des coûts salariaux unitaires (CSU) luxembourgeois. Comme l'indique le tableau suivant, la variation cumulée des CSU enregistrée entre 1998 et 2010 a été systématiquement plus élevée au Luxembourg que dans la zone euro ou dans les trois pays limitrophes, seule la branche «Commerce, transports et communications» se démarquant à cet égard. Dans l'industrie manufacturière, les CSU se sont accrus de 20% au Luxembourg de 1998 à 2010, contre 5% pour la moyenne des trois pays voisins et 9% pour la zone euro.

Tableau 1.8

Evolution cumulée des CSU de 1998 à 2010 (en %)

	Belgique	France	Allemagne	3 voisins	Zone euro	Luxembourg
Economie totale	26	24	5	18	22	35
Industrie manufacturière	8	6	1	5	9	20
Construction	20	58	15	31	40	52
Commerce, transports et communications	23	20	-6	12	17	7
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	30	33	28	30	38	57

Sources : OCDE, calculs BCL.

⁶ Les données relatives au deuxième trimestre 2011 n'étaient pas disponibles à la date de rédaction de ce bulletin. Toutefois, les données issues de l'indicateur de court terme pour le mois d'avril 2011 témoignent d'une décélération de la progression annuelle du coût salarial moyen par rapport au même mois de l'année précédente.

2.2 MARCHÉ DU TRAVAIL

2.2.1 L'emploi

En écho au redressement de la conjoncture, les plus récentes informations confirment le repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance. De fait, les progressions annuelles de l'emploi total et de l'emploi salarié se sont établies à respectivement 3,0% et 2,9% en moyenne au cours des sept premiers mois de 2011. La croissance annuelle de l'emploi s'est hissée à 3,3% en juillet 2011.

Tableau 1.9

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

	Emploi salarié *	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «strict» ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage «large»	Taux de chômage «large» ajusté pour les variations saisonnières
2008	5,0	2,4	4,8	7,2	3,2	3,2	4,4%	4,4%	5,7%	5,7%
2009	1,2	0,0	1,1	1,0	1,2	2,6	5,7%	5,7%	7,0%	7,0%
2010	1,7	1,9	1,8	1,7	1,8	2,2	6,0%	6,0%	7,7%	7,6%
2008-T3	5,1	2,6	4,9	7,2	3,3	3,4	4,2%	4,4%	5,5%	5,7%
2008-T4	4,2	2,0	4,1	5,7	2,9	3,3	4,7%	4,6%	6,0%	5,9%
2009-T1	2,7	-0,4	2,5	3,4	1,9	3,2	5,6%	5,2%	6,8%	6,9%
2009-T2	1,5	0,1	1,4	1,4	1,4	2,8	5,4%	5,7%	6,7%	6,9%
2009-T3	0,3	0,1	0,3	-0,3	0,8	2,3	5,6%	5,8%	6,9%	7,1%
2009-T4	0,2	0,2	0,2	-0,6	0,8	2,2	6,1%	5,9%	7,5%	7,3%
2010-T1	0,7	1,8	0,7	0,3	1,1	1,9	6,3%	6,0%	7,8%	7,6%
2010-T2	1,7	1,4	1,7	1,6	1,7	2,1	5,7%	6,0%	7,4%	7,6%
2010-T3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,4	5,8%	6,1%	7,4%	7,6%
2010-T4	2,4	2,4	2,4	2,7	2,2	2,4	6,3%	6,1%	7,9%	7,8%
2011-T1	2,7	3,3	2,7	2,7	2,6	2,3	6,1%	5,8%	7,9%	7,6%
2011-T2	3,1	3,3	3,1	3,3	2,8	2,6	5,6%	5,9%	7,3%	7,5%
janv-10	0,3	1,7	0,4	-0,2	0,8	1,8	6,4%	5,9%	7,8%	7,5%
févr-10	0,7	1,9	0,8	0,4	1,1	2,0	6,4%	6,0%	7,9%	7,6%
mars-10	1,0	1,8	1,1	0,8	1,3	2,0	6,2%	6,0%	7,7%	7,6%
avr-10	1,5	1,7	1,5	1,4	1,6	2,1	5,9%	6,0%	7,6%	7,6%
mai-10	1,7	1,1	1,6	1,4	1,8	2,1	5,7%	6,0%	7,3%	7,6%
juin-10	1,9	1,2	1,9	1,9	1,9	2,2	5,7%	6,1%	7,3%	7,6%
juil-10	2,0	2,3	2,0	2,0	2,1	2,3	5,7%	6,1%	7,3%	7,6%
août-10	2,3	2,2	2,3	2,3	2,2	2,5	5,8%	6,1%	7,4%	7,6%
sept-10	2,3	2,0	2,3	2,4	2,2	2,4	5,9%	6,0%	7,6%	7,7%
oct-10	2,4	2,5	2,4	2,6	2,3	2,4	6,1%	6,1%	7,8%	7,7%
nov-10	2,4	2,3	2,4	2,6	2,2	2,4	6,2%	6,1%	7,9%	7,8%
déc-10	2,4	2,3	2,4	2,8	2,1	2,3	6,5%	6,1%	8,1%	7,9%
janv-11	2,5	3,2	2,5	2,4	2,5	2,4	6,3%	5,8%	8,0%	7,7%
févr-11	2,6	3,2	2,7	2,6	2,5	2,2	6,2%	5,8%	7,9%	7,6%
mars-11	2,9	3,5	3,0	3,1	2,7	2,4	5,9%	5,7%	7,6%	7,5%
avr-11	2,9	3,2	3,0	3,0	2,8	2,5	5,7%	5,8%	7,5%	7,5%
mai-11	3,0	3,4	3,1	3,3	2,8	2,7	5,5%	5,9%	7,3%	7,5%
juin-11	3,2	3,4	3,3	3,5	2,9	2,7	5,4%	6,0%	7,2%	7,5%
juil-11	3,3	2,3	3,3	3,6	2,9	3,1	5,9%	6,2%	7,6%	7,9%

Sources: ADEM, IGSS, Statec et calculs BCL

* Les données concernant l'emploi pour les mois de mai à juillet 2011 sont des estimations. Par ailleurs, les données relatives au chômage pour le mois de juillet 2011 sont des données provisoires.

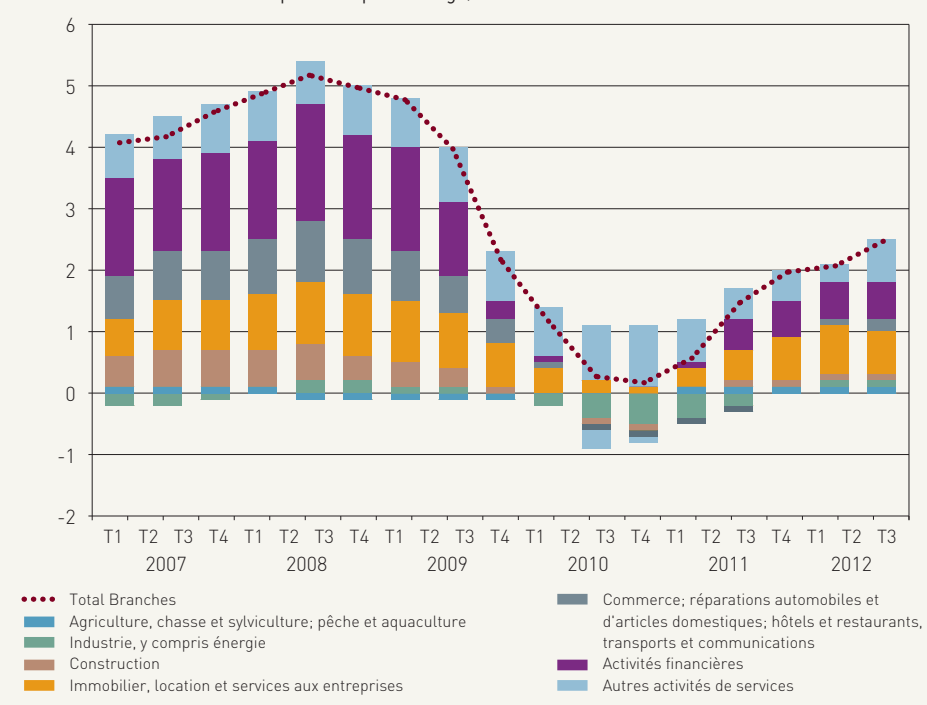
Après avoir subi de plein fouet les effets de la crise, l'emploi frontalier s'est repositionné sur une pente ascendante dès le début de l'année 2010. Depuis le mois d'août 2010, l'emploi non-résident croît à nouveau plus rapidement que l'emploi national. Selon les plus récentes estimations, les progressions annuelles de l'emploi frontalier et de l'emploi national se sont établies à respectivement 3,6 % et 2,9 % en juillet 2011. Par ailleurs, la croissance annuelle de l'emploi national s'est stabilisée autour de 2,8 % à 2,9 % entre avril et juillet 2011. En écho à la reprise de l'emploi frontalier, le poids des salariés non-résidents dans les postes nouvellement créés (en net) s'est établi à 45 % en juillet 2011. Bien que la part des frontaliers dans les créations nettes d'emplois demeure largement en-deçà des niveaux enregistrés par le passé, celle-ci s'est considérablement accrue depuis le début 2010.

Dans le sillage de la reprise économique et face à une incertitude persistante, les entreprises étaient incitées à recourir à l'emploi intérimaire, qui a joué le rôle de facteur stabilisateur pendant la crise. Tout en demeurant en-deçà des moyennes historiques, le nombre de travailleurs intérimaires a fortement augmenté tout au long de 2010. Ce dynamisme semble néanmoins s'essouffler quelque peu en ce début d'année 2011. De fait, au cours des quatre premiers mois de l'année 2011, le nombre de travailleurs intérimaires s'est établi en moyenne à environ 6 140 par mois, en légère baisse par rapport à la même période de l'année précédente (-1,4 %). Cette évolution peut néanmoins être synonyme d'un regain de confiance des entreprises. De fait, face à une conjoncture apparemment plus favorable, ces dernières sont susceptibles d'opter davantage pour des embauches effectives, plutôt que de recourir à des travailleurs intérimaires.

Le nombre d'offres d'emploi non satisfaites postées par les entreprises auprès de l'ADEM continue d'évoluer à des niveaux historiquement élevés et s'est établi à 3 014 au mois de juillet 2011. Toutefois, on constate une légère baisse du nombre d'offres d'emploi non satisfaites depuis le mois de mai 2011. Les plus récentes données disponibles en ce qui concerne la décomposition sectorielle des postes vacants révèlent qu'au premier trimestre 2011, les offres d'emplois non satisfaites proviennent essentiellement de la branche « Activités spécialisées, scientifiques et techniques » (17,3%)⁷, du secteur « Commerce, réparations d'automobiles et de motocycles » (16,9%), des « Activités financières et d'assurance » (11,0%) ainsi que de la branche « santé et action sociale » (10,5%). Les offres émanant du secteur financier proviennent probablement des activités autres que le secteur bancaire. Les statistiques

Graphique 1.13

Décomposition sectorielle de la croissance annuelle de l'emploi total
(évolution en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente et contributions à la croissance en points de pourcentage)



Sources : Statec, calculs BCL

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

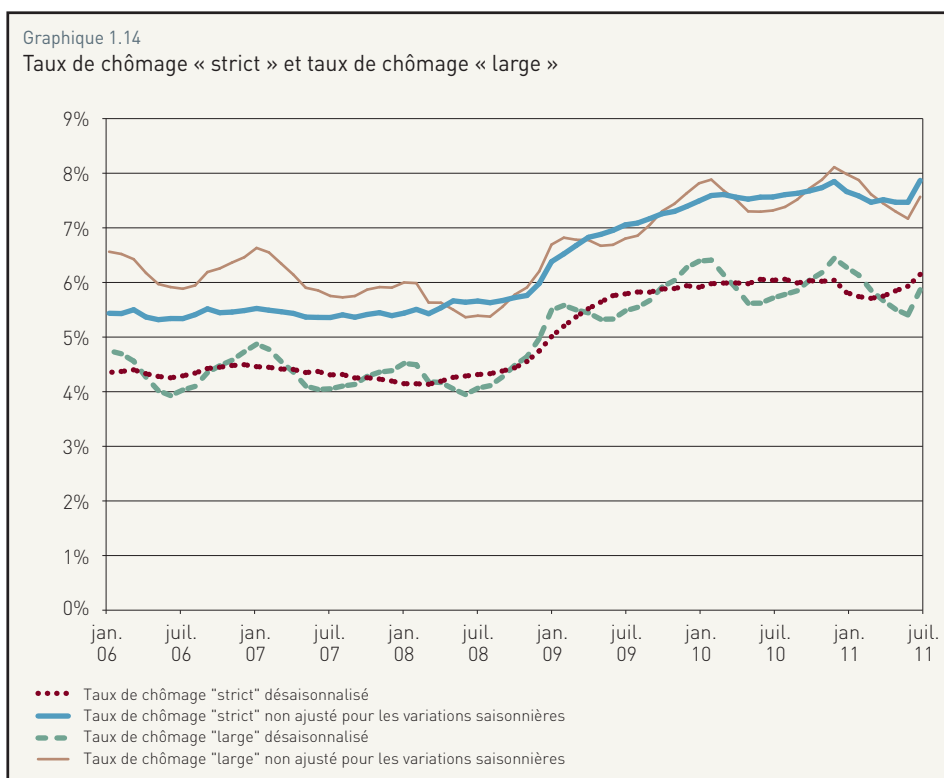
⁷ Cette branche fait partie intégrante du secteur « immobilier, location et services aux entreprises » des nomenclatures statistiques des activités économiques de l'Union Européenne (NACE Rév. 1) et inclut notamment des services aux entreprises tels que les activités juridiques et comptables, les activités de conseil de gestion.

bancaires témoignent en effet d'une légère baisse de l'emploi dans les établissements de crédit au premier trimestre 2011 (par rapport au trimestre précédent).

Selon la comptabilité nationale trimestrielle, la progression annuelle de l'emploi total s'est établie à 2,5% au premier trimestre 2011, en accélération par rapport au trimestre précédent (2,1%). L'embellie enregistrée du côté de l'emploi trouve essentiellement son origine dans le secteur « autres activités de services » et le secteur commercial⁸ (expliquant chacun 0,7 p.p. de la croissance annuelle de l'emploi au cours du trimestre sous revue). Par ailleurs, la part contributive du secteur « immobilier, location et services aux entreprises » a atteint 0,6 p.p.. Parallèlement, la situation semble se stabiliser dans les secteurs industriel et financier.

En comparaison avec le quatrième trimestre 2010, à l'exception du secteur de la construction (-0,1 p.p.), l'ensemble des branches économiques ont contribué positivement à la croissance de l'emploi. Les plus fortes progressions trimestrielles ont été enregistrées du côté des « autres activités de services » (0,6%) et du secteur « immobilier, location et services aux entreprises » (1,1%). L'emploi s'est stabilisé dans le secteur industriel et a légèrement augmenté (0,7%) dans le secteur financier. Cette évolution positive est essentiellement due à l'emploi chez les professionnels du secteur financier autres que les établissements de crédits.

2.2.2 Le chômage



Sources : Adem, IGSS, Statec

L'embellie enregistrée du côté de l'emploi trouve également son reflet du côté du taux de chômage, qui est entré dans une phase de quasi-stabilisation au cours des derniers mois. Le taux de chômage « strict » désaisonnalisé s'est établi à 5,9% en moyenne sur les sept premiers mois de 2011, après une stabilisation autour de 5,9% à 6,1% depuis août 2009. Selon des données provisoires, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé (respectivement ajusté pour les variations saisonnières) s'est établi à 6,2% (respectivement 5,9%) au mois de juillet 2011. Bien que ces données risquent d'être révisées lors des semaines à venir, on constate une forte hausse du nombre de demandeurs d'emploi en juillet 2011. De fait, le nombre de chômeurs inscrits à l'ADEM s'est établi (provisoirement) à 14 429 en juillet 2011, contre 13 314 le mois précédent et

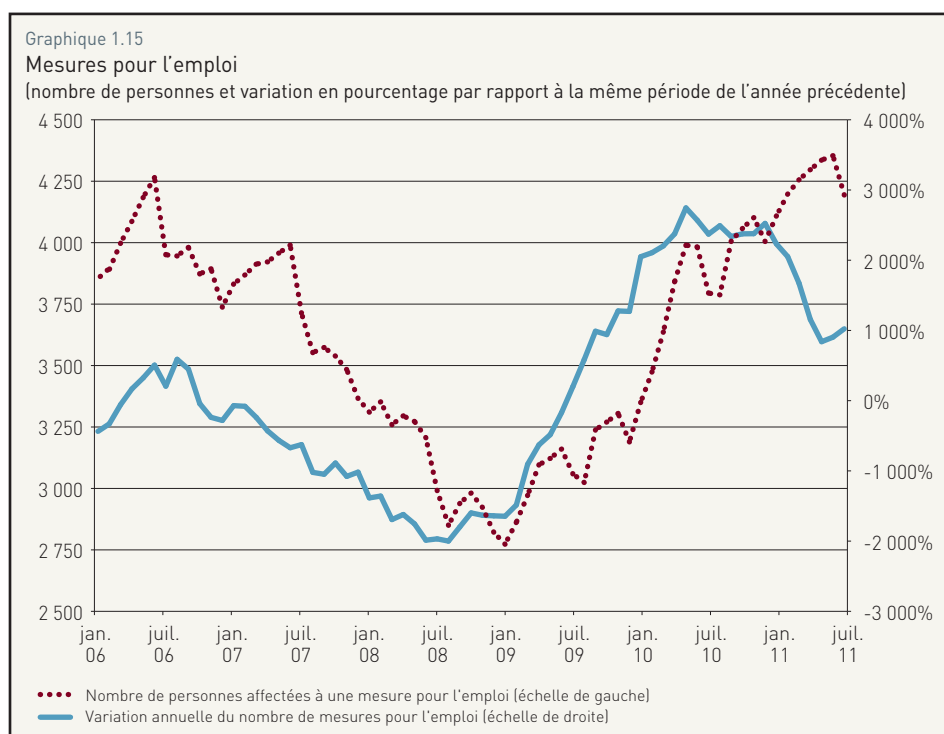
13 639 en juillet 2010. Plusieurs facteurs sont susceptibles d'expliquer cette récente recrudescence du chômage. Face à une conjoncture plus favorable, des chômeurs découragés peuvent être incités à se

⁸ Il s'agit du secteur du commerce au sens large, à savoir le secteur « commerce ; réparations automobiles et d'articles domestiques ; hôtels et restaurants, transports et communications ».

réinscrire à l'ADEM. Par ailleurs, en juillet 2011, on constate une hausse du nombre de jeunes inscrits en tant que demandeurs d'emploi auprès de l'ADEM. Cette augmentation pourrait (en partie) s'expliquer par le fait que les jeunes en fin d'études soient incités à s'inscrire plus tôt auprès de l'ADEM. En outre, les conditions météorologiques peu habituelles ont pu freiner l'activité dans certains secteurs comme par exemple l'Horeca. A l'heure actuelle, aucune conclusion définitive ne peut être tirée et seuls les mois à venir permettront de déterminer l'origine et la nature de cette récente hausse du chômage.

Le taux de chômage « strict » non-ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 5,9% en juillet 2011.

De son côté, le taux de chômage au sens « large » non ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 7,6% en juillet 2011, en hausse de 0,3 p.p. par rapport à juin 2010. Le taux de chômage « large » désaisonnalisé s'est hissé à 7,9% en juillet 2011. Bien qu'on constate un certain ralentissement en termes de croissance annuelle (voire même une légère baisse en juillet 2011), le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi continue d'évoluer à des niveaux très élevés. De fait, en juillet 2011, 4 201 personnes étaient affectées à une mesure pour l'emploi. Ces mesures visent à faciliter l'insertion ou la réinsertion des chômeurs dans la vie active et se matérialisent entre autres sous la forme de stages, de formations professionnelles ou encore de subventions en faveur des entreprises embauchant des jeunes chômeurs.



Sources : Adem, calculs BCL

Le recul, enregistré au cours des derniers mois, du nombre d'attestations E301 délivrées par l'ADEM, témoigne de l'embellie du côté de l'emploi frontalier⁹. En moyenne mensuelle, 1 492 attestations ont été délivrées par l'ADEM au cours des sept premiers mois de l'année en cours, contre 1 552 au cours de la même période de l'année 2010¹⁰.

L'embellie constatée du côté de l'emploi et le gain de confiance des entreprises trouvent leur reflet du côté du chômage partiel. Selon les plus récentes données disponibles, le nombre de demandes introduites par les entreprises s'est établi à 21 pour le mois de septembre 2011¹¹, en quasi-stabilité par rapport au mois précédent (22 demandes formulées). En comparaison avec le même mois de 2010, le nombre

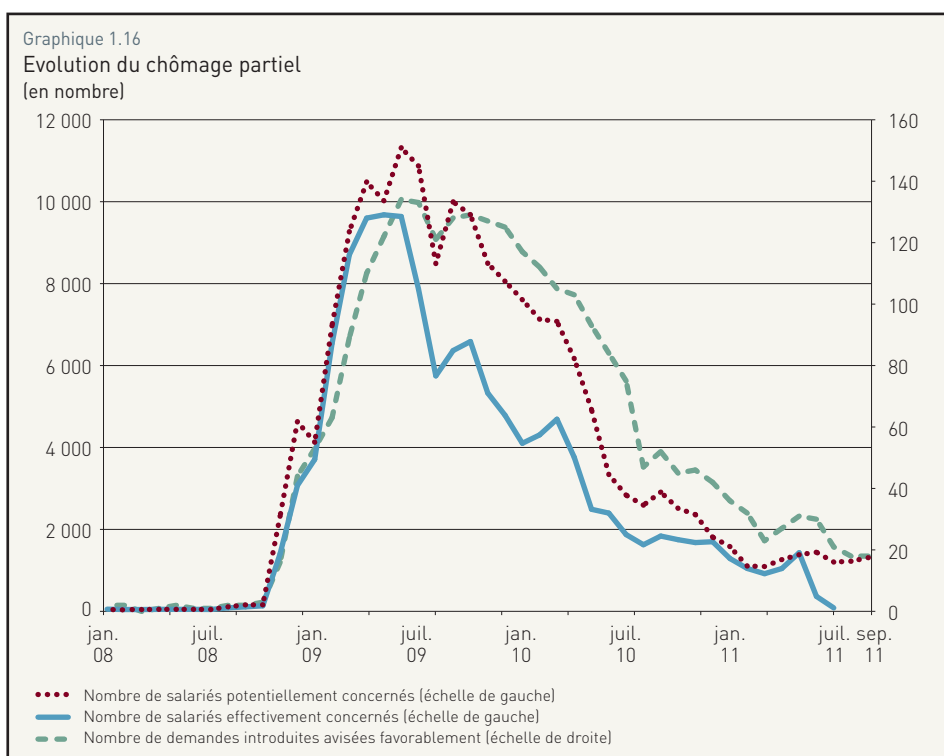
9 Le formulaire E301 correspond à un document que tout frontalier devenu chômeur doit demander auprès de l'ADEM afin de pouvoir bénéficier des allocations de chômage dans son pays d'origine. Bien qu'imparfait, le nombre d'attestations E301 délivrées par l'ADEM demeure le seul indicateur disponible pour le recensement des frontaliers ayant perdu leur emploi au Luxembourg.

10 En juillet 2011, le nombre d'attestations délivrées par l'ADEM s'est établi à 1 329, soit 148 de plus qu'au cours du même mois de 2010.

11 Le nombre de demandes avisées favorablement par le Comité de conjoncture s'est établi à 16 pour le mois de septembre 2010.

de demandes introduites a considérablement baissé (53 demandes en septembre 2010). Dans le même temps, le nombre de salariés potentiellement affectés par une mesure de chômage partiel a baissé de plus de 55 % entre septembre 2010 et septembre 2011, pour s'établir à 1 266 salariés.

L'analyse des demandes d'autorisations introduites par les entreprises montre qu'en septembre 2011, ces demandes proviennent essentiellement de l'industrie manufacturière (représentant environ trois quarts des demandes de chômage partiel) et dans une moindre mesure des secteurs « information et communication », « construction », « transports et entreposage » et « activités de services administratifs et de soutien ».



Sources : ADEM, Comité de conjoncture

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

Selon les plus récentes données issues de la base de données mensuelle de l'IGSS, la durée moyenne de travail a augmenté de 0,2 % au cours de l'année 2010 par rapport à 2009¹². Au premier trimestre 2011, la durée moyenne de travail a augmenté de 2,6 %, par rapport à la même période de l'année précédente. La hausse du nombre d'heures travaillées s'explique non seulement par un moindre recours au dispositif de chômage partiel, mais également par un allongement de la durée de travail des salariés (via notamment les heures supplémentaires). La progression de la durée de travail a par ailleurs été atténuée du fait d'un recours accru au travail à temps partiel.

La courbe de Beveridge met en relation le taux de chômage et le taux de postes vacants dans l'économie. Un déplacement « le long de la courbe » indique que l'évolution du taux de chômage serait essentiellement due

aux développements conjoncturels et serait par conséquent de nature cyclique. Par contre, un déplacement « de la courbe » vers la droite révélerait une inadéquation entre l'offre et la demande de travail et l'existence de chômage structurel. L'analyse du chômage structurel nécessite une étude à plus long terme afin de pouvoir clairement distinguer les mouvements « le long de la courbe » d'un déplacement « de la courbe » dans le temps. Comme le témoigne le graphique suivant, la courbe de Beveridge s'est déplacée vers la droite de façon quasi-continue au cours des dernières années. Celle-ci s'est stabilisée depuis 2010 et en ce début 2011 en ce qui concerne le taux de chômage, avec toutefois une hausse concomitante du taux d'emplois vacants. Cette stabilisation reflète l'embellie des perspectives sur le marché du travail. Toutefois, il n'est pas exclu que la hausse du chômage induite par la crise viennoise (du moins en partie) alimente le chômage structurel.

12 Ces chiffres font référence au nombre d'heures mensuelles travaillées en moyenne par chaque salarié. En raison d'une rupture statistique engendrée par l'introduction du Statut Unique au 1^{er} janvier 2009 et afin de pouvoir faire des comparaisons entre les différentes années, ces chiffres incluent également les heures rémunérées mais non effectuées. Il s'agit par exemple des incapacités de travail pour cause de maladie, des congés pour raisons familiales, des congés d'accompagnement ainsi que des congés pour cause d'accident. Dans la limite des informations disponibles, en corrigeant la durée moyenne de travail du nombre d'heures rémunérées mais non effectuées, on peut estimer le nombre d'heures effectivement prestées par les salariés (incluant les heures supplémentaires). Ces chiffres corrigés font état d'une stagnation du nombre d'heures travaillées par salarié et par mois en 2010 par rapport à 2009.

Le degré d'inadéquation entre l'offre et la demande de travail trouve également son reflet dans la comparaison du nombre de demandes d'emploi non satisfaites (DENS) au nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS). L'amélioration du ratio entre DENS et OENS s'est poursuivie au cours des premiers mois de 2011. De fait, en moyenne, au cours des sept premiers mois de l'année en cours, un emploi a été offert pour cinq candidats potentiels inscrits à l'ADEM, contre un poste offert pour neuf chômeurs au cours de la même période de l'année précédente. L'analyse sectorielle révèle que l'inadéquation demeure néanmoins importante dans les professions suivantes : « travailleurs des transports » (14 chômeurs potentiellement intéressés pour une offre), « travailleurs des communications » (11/1) « artisans, ouvriers » (10/1), et « agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés » (9/1) ainsi que les professions de « vendeurs » (9/1).



Sources : Adem, IGSS, Statec, calculs BCL

Une analyse détaillée révèle que le chômage continue de toucher principalement des personnes *a priori* plus défavorisées. De fait, les demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de qualification inférieur représentent près de la moitié du nombre total de chômeurs inscrits auprès de l'ADEM, soit l'équivalent de plus de 7 000 personnes. Bien que la proportion de chômeurs à niveau de qualification inférieur ne se soit pas accrue suite à la crise (étant donné une forte hausse enregistrée du côté des demandeurs d'emploi à niveau de qualification supérieur), il est probable que les chômeurs peu qualifiés rencontrent davantage de difficultés à réintégrer le marché du travail. Aussi, l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail semble la plus élevée pour des postes requérant *a priori* des niveaux de qualification plus faibles. De plus, le chômage touche particulièrement les personnes âgées de 51 ans et plus. Ainsi, en juillet 2011, près d'un quart du nombre total de demandeurs d'emplois a plus de 51 ans.

L'évolution du taux de chômage de longue durée témoigne des difficultés accrues rencontrées par certaines catégories de chômeurs à réintégrer le marché du travail. Selon les plus récentes données disponibles, en juillet 2011, plus de 40% des demandeurs d'emploi sont au chômage depuis plus de douze mois. Cette proportion n'a cessé d'augmenter au cours des dernières années et la crise n'a fait que renforcer cette tendance négative.

Par ailleurs, en juillet 2011, près de 30,0% des demandeurs d'emplois résidents sont considérés comme « travailleurs à capacité de travail réduite » (CTR)¹³ ou « travailleurs handicapés » (STH)¹⁴. Ces catégories de chômeurs rencontrent souvent plus de difficultés à réintégrer le marché du travail et sont plus enclines

13 Personnes bénéficiaires d'une décision de reclassement externe prise par la commission mixte de reclassement des travailleurs incapables d'exercer leur dernier poste de travail en application des dispositions L.551-1 et suivantes du Code du travail (y compris un certain nombre de personnes reconnues également comme travailleur handicapé).

14 Demandeurs d'emploi présentant une diminution de leur capacité de travail de 30% au moins et qui sont reconnus aptes à exercer un emploi salarié sur le marché du travail ordinaire ou dans un atelier protégé (y compris un certain nombre de personnes bénéficiant également d'une décision de reclassement externe).

à tomber dans le chômage de longue durée. Ces catégories de chômeurs sont en grande partie constitués de personnes peu qualifiées et âgées de plus de 51 ans, ce qui réduit davantage leur probabilité de réinsertion sur le marché du travail. Le nombre de travailleurs handicapés ou à capacité réduite a poursuivi sa progression au cours des premiers mois de l'année en cours.

Globalement, la reprise de l'emploi et la quasi-stabilisation du taux de chômage au cours des derniers mois (abstraction faite de la récente hausse) témoignent du redressement graduel de la situation de fond sur le marché du travail. Cependant, des zones d'ombre demeurent et tendent même à s'étendre (cas des chômeurs de longue durée).

2.3 LES ACTIVITÉS SECTORIELLES

2.3.1 Industrie et construction

La production industrielle, qui avait fortement reculé en 2009 en raison de la crise économique, s'est nettement redressée tout au long de l'année 2010. Au niveau sectoriel, il est apparu que toutes les branches de l'industrie ont bénéficié de la reprise en 2010 même si leurs trajectoires infra-annuelles ont quelque peu varié d'un secteur à l'autre. Les données couvrant les six premiers mois de l'année 2011 sont extrêmement décevantes. La production par jour ouvrable (pjo) industrielle a fortement ralenti au premier trimestre 2011, avant de baisser au deuxième (voir tableau). Au total, la production industrielle du Luxembourg se situait en juin 2011 à un niveau de 15 % inférieur à celui qui était observé en août 2008. Sur la même période, la production de la zone euro affichait quant à elle un recul de 5,5%.

Tableau 1.10
Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuelle)

	2009	2010	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-15,9	10,5	2,7	15,8	14,7	5,7	6,3	1,8	-3,5
Pjo - Biens intermédiaires	-16,6	10,4	12,7	23,4	16,9	0,7	2,5	-1,0	-6,4
Pjo - Biens d'équipement	-29,9	12,7	-22,2	-0,8	17,8	21,8	12,4	12,1	-0,5
Pjo - Biens de consommation	-5,4	12,4	6,3	17,9	7,8	11,2	12,9	1,1	2,4
Pjo - Energie	-2,7	11,8	0,7	9,2	22,8	4,1	12,1	2,9	-8,8
Pjo - Industrie hors sidérurgie	-14,8	9,6	-0,6	13,7	12,4	7,1	6,8	0,5	-4,0
Pjo - Sidérurgie	-24,2	15,8	46,1	36,9	35,7	-5,7	1,7	12,2	-0,1

Source : Statec

Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches, à l'exception de l'industrie des biens de consommation, ont vu leur production se replier au deuxième trimestre de l'année 2011.

L'activité dans le secteur de la **construction**, pour sa part, a fait preuve d'une relative résistance en 2008 et en 2009 par rapport à l'industrie, avant d'afficher des résultats décevants en 2010. Le niveau de la production a en moyenne stagné en 2010 par rapport à 2009 et ce en dépit d'un redressement des heures travaillées. Les indicateurs disponibles pour le début de l'année 2011 indiquent un rebond de l'activité, avec un niveau moyen de pjo extrêmement élevé au premier trimestre 2011. La production dans le secteur de la construction est apparue exceptionnellement dynamique en janvier et février 2011, après un mois de décembre catastrophique (en raison de l'arrivée prématurée de la rigueur de l'hiver). Elle a ainsi profité d'un report d'activité non effectuée en décembre. La croissance sur un an de la production de la construction a de ce fait crû à un rythme moyen supérieur à 20% au cours des deux premiers mois de l'année, avant de stagner en mars. Elle a aussi bénéficié d'effets de base favorables puisque l'activité dans le secteur de la construction s'était fortement réduite au début de l'année 2010 en raison notamment de mauvaises conditions météorologiques. Au total, la pjo a progressé de plus de 11% au premier trimestre 2011. En revanche, elle s'est inscrite en retrait au second trimestre 2011, tout comme le volume de travail presté.

Dans le secteur résidentiel, les permis de construire ont en glissement annuel reculé de 21,0% au quatrième trimestre de l'année 2010. Sur cette même période, les autorisations de construction de maisons individuelles et de maisons à appartements ont également diminué (respectivement -11,2% après +28,9% et -25,3% après -12,6%). Sur l'ensemble de l'année 2010, les permis ont progressé de manière dynamique sur le segment des maisons individuelles (+32,9%) tandis qu'ils ont reculé pour les maisons collectives (-11,7%). Au total, sur l'ensemble de l'année 2010, le nombre total de permis de bâtir enregistre une quasi-stabilisation par rapport à la même période un an plus tôt en se situant à 3551. Au premier trimestre 2011, les permis de bâtir se sont redressés (+28,7% pour les maisons individuelles, et +2,6% pour les maisons à appartements).

Tableau 1.11
Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2009	2010	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2
Production par jour ouvrable [pjo] -Total	1,1	0,0	3,0	-1,5	4,2	1,2	-4,4	11,7	-1,3
Heures travaillées	-0,9	1,1	-5,0	-2,6	9,1	-6,0	4,3	12,0	-1,8
Permis de bâtir ¹⁾	-8,5	0,3	-4,4	40,4	13,7	-3,8	-21,0	13,1	-

Source: Statec

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

2.3.2 Secteur financier

L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

La Banque centrale du Luxembourg recueille, sur base trimestrielle, les données relatives aux effectifs de personnel employés par les banques du Luxembourg. Ainsi, fin juin 2011, les établissements de crédit employaient 26 153 personnes, soit 65 de moins qu'à la fin du premier trimestre de l'année.

Cette baisse est notamment due à la fermeture d'une banque, qui employait 55 personnes. Par ailleurs, une autre banque poursuit un plan social annoncé fin novembre 2010 et s'est séparée de 35 salariés depuis décembre 2010. Notons que ce plan social concernera 108 emplois à terme.

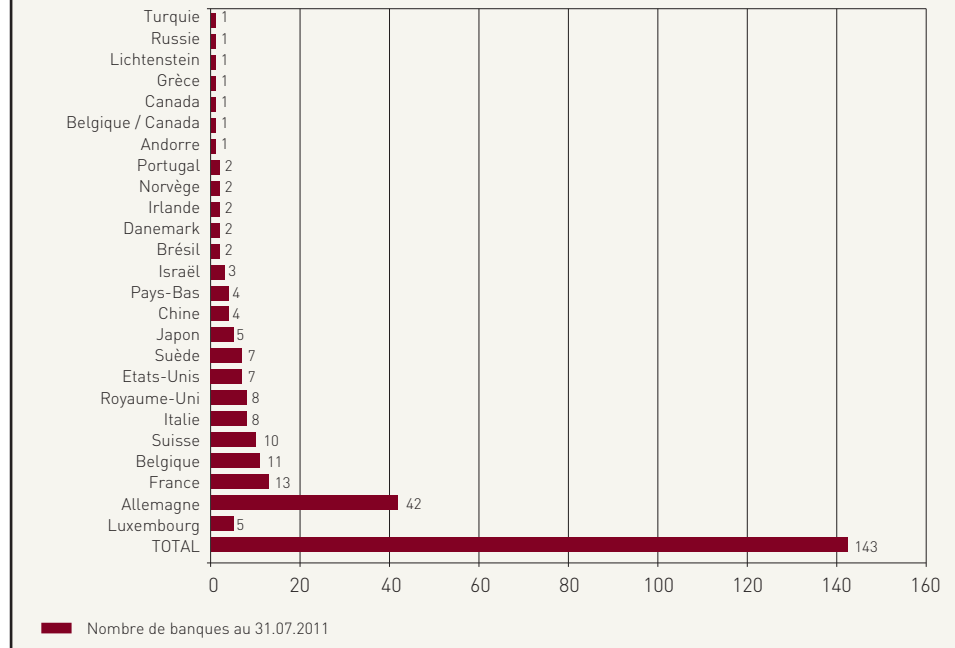
Par rapport au 30 juin 2010, l'effectif a baissé de 137 unités. Par ailleurs, depuis septembre 2008, où l'effectif avait atteint son maximum avec 27 269 personnes employées, on enregistre une baisse de 1 116 emplois.

L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Le nombre d'établissements de crédit a diminué de six unités entre fin juillet 2010 et fin juillet 2011, passant de 149 à 143 unités. Par ailleurs, le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire se poursuit.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, avec 42 unités présentes, les banques allemandes sont prédominantes. Par ailleurs, on dénombre 5 banques luxembourgeoises, 11 banques belges, 13 banques françaises, 10 banques suisses et 8 banques italiennes.

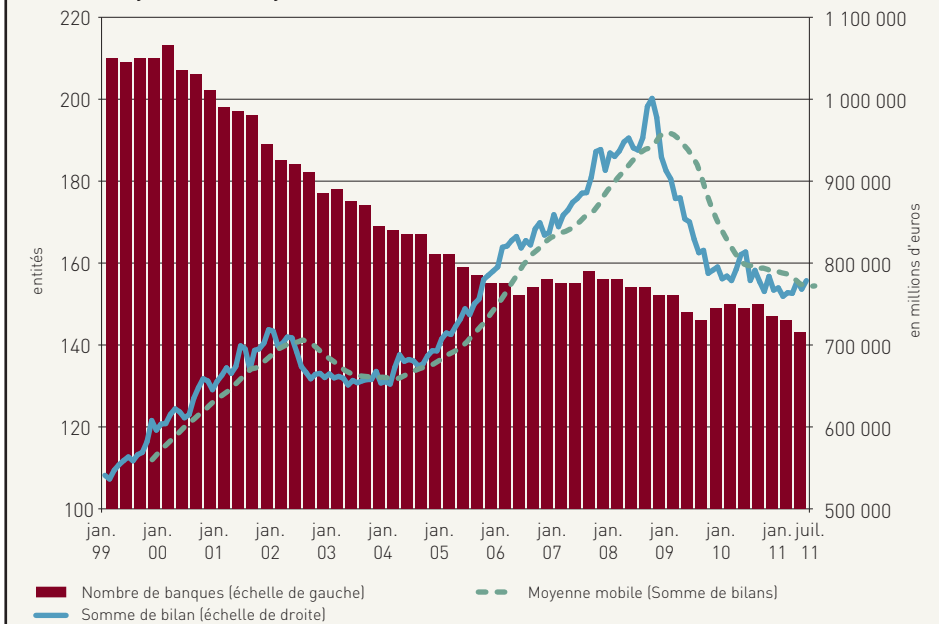
Graphique 1.18
Origine géographique et nombre d'établissements de crédit



Source : CSSF

Le bilan des établissements de crédit

Graphique 1.19
Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1999 à juillet 2011



Source : BCL

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

Depuis le début de l'année 2011, la somme des bilans affiche, en variation mensuelle, une évolution relativement contrastée. Entre janvier et juillet, la somme des bilans a augmenté de 1,2%. Par ailleurs, la comparaison annuelle entre juillet 2010 et juillet 2011 n'est pas à la baisse, pour la première fois depuis janvier 2009, puisque la somme des

bilans de juillet 2010 est identique à celle de juillet 2011.

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

Evolution du volume des principaux postes de l'actif du bilan

Entre les mois de juillet 2010 et de juillet 2011, la somme des bilans des établissements de crédit est restée stable. Il est cependant intéressant de noter les variations au sein des différents postes de l'actif du bilan agrégé des banques.

Tableau 1.12

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)
(en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	07-2010	03-2011	07-2011	07-2010 – 07-2011		03-2011 – 07-2011		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	356 715	372 689	383 033	26 318	7,4	10 344	2,8	49,1
Créances sur la clientèle	193 572	191 768	196 180	2 608	1,3	4 412	2,3	25,1
Portefeuille titres	203 097	176 821	174 505	-28 593	-14,1	-2 316	-1,3	22,3
Autres actifs	27 583	24 851	27 144	-439	-1,6	2 293	9,2	3,5
Total de l'actif	780 967	766 129	780 861	-106	0,0	14 732	1,9	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Les créances interbancaires, qui représentent près de la moitié (49,1%) de l'actif du bilan des banques, ont augmenté de 7,4%, soit 26 318 millions d'euros, entre juillet 2010 et juillet 2011, pour s'élever à 383 033 millions d'euros. L'évolution mensuelle sur la période étudiée reste contrastée. Toutefois, le fort mouvement de baisse entamé au début de l'année 2009 s'est interrompu. Rappelons qu'entre janvier 2009 et janvier 2010, les créances interbancaires avaient diminué de 19,3%.

Il convient cependant de noter que les facilités de dépôt auprès de la Banque centrale du Luxembourg sont incluses dans ces créances. Au 31 juillet 2011, avec 8 115 millions d'euros déposés, ces facilités ont atteint un niveau élevé. Les derniers chiffres disponibles révèlent que cette tendance à la hausse s'est encore accentuée ultérieurement, avec un pic de plus de 13 milliards d'euros enregistré au début du mois d'août. Toutefois, fin août, le montant des facilités de dépôts a été revu nettement à la baisse. Il faut néanmoins mettre ces chiffres en rapport avec celui de la fin de l'année 2008, où un montant de 29 018 millions d'euros avait été déposé auprès de la Banque centrale du Luxembourg. La faible rémunération des facilités de dépôt (0,75% au 13 juillet 2011) devrait inciter les banques commerciales à se prêter de l'argent entre elles. Ainsi, une augmentation des dépôts effectués auprès de la Banque centrale du Luxembourg est un indicateur de tensions sur le marché interbancaire.

Les créances sur la clientèle ont augmenté de 1,3%, soit 2 608 millions d'euros, entre juillet 2010 et juillet 2011, pour s'élever à 196 180 millions d'euros. Ce poste représente un quart de l'actif du bilan des banques. Notons que le volume des crédits accordés aux résidents luxembourgeois et aux résidents des autres pays de la zone euro est en hausse, tandis que les crédits accordés aux résidents du reste du monde sont en légère baisse.

Le portefeuille de titres des banques, qui représente désormais 22,3% de l'actif du bilan, s'est contracté de 14,1% entre juillet 2010 et juillet 2011, passant de 203 097 millions d'euros à 174 505 millions d'euros, soit un montant proche de celui de décembre 2004. Cette contraction résulte en partie de la baisse de certains indices boursiers depuis le mois d'avril 2010. En effet en mars 2010, la valeur du portefeuille de titres

s'élevait encore à 218 807 millions d'euros. Par ailleurs, cette contraction s'inscrit également dans un contexte où les banques cherchent à se libérer de certains titres, afin de réduire le volume de leurs actifs à risques et d'améliorer la qualité de leurs expositions. Le portefeuille-titres des banques est investi à 92% en valeurs mobilières à revenus fixes. Les 8% restants sont des valeurs mobilières à revenus variables (actions et participations).

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une faible évolution à la baisse entre juillet 2010 et juillet 2011. Il s'élève à 27 144 millions d'euros, soit 3,5% de l'actif du bilan. Il faut cependant noter la hausse de 9,2% de cet encours entre mars et juillet 2011, car la vente de produits dérivés par les banques est relativement contra cyclique. En effet, un contexte d'incertitude sur les marchés financiers incite les investisseurs à se protéger contre les risques et donc à acquérir des produits dérivés ayant pour objet cette protection.

Evolution du volume des principaux postes du passif du bilan

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

Tableau 1.13

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)
(en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	07-2010	03-2011	07-2011	07-2010 - 07-2011		03-2011 - 07-2011		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	346 795	347 750	363 237	16 443	4,7	15 487	4,5	46,5
Dettes envers la clientèle	263 941	270 017	266 110	2 169	0,8	-3 907	-1,4	34,1
Dettes représentées par un titre	79 586	67 906	67 963	-11 623	-14,6	57	0,1	8,7
Autres passifs	90 645	80 456	83 551	-7 094	-7,8	3 095	3,8	10,7
Total du passif	780 967	766 129	780 861	-106	0,0	14 732	1,9	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Les encours de dettes interbancaires, qui représentent près de la moitié (46,5%) du passif du bilan des banques, ont augmenté de 4,7%, soit 16 443 millions d'euros, entre juillet 2010 et juillet 2011, pour s'élever à 363 237 millions d'euros. Les positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg, qui a cependant fortement réduit son apport de liquidités aux banques. En effet, fin juillet 2009 les concours aux établissements de crédit de la zone euro représentaient 24 150 millions d'euros, contre 2 109 millions d'euros fin juillet 2011. Les encours de dettes interbancaires sont donc majoritairement des dettes contractées avec des établissements de crédit. Le solde net des actifs et passifs interbancaires fin juillet 2011 est donc créditeur de 19 795 millions d'euros.

Les dettes envers la clientèle non bancaire ont peu augmenté (0,8%), entre juillet 2010 et juillet 2011, pour s'élever à 266 110 millions d'euros. Elles sont, par contre, en baisse de 1,4% entre mars et juillet 2011. Le refinancement des banques reste cependant toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle, qui représentent un poids relatif de 34,1% de la somme du passif fin février 2011.

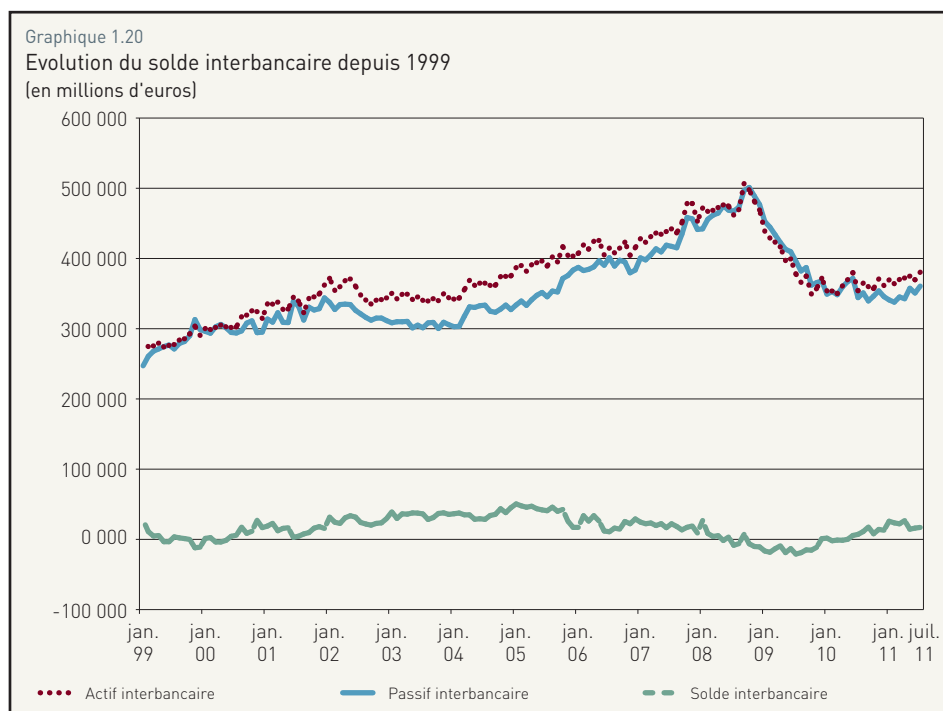
Entre juillet 2010 et juillet 2011, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 14,6%. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, les positions en titres faisant l'objet de fluctuations dues à la valorisation comptable des titres. De plus, avec un encours de

67 963 millions d'euros fin juillet 2011, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (8,7% de la somme du passif).

Fin juillet 2011, 83 551 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Comme les autres actifs, les autres passifs sont influencés par les normes IAS/IFRS appliquées depuis janvier 2008. Les autres passifs sont en baisse de 7,8% entre juillet 2010 et juillet 2011 et en hausse de 3,8% entre mars et juillet 2011.

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. Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement des critères d'octroi (une hausse de la demande) et la part de celles ayant signalé un assouplissement (une baisse). A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

La plus récente enquête couvre le deuxième trimestre 2011. Généralement, les résultats luxembourgeois relatifs à l'évolution des critères d'octroi des crédits sont plus ou moins en ligne avec ceux de la zone euro dans son ensemble, bien qu'ils soient légèrement plus favorables pour les crédits immobiliers. Les résultats relatifs à la demande sont plutôt hétérogènes.

La plus récente enquête comprenait également trois questions supplémentaires évaluées ci-dessous.

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

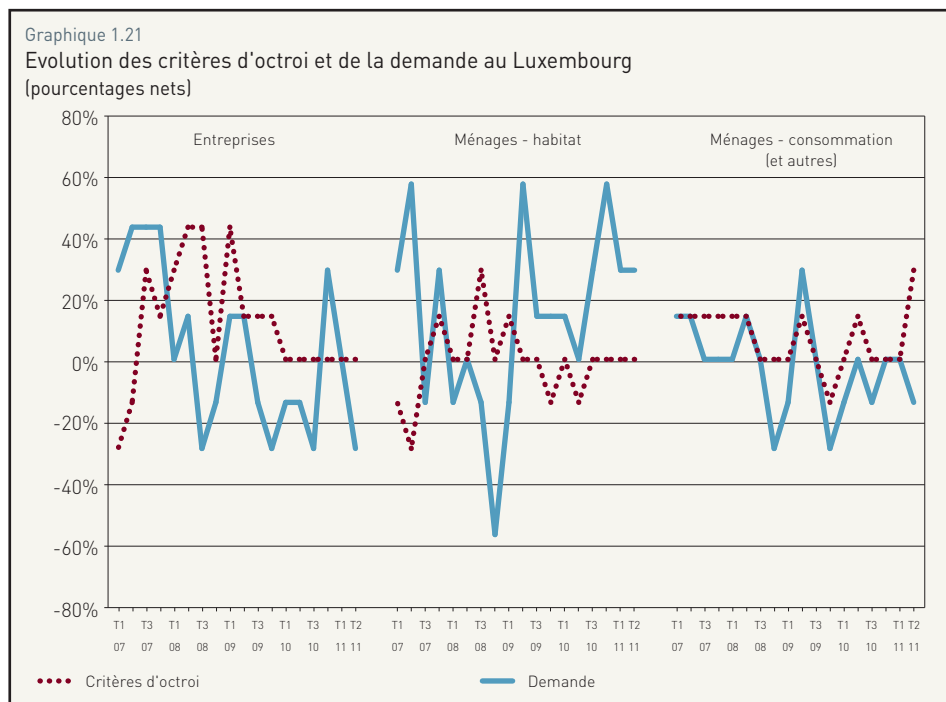
Entreprises : Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises sont restés inchangés depuis le premier trimestre 2010. Dans la zone euro, les pourcentages nets se sont généralement établis à des niveaux très bas depuis fin 2009, malgré un rebond au deuxième trimestre 2010 qui s'avéra éphémère.

Force est de constater que les critères d'attribution n'ont pas été assouplis depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, ni au Luxembourg ni dans la zone euro dans son ensemble. La politique de crédit des banques demeure restrictive, dans la mesure où les durcissements cumulés enregistrés depuis

le deuxième trimestre 2007 n'ont pas encore été neutralisés et encore moins inversés.

Les banques de l'échantillon de la zone euro dans son ensemble continuent toutefois à signaler des hausses de leur marge sur les prêts plus risqués.

Pour ce qui est de la demande, les résultats de l'enquête de juillet sont plutôt défavorables au Luxembourg. En effet, alors que la demande nette avait brièvement rebondi au dernier trimestre 2010 pour rester inchangée le trimestre suivant, les pourcentages nets se sont repliés lors de l'enquête réalisée en juillet, pour s'inscrire à -29%. Ce recul est attribuable à un mélange de facteurs.



Réponse aux questions supplémentaires: L'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également un certain nombre de questions supplémentaires. Une des questions supplémentaires récurrentes a trait à l'accès au financement des banques. Les résultats indiquent que les banques luxembourgeoises ont surtout eu recours au marché monétaire pour se refinancer et que les conditions d'accès se sont quelque peu améliorées au cours du trimestre sous revue. Dans la zone euro, les résultats vont plutôt dans le sens d'une détérioration de l'accès aux financements du marché.

Deux nouvelles questions ad hoc figurent dans l'enquête de juillet. Ces questions portent sur l'évolution des actifs pondérés des risques (risk-weighted assets ou RWA) et des fonds propres dans le cadre des nouvelles exigences en matière de fonds propres (telles que définies dans Bâle III par exemple), ainsi que sur l'impact de ces facteurs sur les critères d'octroi. En termes nets, trois banques de l'échantillon luxembourgeois ont augmenté leurs RWA ainsi que le niveau des fonds propres lors de la première moitié de l'année. Deux de ces trois banques continueront à augmenter leurs RWA et le niveau des fonds propres dans la deuxième moitié de l'année. Les ajustements précités n'ont jusqu'à présent guère eu d'impact sur les critères d'octroi. Dans l'échantillon de la zone euro, les banques ont signalé que les RWA se sont réduits et qu'ils fléchiront davantage, bien que leurs fonds propres aient augmenté et continueront à s'inscrire en hausse. Ces ajustements se sont notamment traduits par un durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux grandes entreprises. Les banques s'attendent toutefois à ce que les critères d'attribution appliqués aux crédits destinés aux PME (et, dans une moindre mesure, aux ménages) se durcissent également suite aux ajustements qu'elles comptent faire.

Encadré 1.2

L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits octroyés au secteur privé¹, publié en juin 2011 (voir Rapport Annuel 2010). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le deuxième trimestre ainsi que juillet 2011.

Les sources exploitées ci-dessous comprennent les données bilantaires (données BSI) des IFM, la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données MIR) qui couvre aussi les volumes de crédits nouvellement accordés, ainsi que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) qui fournit des indications sur l'évolution de l'offre et de la demande des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises. Plusieurs ajustements statistiques des données bilantaires ont été effectués. Les séries ne sont toutefois pas ajustées pour les effets saisonniers.

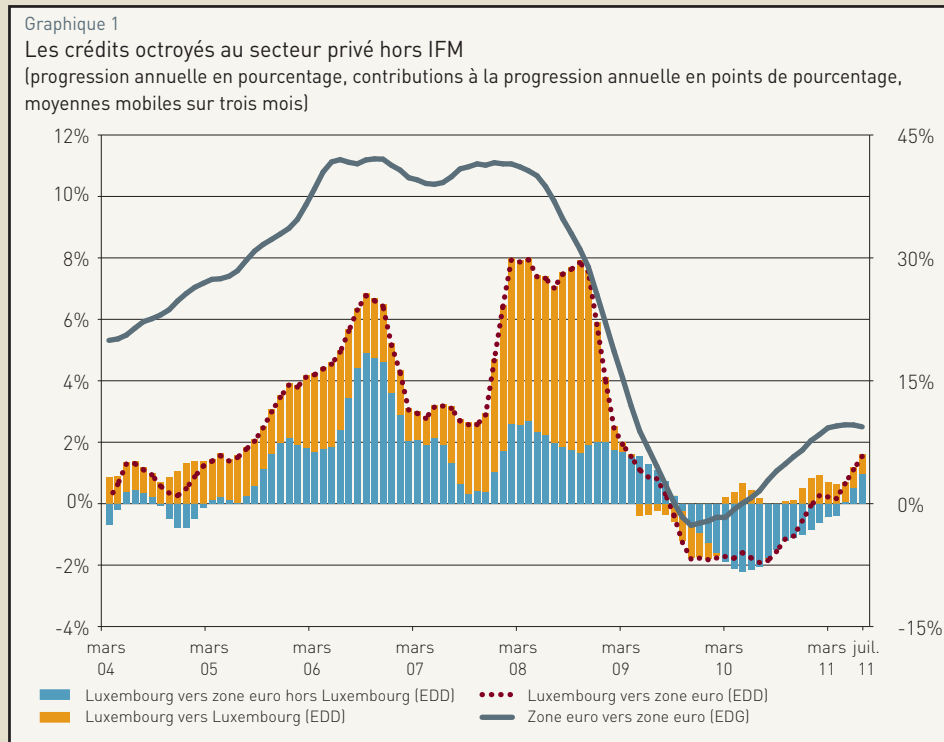
Dans le Graphique 1, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé par les IFM implantées au Luxembourg sont ventilées selon l'origine géographique des contreparties. Le graphique retrace également l'évolution du taux de croissance annuel des crédits octroyés par l'ensemble des IFM de la zone euro à des contreparties du secteur privé de la zone euro.

1 Dans le présent encadré, «secteur privé» signifie «secteur privé hors institutions financières monétaires (IFM)». L'interbancaire est exclus de l'analyse, entre autres en raison de sa volatilité. Le secteur privé se compose des ménages, des sociétés non-financières (SNF) ou entreprises, des sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) et des autres intermédiaires financiers (AIF). Les prêts aux ménages sont également ventilés selon le type de crédit (crédits immobiliers, crédits à la consommation et autres crédits). Légèrement plus de la moitié des prêts octroyés par les IFM au Luxembourg à des contreparties du secteur privé de la zone euro sont destinés à des non-résidents.

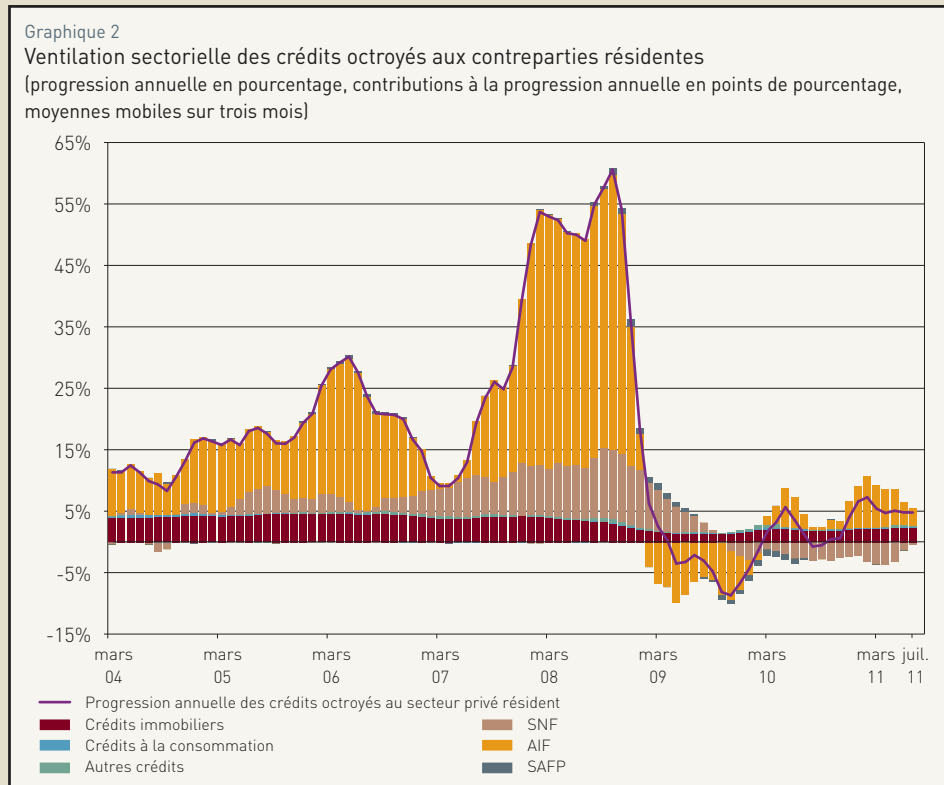
L'encadré publié dans le cadre du Rapport Annuel 2010 avait souligné certains parallèles entre les deux séries qui retracent les progressions annuelles respectives. Le Graphique 1 montre que les tendances sous-jacentes de ces deux séries

demeurent alignées, même si un tassement du taux de croissance annuel des crédits octroyés par les IFM de la zone euro dans son ensemble s'est manifesté en fin de période. Si le redressement de la série luxembourgeoise découle largement des crédits octroyés à des contreparties résidentes, la contribution des crédits octroyés aux non-résidents est également devenue positive en mai. Si les tendances sous-jacentes actuelles persistent, la croissance du crédit devrait se poursuivre sous le double effet d'un rebond des crédits octroyés aux résidents et aux non-résidents. La suite de l'encadré se limitera aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associés aux développements macroéconomiques luxembourgeois.

Selon les données de juillet 2011, presque la moitié des encours de crédits octroyés aux résidents sont destinés aux AIF, largement composés de fonds d'investissement. Environ un tiers des crédits sont octroyés aux ménages, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 20% des encours sont destinés aux entreprises. La part des crédits aux SAFF est peu élevée. La composition sectorielle des encours a d'importantes implications pour les développements des crédits et pour l'économie plus généralement.



Sources : BCL, BCE



Source : BCL

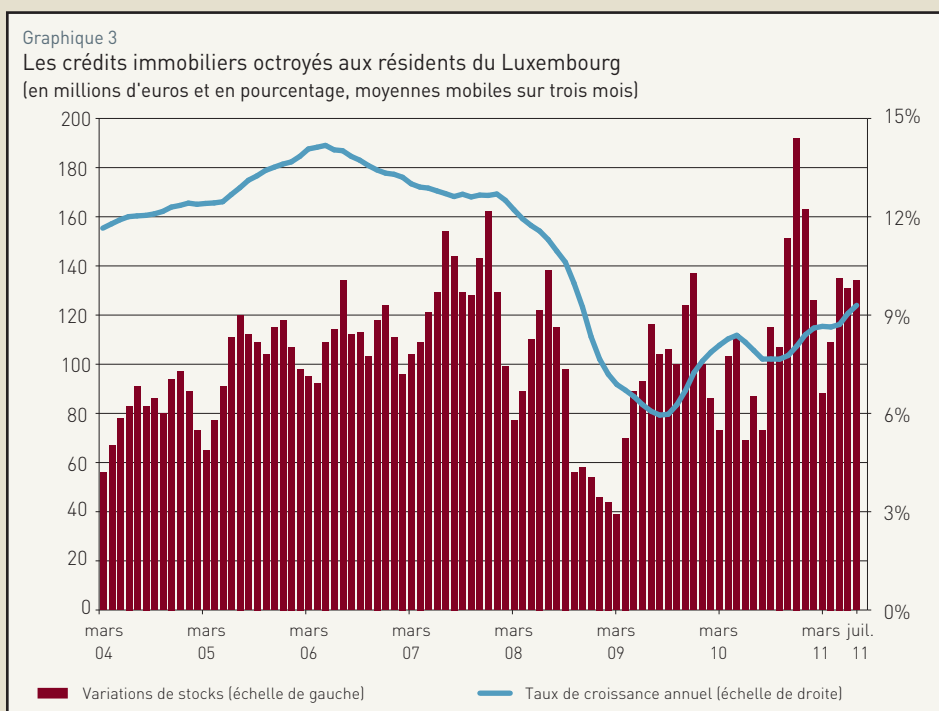
En regard du poids des crédits aux AIF, il est peu surprenant de constater que le rebond de la progression annuelle des crédits octroyés aux contreparties résidentes soit largement attribuable à une évolution favorable des crédits destinés aux AIF, comme l'établit le Graphique 2. Si cette reprise a persisté au deuxième trimestre et en juillet, la progression annuelle des crédits octroyés au secteur privé résident s'est cependant stabilisée aux alentours de 5%. Néanmoins, la contribution des crédits immobiliers à la progression annuelle de l'ensemble des crédits octroyés au secteur privé demeure également importante et s'est accrue davantage, bien que légèrement. La contribution des crédits octroyés aux SNF demeure toutefois légèrement négative.

Malgré l'importance des crédits octroyés aux AIF, une analyse détaillée de ce secteur dépasse la portée de cet encadré. Maintes informations disponibles pour les secteurs des ménages et des entreprises ne couvrent d'ailleurs pas les AIF. Les variables explicatives sous-jacentes ne sont de surcroît pas aisément identifiables, même suite à un travail analytique approfondi.

Le Graphique 3 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou de variations de stocks² (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

La progression des crédits à l'habitat s'est poursuivie. Les variations de stocks se sont fortement accrues, alors que le taux de croissance annuel s'est inscrit à son niveau le plus élevé depuis septembre 2008. Les données disponibles dans le cadre de la collecte MIR, non reprises dans le graphique, vont également dans le sens d'une progression vigoureuse et continue des crédits à l'habitat³.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que la progression des crédits immobiliers découle d'une hausse de la demande. Effectivement, les critères d'octroi des crédits immobiliers n'ont pas changé considérablement depuis l'émergence des turbulences financières, alors que la demande nette s'inscrit en hausse continue pratiquement depuis son rebond en 2009.

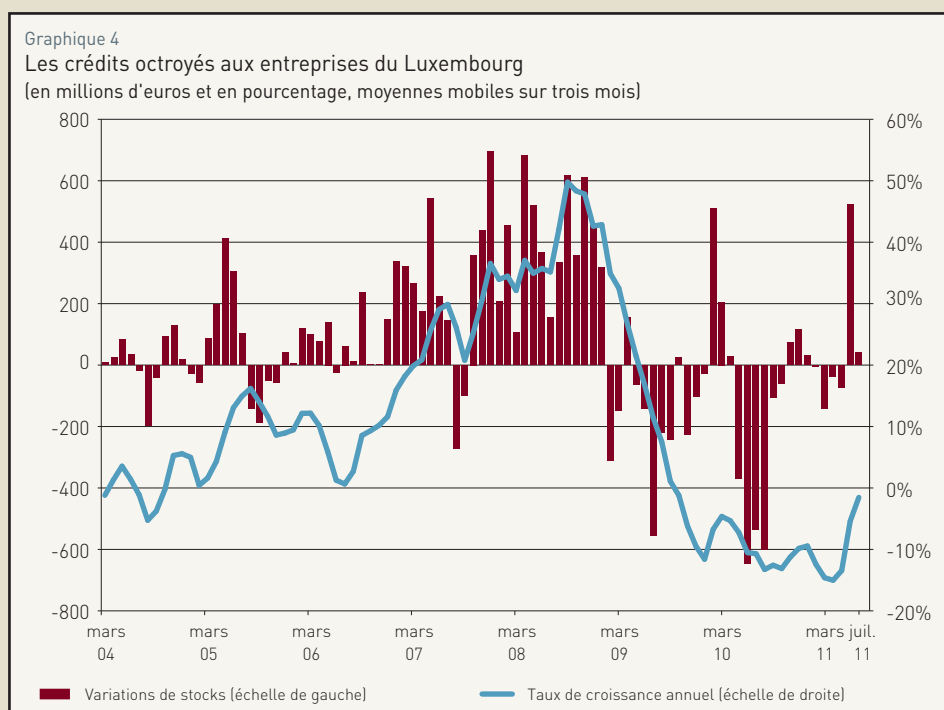


Source : BCL

- Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours (corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).
- Il convient de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte MIR et la collecte BSI. Par exemple, pour la collecte MIR il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données BSI seuls les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte MIR comprennent toutes les renégociations des crédits existants et ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

Afin d'être complet, il convient d'évoquer les développements des crédits à la consommation, qui se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. Si la tendance à la hausse de la progression annuelle de ces crédits s'est inversée depuis avril 2010, une légère tendance haussière est discernable depuis le deuxième trimestre de l'année en cours. L'évolution des variations de stocks et des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte MIR est en ligne avec les développements des années précédentes. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont légèrement durcis entre avril et juin, tandis que la demande nette s'est très légèrement repliée.

Pour ce qui est du secteur des entreprises, l'évolution des crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg a généralement continué à se détériorer, comme le montre le Graphique 4.



Source : BCL

Les volumes continuent à s'inscrire à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009. Les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi inchangés depuis 2010. La demande nette s'est toutefois inscrite en baisse au deuxième trimestre⁴.

On peut donc conclure que le rebond des crédits octroyés au secteur privé résident s'est poursuivi et qu'il découle en premier lieu d'une reprise des crédits octroyés aux AIF. Les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse continue, alors que la croissance annuelle des crédits aux entreprises implantées au Luxembourg est toujours négative en dépit d'un sursaut en juin. La plus récente enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les développements des crédits à l'habitat ainsi que des crédits octroyés aux SNF s'expliquent notamment par l'évolution de la demande.

4 A rappeler que les résultats agrégés de l'enquête ne permettent pas de différencier selon l'origine géographique des contreparties.

Les taux d'intérêt des banques

Taux d'intérêt et volumes des crédits accordés par les banques

Suite à l'augmentation des taux directeurs de l'Eurosystème, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable a augmenté de 12 points de base entre le 31 juillet 2010 (2,01 %) et le 31 juillet 2011 (2,13 %). Rappelons que le mois de février 2011 s'était caractérisé par l'observation la plus basse, depuis la mise en place de cette collecte statistique en janvier 2003, avec un taux de 1,81 %. Depuis, ce taux est en constante progression.

En juillet 2011, le coût d'un crédit immobilier dont le taux d'intérêt est fixé pour dix ans est de 3,48 %, alors qu'il s'élevait à 2,76 % un an auparavant. Pour la même période, un total de 287 millions d'euros de nouveaux crédits immobiliers a été accordé par les banques luxembourgeoises, à comparer à des moyennes mensuelles de 304 millions en juillet 2010 et de 416 millions d'euros en juillet 2009.

Depuis le début de l'année 2011, le coût des crédits à la consommation est en hausse, tant pour les taux fixes que variables. Ainsi, entre janvier et juillet 2011, le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans a augmenté de 20 points de base, passant de 4,44 % à 4,64 %. Néanmoins, entre juillet 2010 et juillet 2011, ce dernier a diminué de 22 points de base. En ce qui concerne le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est supérieure à cinq ans, il était en hausse de 9 points de base entre janvier (4,96 %) et juillet 2011 (5,05 %). Néanmoins, entre juillet 2010 et juillet 2011, ce dernier a diminué de 28 points de base. Enfin, le volume total des nouveaux crédits à la consommation octroyés aux ménages est de 61 millions d'euros (toutes périodes de fixation confondues), soit exactement le même volume qu'un an auparavant.

Le coût des autres crédits à taux variable regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, augmente sensiblement entre juillet 2010 (1,86 %) et juillet 2011 (2,81 %). Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers et comportent donc un risque de défaut plus important. En outre, contrairement aux autres catégories, les autres crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

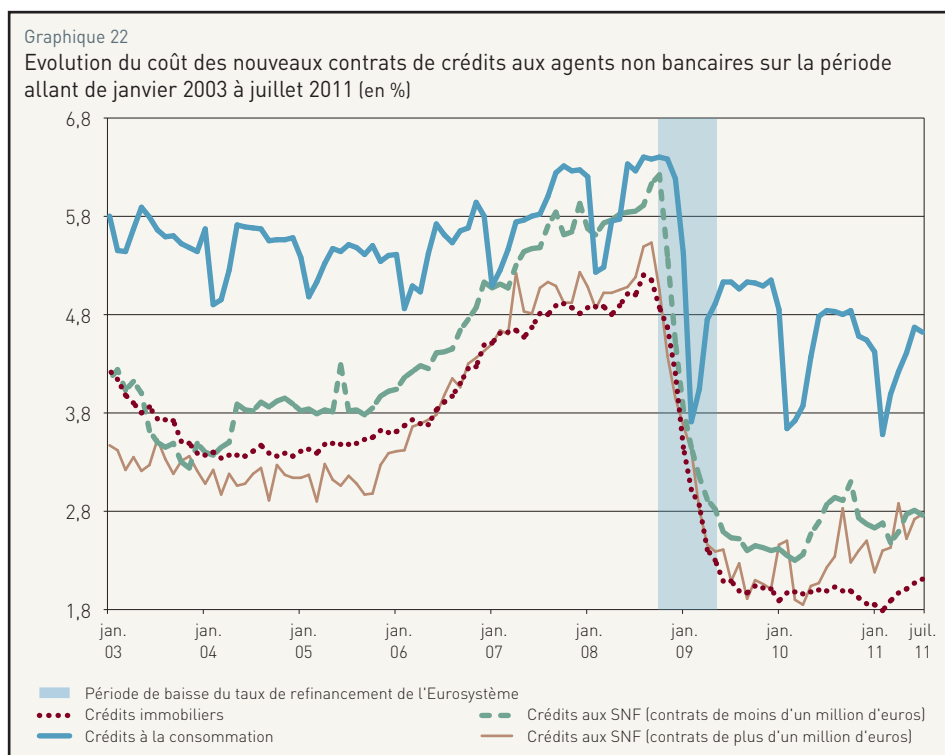
Les crédits aux sociétés non financières, pour les nouveaux contrats d'un montant inférieur à un million d'euros, ont vu leur coût diminuer de 11 points de base entre juillet 2010 (2,89 %) et juillet 2011 (2,78 %). Par ailleurs, le coût des crédits correspondant aux nouveaux contrats d'un montant supérieur à un million d'euros a augmenté de 53 points de base sur la période, passant de 2,25 % à 2,79 %. Les volumes des nouveaux contrats ont atteint, en juillet 2011, les montants respectifs de 1 672 millions d'euros, pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros et de 7 419 millions d'euros pour les crédits d'un montant supérieur à un million d'euros.

Taux d'intérêt et volumes des dépôts en banques

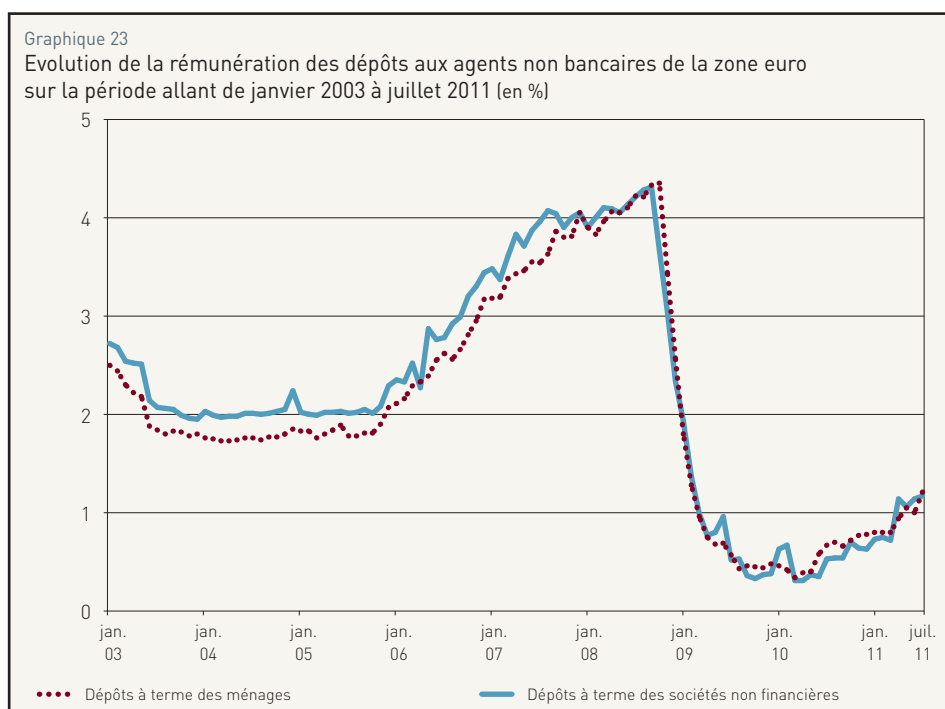
La rémunération des dépôts des ménages est en hausse presque continue depuis le mois de juillet 2010, toutes échéances confondues. Ainsi, à titre d'exemple, les nouveaux contrats de maturité inférieure à un an ont vu leur rémunération passer de 0,69 % en juillet 2010 à 1,23 % en juillet 2011. Malgré une rémunération plus attractive, le volume total de ces dépôts est en baisse sur cette période. Ce volume atteignait 2 289 millions en juillet 2010, contre 2 030 millions d'euros en juillet 2011, soit une baisse de 259 millions d'euros.

Le constat est similaire en ce qui concerne la rémunération des dépôts des sociétés non financières, celle-ci est en hausse, pour l'ensemble des échéances concernant ces dépôts. Cependant, contrairement aux ménages, le volume total de ces dépôts est en hausse entre juillet 2010 et juillet 2011. Ce volume

atteignait, en effet, 10 486 millions d'euros en juillet 2010, contre 15 791 en juillet 2011, soit une hausse de 5 305 millions d'euros. Il convient néanmoins de constater qu'au mois de juillet 2010, le volume des dépôts des sociétés non financières enregistrerait son niveau le plus faible depuis 2003. Par ailleurs, ce volume était de 20 827 millions d'euros en janvier 2011, soit 5 036 millions d'euros de plus qu'en juillet 2011.



Source : BCL



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

Sous l'impulsion des développements favorables sur les principaux centres financiers ainsi que de l'amorce d'une reprise économique, les établissements de crédit luxembourgeois ont pu dégager un produit bancaire en nette hausse par rapport au premier semestre de l'année précédente. Cet accroissement du produit bancaire, qui se conjugue à la maîtrise des frais de personnel et d'exploitation, a permis d'améliorer de manière substantielle le résultat avant dépréciations, provisions et impôts au 30 juin 2011. Toutefois, les développements récents sur les marchés financiers générés en grande partie par la persistance de la crise de l'endettement des pays développés augurent une fin d'année difficile pour les établissements de crédit.

Le résultat avant dépréciations, provisions et impôts dégagé par les établissements de crédit luxembourgeois au cours du premier semestre de l'année en cours s'élève à 2 913 millions d'euros, soit une hausse de 22,2% par rapport à juin 2010.

En ce qui concerne la marge sur intérêts on note une certaine stabilisation par rapport à l'année précédente; en effet, par rapport à juin 2010 la baisse de la marge sur intérêts se limite à 0,7% (contre 2,1% de mars 2010 à mars 2011) alors que le taux de variation annuel moyen observé en 2010 était de 20,0%. Dans ce contexte, il importe de noter que la légère baisse de la marge sur intérêts s'explique par le recul des revenus de valeurs mobilières (dividendes) qui sont inclus dans la marge sur intérêts; en effet, en neutralisant les revenus de dividendes la marge sur intérêts est en hausse de 1,2% au cours des douze derniers mois. Les revenus de valeurs mobilières, qui s'élèvent à 424 millions d'euros pour le premier semestre de l'année en cours, sont en baisse de 10,9%, soit 52 millions d'euros, par rapport au premier semestre de l'année précédente. Cette baisse s'explique par la réduction des portefeuilles d'actions et de participations mais également par des résultats moindres des entreprises dans lesquelles les banques détiennent des actions et/ou des participations. Les intérêts perçus sont en hausse de 6,4%, soit 574 millions d'euros par rapport au 30 juin 2010 alors que les intérêts bonifiés ont progressé de 544 millions d'euros ou 8,3% entre les 30 juin 2010 et 2011. Partant, au 30 juin 2011 la marge sur intérêts (dividendes compris) s'élève à 2 917 millions d'euros.

Contrairement à la marge sur intérêts, les revenus hors intérêts ont nettement augmenté entre les deux dates de référence en passant de 1 760 à 2 302 millions d'euros, soit une hausse de 30,8%. Cette hausse s'explique essentiellement par le développement des valeurs boursières qui impacte favorablement les revenus nets sur commissions ainsi que les autres revenus nets qui reflètent la valorisation des portefeuilles de titres.

Sous l'impulsion des développements favorables des valeurs boursières, les revenus nets sur commissions ont augmenté de 5,9%, soit 107 millions d'euros, entre juin 2010 et 2011 pour s'élever à 1 927 millions d'euros au 30 juin 2011. L'amélioration du climat boursier en début d'année s'est nettement répercutée sur les revenus de commissions dans la mesure où il favorise la valorisation des actifs sous gestion ainsi que le volume des activités d'investissement de la clientèle des banques.

Dans ce même contexte, on note la hausse de 547 millions d'euros des autres revenus nets qui s'élèvent à 331 millions d'euros au 30 juin 2011 (contre une perte nette de 216 millions d'euros au 30 juin 2010). Cet accroissement s'explique en grande partie par les variations positives dégagées par les portefeuilles-titres de certaines banques de la Place. Il importe de garder à l'esprit la volatilité importante de cette catégorie de revenus; en effet, en limitant l'aperçu aux seuls développements de l'année en cours on note que le premier trimestre se caractérise par des revenus nets de 295 millions d'euros, ce qui implique qu'au cours du deuxième trimestre à lui seul ces revenus n'ont progressé que de 36 millions d'euros, soit un montant relativement faible. Finalement, il importe également de mentionner que le résultat positif s'obtient par solde

des bénéfices nets de 572 millions d'euros dégagés par 92 banques – dont un nombre très limité domine les chiffres – et des pertes nettes dégagées par 47 établissements de crédit d'un montant de 243 millions d'euros.

Le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en hausse de 11,1% en comparaison annuelle et s'élève à 5 219 millions d'euros au 30 juin 2011.

Tableau 1.14

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger¹ (en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Rubrique des débits et des crédits	06-2010	06-2011	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	8 999	9 573	6,4	574
2	Dividendes perçus	476	424	-10,9	- 52
3	Intérêts bonifiés	6 536	7 080	8,3	544
4	Marge sur intérêts	2 939	2 917	-0,7	- 22
5	Revenus nets sur commissions	1 820	1 927	5,9	107
6	Revenus nets sur opérations de change	156	44	-71,8	- 112
7	Autres revenus nets	- 216	331	-253,2	547
8	Revenus hors intérêts	1 760	2 302	30,8	542
9	Produit bancaire	4 699	5 219	11,1	520
10	Frais de personnel	1 290	1 254	-2,8	- 36
11	Frais d'exploitation	896	922	2,9	26
12	Frais de personnel et d'exploitation	2 186	2 176	-0,5	- 10
13	Amortissements sur immobilisé non financier	130	130	0,0	0
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	2 383	2 913	22,2	530

Source : CSSF

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

Du côté des frais généraux, on note une diminution de 0,5% ou 10 millions d'euros. Cette dernière se décompose en une hausse des frais d'exploitation de 2,9% qui s'avère plus modérée que celle observée au cours des cinq derniers trimestres et une baisse de 2,8% des frais de personnel. La baisse des frais de personnel est à analyser à la lumière des développements de l'effectif; toutefois, il importe de noter que la réduction des effectifs, entamée dès le dernier trimestre de l'année 2008, ne s'est pas répercutée sur le développement des frais de personnel qu'avec un certain retard. Ce décalage peut s'expliquer par le fait que même à effectif constant les frais de personnel augmentent à la suite d'accords salariaux, de promotions, de tranches indiciaires etc.

Compte tenu de ces développements, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts a augmenté de 530 millions d'euros pour s'élever à 2 913 millions d'euros au 30 juin 2011.

En ce qui concerne plus particulièrement les dépréciations et constitutions nettes de provisions, on note une diminution par rapport aux années 2008 et 2009. En effet, comme la dégradation sur les marchés financiers était la raison principale des dépréciations et provisions nettes en 2008 et partiellement encore en 2009, il est évident que l'amélioration des conditions sur les marchés a conduit à une baisse significative des dépréciations et provisions nettes en 2010 et 2011.

Finalement, il convient de demeurer très prudent quant à l'interprétation des résultats dégagés au cours du premier semestre 2011. En effet, tel qu'indiqué ci-dessus, ces derniers sont fortement tributaires des développements sur les marchés financiers qui impactent aussi bien les revenus générés que les besoins de provisionnement et/ou les dépréciations nettes. Ainsi, les résultats positifs dégagés au cours du premier semestre pourraient rapidement céder le terrain à des résultats moins favorables si les marchés financiers poursuivent leur orientation à la baisse.

Les organismes de placement collectif

Au cours de l'année 2011, l'industrie des organismes de placement collectif a poursuivi sa croissance tant en ce qui concerne le nombre d'entités inscrites sur la liste officielle des organismes de placement collectif et des fonds d'investissement spécialisés qu'en ce qui concerne l'évolution du volume des actifs sous gestion.

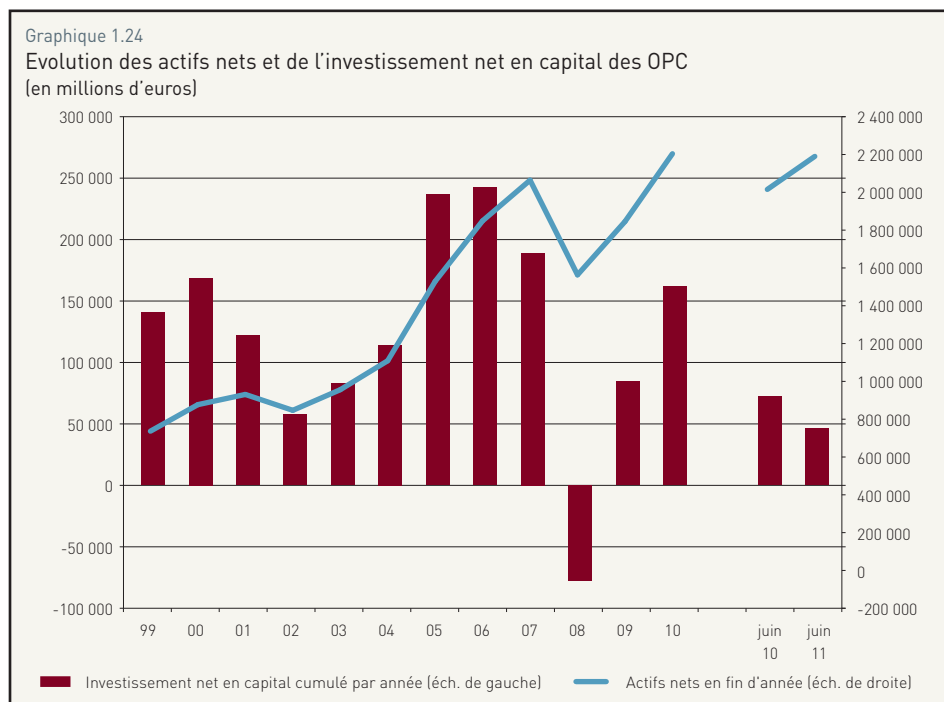
L'évolution en nombre

Les six premiers mois de l'année en cours se caractérisent par un accroissement du nombre des fonds d'investissement qui a augmenté de 82 unités au cours du premier semestre de l'année 2011 pour s'établir, au 30 juin, à 3 749 entités. Cette hausse se décompose en une hausse de 77 entités du nombre de fonds d'investissement spécialisés (FIS) qui s'élève à 1 269 entités au 30 juin 2011 ainsi que de 5 unités des organismes de placement collectif soumis à la loi de 2002, telle que modifiée, dont le nombre total d'entités s'élève à 2 480. Finalement, on note encore que le nombre total de compartiments a progressé de 227 unités, passant de 12 937 à 13 164 unités entre décembre 2010 et juin 2011.

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

L'évolution globalement positive des marchés financiers au cours de l'année 2010 ainsi qu'au cours des premiers mois de l'année 2011 doublée du retour marqué de la confiance des investisseurs, s'est répercutée sur la performance de l'industrie des fonds d'investissement. La valeur nette d'inventaire (VNI) s'est appréciée de plus de 8,7% par rapport au niveau observé fin juin 2010. Ainsi, au 30 juin 2011 elle s'élevait à 2 184 999 millions d'euros, contre 2 010 637 millions à la fin du mois de juin 2010.

L'accroissement de la valeur nette d'inventaire au cours des douze derniers mois se répartit en un apport net en capital de 135 873 millions d'euros et d'un effet de marché de 38 489 millions d'euros. Dans ce contexte, il convient toutefois de noter que l'apport net en capital observé pour l'année 2011 ne s'élève qu'à 46 044 millions d'euros, soit un volume qui se compare de manière défavorable à celui observé au cours du premier semestre de l'année 2010 (71 739 millions d'euros). De même, pour ce qui est de l'effet de la variation des marchés financiers, on note un effet négatif de 60 039 millions d'euros au cours de l'année 2011 alors que le premier semestre de l'année 2010 était caractérisé par un effet positif de 97 905 millions d'euros. Finalement, sous l'effet des perturbations observées sur les marchés financiers le mois de juin 2011 affiche, outre un impact négatif des marchés financiers sur la valorisation des actifs, également un retrait net de capital de 4 879 millions d'euros.



Source : CSSF

L'accroissement de la valeur nette d'inventaire au cours des douze derniers mois cache une évolution contrastée en fonction de la nature des fonds d'investissement. Ce sont en effet les fonds d'investissement spécialisés (FIS) qui affichent les meilleures performances en termes de croissance de la valeur nette d'inventaire ; en effet au cours des douze derniers mois, c'est-à-dire de juin 2010 à juin 2011, la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissement spécialisés a progressé de 21,4% alors que celle des organismes de placement collectif n'a progressé que de 7,4%. Dans ce contexte, il importe toutefois de noter qu'en dépit d'une croissance forte et régulière, la valeur nette d'inventaire des FIS (224 535 millions d'euros) ne représente que 10,3% de la valeur nette d'inventaire de l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement.

Tableau 1.15

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾²⁾	Variation des marchés financiers ³⁾³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	1 840 993	1 356	50 727	281 340	18,0		
2010									
jan.	3 480	12 316	1 860 688	21 474	-1 779	289 154	18,4	19 695	1,1
fév.	3 498	12 425	1 897 934	12 688	24 558	367 643	24,0	37 246	2,0
mars	3 516	12 513	1 980 538	19 848	62 756	453 975	29,7	82 604	4,4
avril	3 521	12 552	2 012 887	13 803	18 546	419 955	26,4	32 349	1,6
mai	3 542	12 612	1 992 413	-14 858	-5 616	373 144	23,0	-20 474	-1,0
juin	3 550	12 628	2 010 637	18 784	-560	379 381	23,3	18 224	0,9
juil.	3 582	12 685	2 019 223	8 907	-321	313 193	18,4	8 586	0,4
août	3 614	12 718	2 068 990	31 383	18 384	329 573	18,9	49 767	2,5
sep.	3 633	12 755	2 083 740	9 589	5 161	309 906	17,5	14 750	0,7
oct.	3 645	12 814	2 107 575	15 457	8 378	330 047	18,6	23 835	1,1
nov.	3 656	12 877	2 160 872	16 263	37 034	371 962	20,8	53 297	2,5
déc.	3 667	12 937	2 198 994	8 230	29 892	358 001	19,4	38 122	1,8
2011									
jan.	3 684	12 979	2 184 027	14 212	-29 179	323 339	17,4	-14 967	-0,7
fév.	3 705	13 030	2 208 198	15 623	8 548	310 264	16,3	24 171	1,1
mars	3 724	13 057	2 190 896	2 515	-19 817	210 358	10,6	-17 302	-0,8
avril	3 736	13 097	2 195 408	10 667	-6 155	182 521	9,1	4 512	0,2
mai	3 749	13 186	2 219 208	7 906	15 894	226 795	11,4	23 800	1,1
juin	3 749	13 164	2 184 999	-4 879	-29 330	174 362	8,7	-34 209	-1,5

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 2010 et 2011

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

Plus globalement le tableau qui suit confirme que le volume des actifs sous gestion se situe depuis avril 2011 à un niveau similaire à celui observé avant l'éclatement de la crise financière. Ainsi, les taux de croissance annuels observés au cours de l'année 2010 (le taux de croissance annuel moyen de la valeur nette d'inventaire en 2010 était de 21,5%) ne peuvent plus être observés depuis le début de l'année en cours ; en effet, le taux de croissance annuel moyen observé en 2011 est de 12,2%.

Encadré 1.3

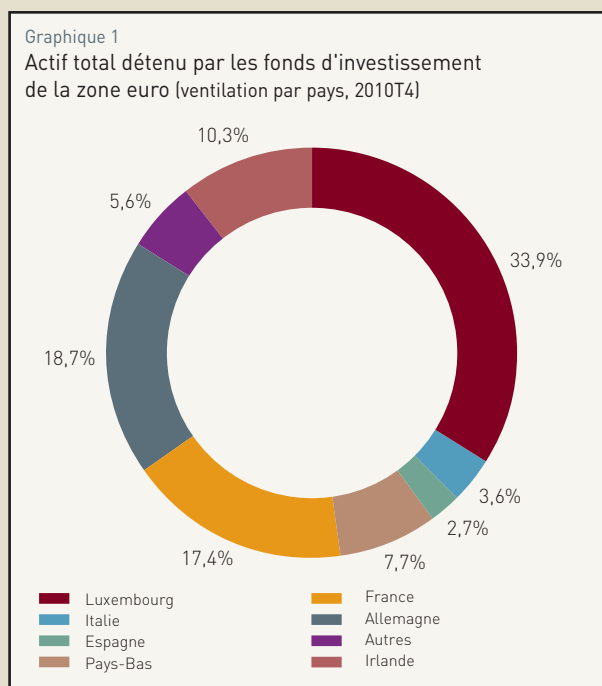
LES OPC NON MONÉTAIRES AU LUXEMBOURG

Dans l'ensemble, le secteur des fonds d'investissement (hors OPC monétaires) a rapidement évolué au Luxembourg au cours des deux dernières décennies (i.e. depuis l'adoption en 1988 de la première directive européenne sur les OPCVM) pour représenter, à la fin de l'année 2010, un peu plus d'un tiers de l'ensemble des actifs détenus par les fonds d'investissement (hors OPC monétaires) de la zone euro.

Les fonds d'investissement, qui sont répertoriés dans la catégorie des *autres intermédiaires financiers*, avec d'autres institutions financières telles que les véhicules de titrisation et les sociétés de prises de participations, représentaient par ailleurs, à la fin de l'année 2010, plus de 40% du total des actifs du secteur financier luxembourgeois, avec près de 2 120 milliards d'euros d'actifs sous gestion.

L'ampleur de l'encours d'actifs sous gestion des OPC non monétaires domiciliés au Luxembourg met en exergue l'importance de premier plan que revêt une analyse approfondie du comportement de ce secteur, non seulement du point de vue des développements économiques au Grand-Duché, mais également sur le plan international et, plus particulièrement, celui de la zone euro. Dans cette perspective, la nouvelle collecte statistique *Titre par Titre* (TPT) et de bilans, en mettant à disposition une base de données détaillée sur l'actif et le passif des fonds d'investissement, présente de nombreux avantages analytiques, notamment en ce qui concerne l'influence des comportements de portefeuille des OPC non monétaires sur l'évolution des marchés financiers, le processus d'intermédiation financière ou encore les mécanismes de transmission de la politique monétaire¹.

L'objectif principal de cet encadré est de poser les jalons d'une analyse plus approfondie de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg sur la base des données compilées par la BCL. La méthodologie statistique de la nouvelle collecte TPT et de bilans à laquelle les fonds d'investissement de la zone euro sont désormais assujettis est tout d'abord présentée dans un premier temps. La structure du bilan des fonds d'investissement luxembourgeois, leur rôle dans le financement des différents secteurs institutionnels de la zone euro et les mouvements de portefeuille qui ont été effectués depuis le début de la crise financière sont ensuite analysés dans un second temps.



Sources : BCL, BCE

Tableau 1

Part des fonds d'investissement dans le secteur financier luxembourgeois (encours en milliards d'euros, 2010-T4)

	IMFs ¹⁾		Assurances et fonds de pension	AIFs ²⁾		Total
	Total	dont OPC monétaires		Total	dont OPC non monétaires	
Actif total	1 053,8	284,6	159,0	4 073,4	2 136,9	5 286,2
% du total	19,9	5,4	3,0	77,1	40,4	100

Source : BCL

1) Institutions monétaires et financières.

2) Autres intermédiaires financiers.

1 Pour de plus amples détails, voir ECB (2010) « Harmonized ECB Statistics on Euro Area Investment Funds and Their Analytical Use for Monetary Policy Purposes », Monthly Bulletin, August, pp.109-22, et GODFREY B., J. McNEILL et A. MENTON (2010) « The Investment Funds Industry in Ireland - A Statistical Overview », Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Quarterly Bulletin n°1, January 2010, pp.81-98.

APERÇU DE LA MÉTHODOLOGIE APPLIQUÉE POUR L'ÉTABLISSEMENT DES STATISTIQUES DES FONDS D'INVESTISSEMENT

Depuis fin 2008, les fonds d'investissement (hors OPC monétaires) sont sujets à un nouveau recensement dans le cadre duquel ils rapportent des informations détaillées sur leurs actifs et, dans une moindre mesure, leurs passifs. Cette collecte de données résulte du règlement BCE/2007/8 concernant la collecte par la BCE d'informations statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement.

L'objectif de limiter la charge sur les déclarants a largement été pris en compte, ce qui a amené la BCL à concevoir un système de production statistique complexe pour répondre aux exigences du règlement de la BCE, mais aussi aux besoins des statistiques de balance des paiements et de position extérieure globale ainsi que pour les comptes financiers. L'utilisation d'une même source pour diverses statistiques permet de limiter la charge sur les déclarants et d'améliorer dans le même temps la cohérence entre ces statistiques.

Ainsi, parmi les possibilités offertes par ce règlement, la BCL, après consultation de l'ALFI, a mis en place une collecte qui comporte trois rapports : un rapport titre par titre mensuel, un bilan statistique trimestriel et un rapport mensuel sur les revalorisations des produits dérivés et des actifs immobilisés.

Pour chaque fonds soumis à la collecte, la BCL établit un bilan trimestriel en intégrant le bilan collecté et le rapport TPT, enrichi des caractéristiques statistiques au niveau de chaque titre.

La BCL établit des bilans mensuels pour les mois qui ne sont pas des fins de trimestre en utilisant les rapports TPT mensuels et la structure des bilans trimestriels. Dans ces bilans mensuels, les positions des titres détenus, des titres vendus et des parts émises sont celles que les fonds d'investissement ont transmises, les autres rubriques du bilan étant quant à elles estimées. La BCL calcule également des transactions pour répondre à l'orientation de la BCE et pour l'établissement des statistiques de la balance des paiements.

Les statistiques de positions sont de bonne qualité. Cependant, les données concernant les périodes les plus récentes sont provisoires et des révisions sont donc régulièrement effectuées, y compris au niveau des données historiques. En effet, certaines données doivent être en partie estimées lorsque les fonds d'investissements ont un délai de calcul de la VNI supérieur au délai d'établissement des statistiques. De plus, les fonds d'investissement qui commencent leurs activités ne rapportent pas toujours dans les délais en raison de la possibilité de début d'activité avant l'autorisation officielle. De même, ceux qui cessent leurs activités peuvent continuer à rapporter des statistiques en attente de la confirmation de la date officielle de fermeture.

Les statistiques de transactions nécessitent quant à elles davantage de précaution puisqu'elles dépendent de la qualité des rapports transmis par les fonds d'investissement. En effet, si un fonds isolé n'exerce en général pas un grand impact sur le total des bilans de tous les fonds, les données erronées pour un mois peuvent *a contrario* entraîner un biais d'estimation des transactions qui peut être significatif en comparaison des transactions réalisées par l'ensemble des fonds au cours du mois.

Après avoir présenté un bref aperçu de la méthodologie statistique de la collecte TPT, il convient à présent de mettre en évidence l'apport de cette nouvelle base de données du point de vue de l'analyse économique. Ces nouvelles statistiques permettent notamment d'analyser la structure du bilan des fonds d'investissement, leur rôle en matière de financement des différents secteurs de la zone euro et les mouvements de portefeuille qui se sont produits depuis le début de la crise financière.

LA STRUCTURE DU PORTEFEUILLE DES FONDS D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS

Le Tableau 2 présente la structure détaillée du bilan agrégé des fonds d'investissement (hors OPC monétaires) domiciliés au Luxembourg et son évolution depuis la fin de l'année 2008. Dans l'ensemble, au cours de la période étudiée, l'*actif total* des fonds d'investissement luxembourgeois a augmenté de 55,1 %, soit environ 775 milliards d'euros. Cette évolution, qui a été principalement tirée par le portefeuille d'actions (+315,8 milliards d'euros) et d'obligations (+292,6 milliards d'euros),

est non seulement attribuable à l'évolution du prix des actifs financiers, mais aussi, au dynamisme des émissions de parts, témoignant ainsi de la confiance apportée par les investisseurs internationaux et de l'attractivité du Luxembourg pour l'implantation de nouveaux fonds.

Tableau 2

Bilan agrégé des fonds d'investissement (hors OPC monétaires). Encours en fin de période, milliards d'euros

	2008-T4	2009-T4	2010-T4	2011-T1	2011-T2
Actifs					
Dépôts et créances	129,2	104,8	125,1	126,0	130,3
Titres autres que les actions					
émis par des résidents de la ZE	298,0	338,1	356,4	358,5	361,1
émis par des non résidents de la ZE	200,7	269,2	407,0	413,6	430,2
Actions et autres participations					
émis par des résidents de la ZE	129,4	169,6	172,7	182,5	177,3
émis par des non résidents de la ZE	291,1	437,8	586,9	564,2	559,0
Parts d'OPC					
émis par des résidents de la ZE	131,6	157,9	204,0	207,0	210,8
émis par des non résidents de la ZE	44,3	37,6	45,0	44,7	40,2
Actifs non financiers	7,9	6,8	12,0	10,9	9,4
Autres actifs	172,1	175,7	227,9	264,3	260,0
Passifs					
Parts émises	1 233,8	1 545,4	1 933,7	1 927,4	1 929,2
Emprunts	41,3	20,9	25,2	31,3	28,4
Autres passifs	129,3	131,2	177,9	213,0	220,7
Total Actifs/Passifs	1 404,4	1 697,5	2 136,9	2 171,8	2 178,2

Source : BCL

De manière plus détaillée, l'encours des *titres autres que les actions* et l'encours des *actions et autres titres de participations* a respectivement augmenté de 58,7% et de 75,1% entre le quatrième trimestre de 2008 et le deuxième trimestre de 2011. A la fin de la période sous revue, la structure du portefeuille des fonds d'investissement luxembourgeois était ainsi relativement équilibrée du point de vue de la détention d'actions et d'obligations, avec une part de l'actif total s'élevant respectivement à 33,8% et 36,3%. Cependant, force est de constater que la proportion de titres émis par des contreparties en dehors de la zone euro a significativement augmenté depuis le quatrième trimestre de 2008, reflétant par là une restructuration de portefeuille en faveur des économies émergentes assortie d'importants effets de revalorisation sur cette classe d'actifs (cf. infra).

Les détentions de *parts d'OPC* ont pour leur part augmenté de 42,7% au cours de cette période, soit de 75,1 milliards d'euros. Cette classe d'actifs, qui a pour principale contrepartie la zone euro, avec une forte contribution du Luxembourg, est principalement détenue par les *fonds de fonds*. Les *autres actifs et instruments financiers dérivés*, qui concernent notamment les contrats à terme sur opérations de change, ont quant à eux augmenté de 51,1% au cours de la période étudiée, soit de près de 88 milliards d'euros².

Du point de vue du passif, le dynamisme affiché par les parts émises, qui ont augmenté de plus de 56% entre 2008T4 et 2011T2, témoigne de l'intérêt affiché par les investisseurs pour les fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg. Les autres passifs, qui prennent essentiellement en compte la contrepartie des contrats à terme sur opérations de change³, ont pour leur part connu une hausse de 70,7% au cours de la période considérée⁴. Ils représentaient ainsi plus de 10% du total du passif des OPC non monétaires à la fin du deuxième trimestre de 2011, contre seulement 1,3% pour les emprunts réalisés auprès des banques.

2 Les contrats à terme sur opérations de change permettent de couvrir le risque de change des OPC non monétaires luxembourgeois dans le cadre de leur activité d'intermédiation financière, une grande partie des investissements n'étant pas réalisée dans la même monnaie que les émissions de parts. Au deuxième trimestre de 2011, moins de 40% des actifs détenus dans le portefeuille des OPC non monétaires luxembourgeois étaient libellés en euros.

3 De fait, l'évolution de la position nette pour ce type de titres est relativement stable sur l'ensemble de la période.

4 L'augmentation des positions sur les pays émergents a entraîné une couverture des opérations réalisées en devises locales, contribuant ainsi à expliquer l'augmentation des contrats à terme sur opérations de change aussi bien pour les autres actifs que pour les autres passifs.

LA CONTRIBUTION DES FONDS D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS AU FINANCEMENT DE LONG TERME DE LA ZONE EURO

La contribution détaillée des fonds d'investissement au financement de marché de long terme des secteurs de la zone euro est présentée dans le Tableau 3.

Tableau 3

Contribution des fonds d'investissement luxembourgeois au financement de la zone euro (ventilation par secteur).
Encours en fin de période, milliards d'euros

	IMFs	Administrations Publiques	AIFs	Assurances et fonds de pension	SNFs ¹⁾	Total
Actions						
2011-T2	17,4	-	13,6	7,2	139,1	177,3
% du total	9,8	-	7,7	4,1	78,5	100
2009-T4	21,3	-	11,4	6,5	130,5	169,6
% zone euro	3,2	-	0,5	1,2	1,1	1,0
Obligations						
2011-T2	91,7	166,6	61,8	2,2	38,8	361,1
% du total	25,4	46,1	17,1	0,6	10,7	100
2009-T4	94,8	159,2	51,4	1,8	30,9	338,1
% zone euro	2,4	3,1	2,0	4,3	5,9	3,4

Sources : BCL, BCE

1) Sociétés non financières.

En valeur absolue, les fonds d'investissement luxembourgeois détenaient, au deuxième trimestre de l'année 2011, la majeure partie de leur portefeuille de titres émis par des résidents de la zone euro sous forme d'actions de sociétés non financières et d'obligations d'Etat, pour un montant respectif de 139,1 et 166,6 milliards d'euros. Alors que, pour le dernier trimestre de l'année 2010, la contribution des OPC non monétaires luxembourgeois au financement par obligation des IFMs, des administrations publiques et des SNFs apparaissait conforme à leur poids relatif dans l'industrie de la zone euro, leur rôle dans l'intermédiation financière des IMFs et des SNFs sur le marché des actions apparaissait quant à lui relativement limité, avec une contribution respective de 3,2% et 1,1% de l'encours total des actions émises par ces secteurs, contre 15% en moyenne pour l'ensemble de l'industrie de la zone euro⁵. Enfin, à noter qu'en termes d'évolution, les fonds d'investissement luxembourgeois ont plutôt eu tendance à se désengager du financement de long terme des IMFs au cours de la période sous revue, pour se reporter davantage sur les titres émis par les SNFs, les AIFs et, dans une moindre mesure, les administrations publiques (cf. infra).

LE COMPORTEMENT DE PORTEFEUILLE DES FONDS D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS

Les données TPT permettent également d'analyser les transactions en fonction du type d'actifs et, de manière plus détaillée, de la zone géographique et du secteur dans lesquels les parts émises par les fonds ont été investies. L'objectif de cette section est d'analyser l'évolution du portefeuille des fonds d'investissement luxembourgeois depuis la fin de l'année 2008, en distinguant l'influence des comportements de portefeuille des effets de revalorisation inhérents à l'évolution du rendement du prix des actifs et du taux de change.

Dans l'ensemble, au cours de la période étudiée, les investisseurs ont restructuré leur portefeuille dans un environnement de taux d'intérêt faibles et d'augmentation de la prise de risque en faveur d'actifs à plus long terme. Les OPC monétaires ont ainsi connu une baisse d'activité importante tandis que des flux nets substantiels ont été enregistrés en faveur des OPC actions, des OPC obligataires et, plus récemment, des OPC mixtes. Ces développements se sont étroitement reflétés dans les achats nets d'actifs réalisés par les fonds d'investissement luxembourgeois.

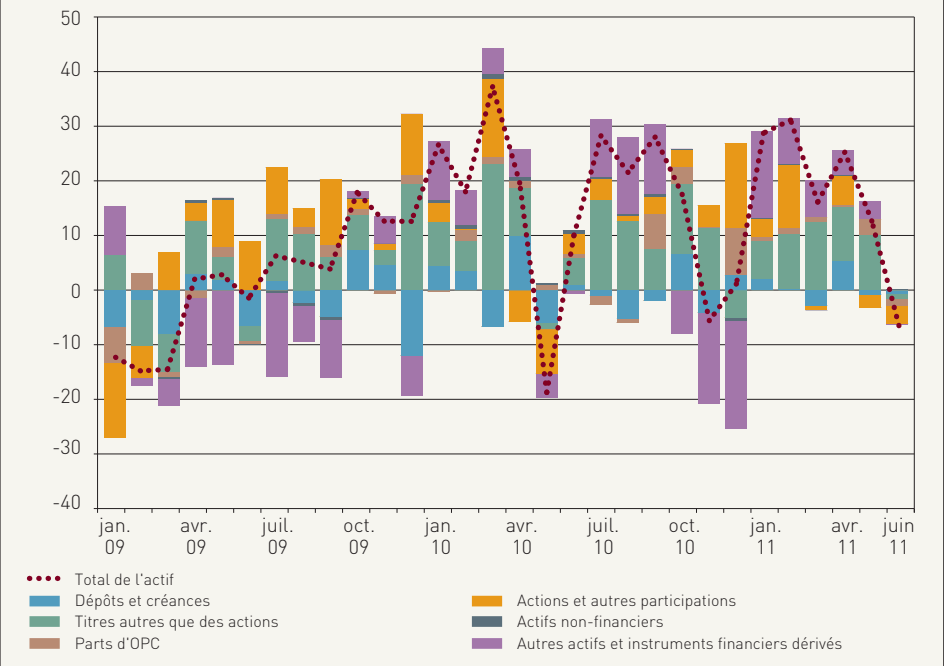
⁵ Voir ECB (2010), op.cit., pour une présentation de la contribution des fonds d'investissement de la zone euro au financement de marché des différents secteurs institutionnels.

En effet, sur l'ensemble de la période étudiée, les achats nets d'actifs ont atteint plus de 320 milliards d'euros, pour porter essentiellement sur les actions et autres participations (+98 milliards d'euros) et les titres autres que les actions (+209 milliards d'euros)⁶. Depuis le début de l'année 2009, les OPC non monétaires luxembourgeois ont seulement enregistré deux périodes de décollecte significative de la part des investisseurs : (1) de janvier à mars 2009, période marquée par l'incertitude et l'aversion au risque qui a suivi la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, et (2) en mai 2010, avec le regain de tension observé sur la crise de la dette publique grecque.

La collecte statistique TPT fournit également des détails sur la contrepartie sectorielle et géographique concernée par les achats d'actions et d'obligations réalisés par les fonds d'investissement (Graphiques 3 et 4).

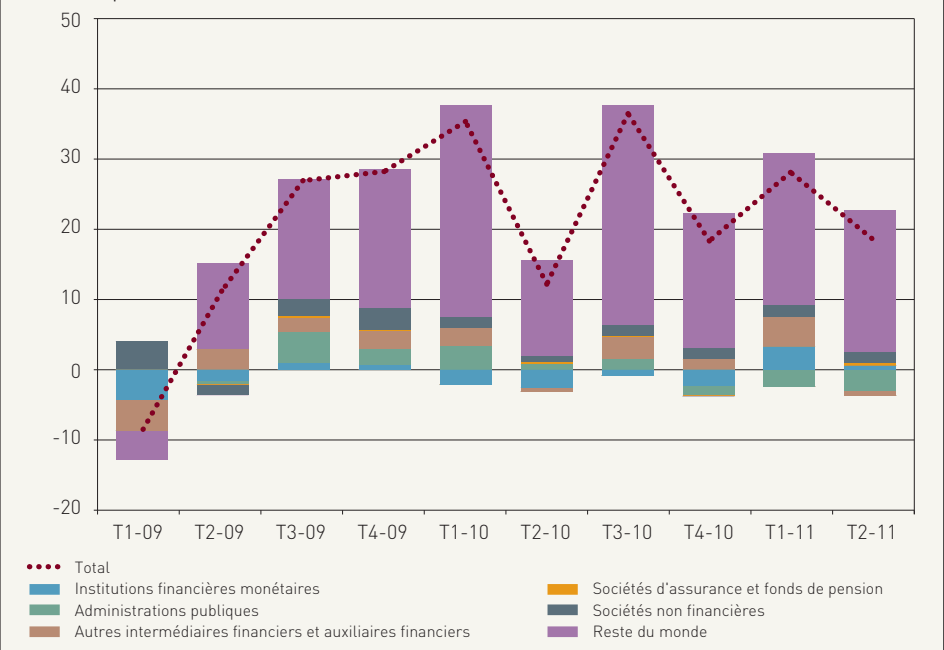
Sur l'ensemble de la période étudiée, les parts émises par les fonds d'investissement luxembourgeois ont largement été utilisées pour l'achat de titres émis en dehors de la zone euro, avec des montants respectifs de près de 89 et 181 milliards d'euros pour les actions et les obligations entre janvier 2009 et juin 2011. Les achats nets sur les marchés

Graphique 2
Achats nets d'actifs par les fonds d'investissements luxembourgeois
(en milliards d'euros)



Source : BCL

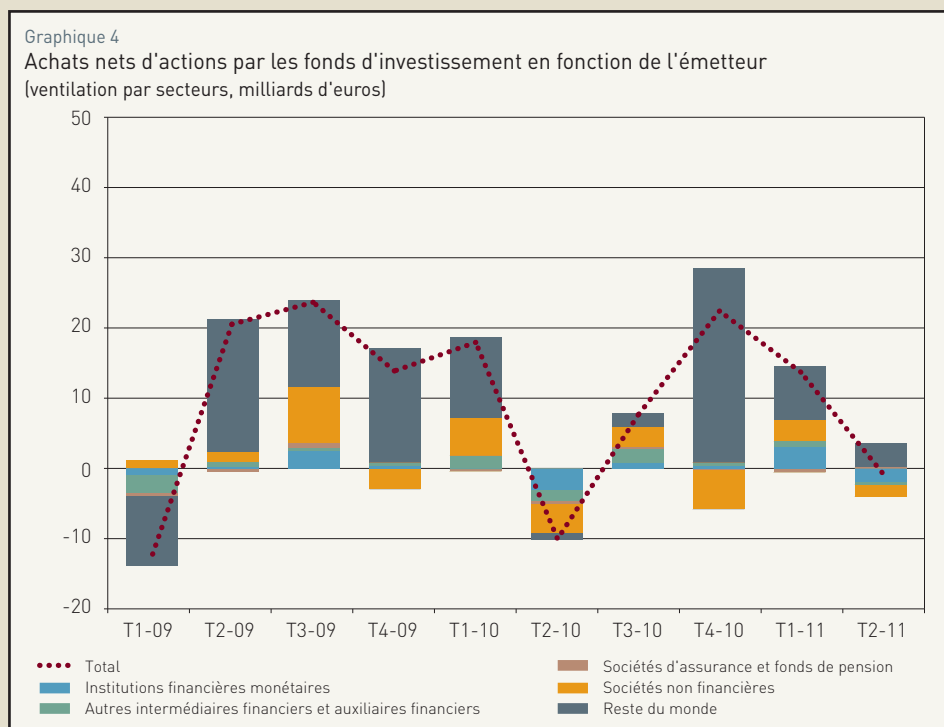
Graphique 3
Achats nets d'obligations par les fonds d'investissement en fonction de l'émetteur
(ventilation par secteur, milliards d'euros)



Source : BCL

6 A noter que sur l'ensemble de la période étudiée, les autres actifs ont affiché une forte volatilité sans pour autant influencer significativement sur le montant des achats nets d'actifs par les fonds d'investissement luxembourgeois.

actions et les marchés obligataires de la zone euro ont ainsi seulement représenté 13,4% des flux totaux effectués par les OPC non monétaires luxembourgeois sur ces classes d'actifs au cours de cette période. De manière plus détaillée, les fonds d'investissement se sont dans l'ensemble désengagés des institutions financières et monétaires (-7 milliards d'euros) au profit, notamment, des sociétés non financières (+24,4 milliards d'euros) et des autres intermédiaires financiers (+15 milliards d'euros), et dans une moindre mesure, des administrations publiques (+5,2 milliards d'euros). Les acquisitions nettes d'obligations des administrations publiques ont toutefois essentiellement concerné la période précédant le quatrième trimestre de 2010.

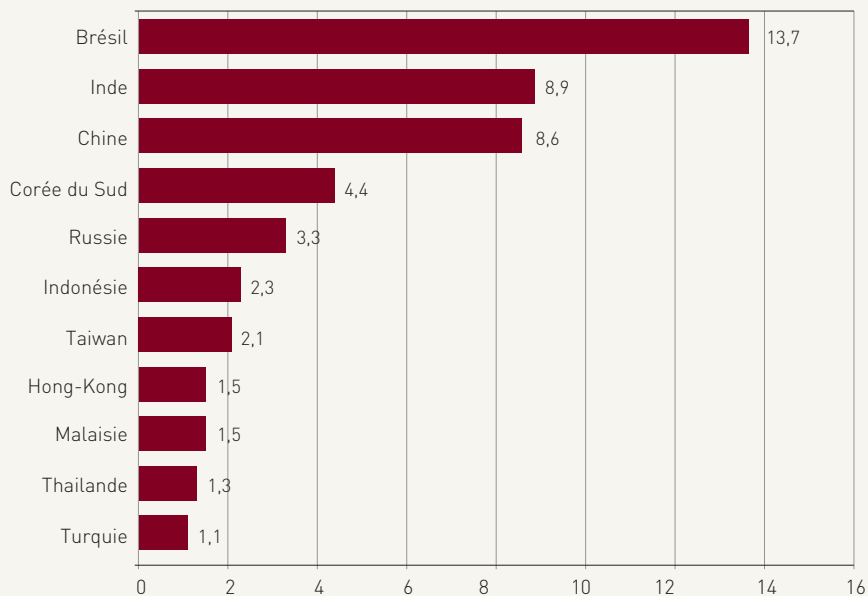


Du point de vue des marchés actions, les achats effectués par les fonds d'investissement luxembourgeois aux Etats-Unis et dans les pays de l'UE non membres de l'Union monétaire ont certes été significatifs, avec 24% des flux nets totaux enregistrés sur l'ensemble de la période, mais l'essentiel des transactions s'est traduit par une restructuration du portefeuille en faveur des pays émergents, à la faveur des perspectives de rendement prometteuses anticipées par les opérateurs sur cette classe d'actifs. Les économies représentées dans le graphique suivant ont ainsi enregistré à elles seules des flux nets de capitaux sur les marchés actions de la part des OPC non monétaires luxembourgeois de près de 50 milliards d'euros entre janvier 2009 et juin 2011.

Enfin, le marché américain est quant à lui demeuré le principal destinataire des fonds d'investissement luxembourgeois pour les achats d'obligations, avec des acquisitions nettes à hauteur de 66 milliards d'euros, soit près d'un tiers de l'ensemble des transactions réalisées sur cette classe d'actif sur l'ensemble de la période considérée. Les pays de l'UE non membres de l'Union monétaire ont quant à eux enregistré des flux nets de capitaux sur les marchés obligataires de près de 38 milliards d'euros, le Royaume-Uni et la Suède concentrant à eux seul plus de 60% de ce montant.

Graphique 5

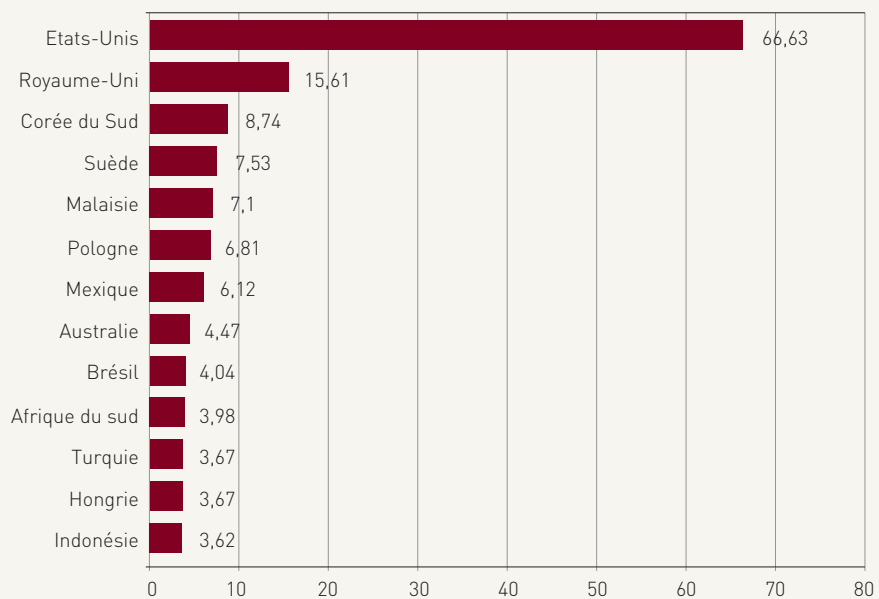
Achats nets d'actions vers les pays émergents
(ensemble de la période, milliards d'euros)



Source : BCL

Graphique 6

Achats nets d'obligations en dehors de la zone euro selon le pays émetteur
(ensemble de la période, milliards d'euros)



Source : BCL

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Au 31 juillet 2011, 440 compartiments monétaires étaient officiellement enregistrés auprès de la CSSF, par rapport aux 472 compartiments monétaires enregistrés au 31 juillet 2010. Bien que le nombre de compartiments monétaires soit légèrement en hausse par rapport au mois de juin 2011 (431 compartiments), la diminution du nombre de compartiments monétaires entamée fin 2009 se poursuit en 2011.

La somme de bilan

Au 31 juillet 2011, la somme de bilan des OPC monétaires s'élève à 262 680 millions d'euros, par rapport à 307 070 millions d'euros au 31 juillet 2010 et 281 546 millions d'euros au 31 mars 2011. Entre juillet 2010 et juillet 2011, une diminution de 44 391 millions d'euros s'est donc manifestée, soit une baisse de 14,5% de la somme de bilan des OPC monétaires.

Les OPC monétaires ont perdu de leur attrait pour les investisseurs qui, depuis avril 2009, se tournent vers les OPC ayant une politique d'investissement plus orientée vers les instruments financiers, au détriment des OPC monétaires où les rendements sont en principe plus limités.

La politique d'investissement

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

Fin juillet 2011, le portefeuille de titres représente 74,7% de l'actif, soit 196 322 millions d'euros. Parallèlement, les créances sur les établissements de crédit représentent un poids relatif de 22,4%, soit 58 866 millions d'euros. Il convient de noter qu'il s'agit du poids relatif le plus important de l'année 2011. Cet indicateur est à observer, car lors des crises financières la politique d'investissement des OPC monétaires bascule généralement en faveur des placements bancaires, considérés comme moins risqués. Ainsi, fin décembre 2008, les créances sur les établissements de crédit représentaient un poids relatif de 31,1% du bilan des OPC monétaires à cette date.

Le portefeuille des titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se décompose en titres émis par des établissements de crédit (124 026 millions d'euros), en titres émis par le secteur public (33 970 millions d'euros) et en titres émis par le secteur privé non bancaire (37 606 millions d'euros). Il convient de noter que le portefeuille de titres émis par des établissements de crédit est en baisse depuis le début de l'année 2011.

Tableau 1.16

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

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 07-2011
	07-2010	03-2011	07-2011	07-2010 – 07-2011		03-2011 – 07-2011		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances	69 923	51 521	58 866	-11 057	-15,8	7 345	14,3	22,4
Portefeuille titres	234 346	223 135	196 322	-38 024	-16,2	-26 813	-12,0	74,7
Autres actifs	2 801	6 890	7 492	4 690	167,4	602	8,7	2,9
Total de l'actif	307 070	281 546	262 680	-44 391	-14,5	-18 866	-6,7	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Tableau 1.17

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)
(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	07-2010	03-2011	07-2011	07-2010 – 07-2011		03-2011 – 07-2011		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes	3 011	336	854	-2 157	-71,6	518	154,2	0,3
Parts émises	296 887	273 227	253 328	-43 559	-14,7	-19 899	-7,3	96,4
Autres passifs	7 172	7 983	8 498	1 325	18,5	515	6,4	3,2
Total du passif	307 070	281 546	262 680	-44 391	-14,5	-18 866	-6,7	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

2.3.3 Commerce et autres services non financiers

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

En 2010, le commerce dans son ensemble a nettement bénéficié de la reprise économique. Au niveau sectoriel, il est apparu que l'activité des grossistes s'est nettement redressée, tandis que le dynamisme du commerce électronique dopait les statistiques du commerce de détail. Dans les secteurs des transports et des services auxiliaires des transports, les évolutions ont été très favorables sur l'ensemble de l'année 2011. Enfin, le secteur hôtel-restauration a affiché des résultats décevants, puisque son chiffre d'affaires s'est accru de 2,9 % seulement en 2010 (après un recul de 2,7 % en 2009).

La bonne santé dans le secteur du commerce s'est maintenue au début de l'année 2011. Le chiffre d'affaires a fortement progressé au premier trimestre 2011 dans le commerce de gros et, de manière plus modérée, dans le commerce de détail. Les plus récentes statistiques montrent par ailleurs qu'en mai 2011, le chiffre d'affaires a progressé de 8,2 % dans le commerce de gros (après +5,9 % en avril) et de 12,6 % dans le commerce de détail (après +11,6 % en avril). Les ventes de détail hors ventes par correspondance (VPC) et ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) affichent comme à l'accoutumée des évolutions nettement moins favorables (+2,3 % en mai 2011, après +1,8 % en avril 2011).

Dans le secteur automobile, les statistiques sont plus volatiles, puisqu'elles font apparaître un redressement modéré du chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile sur l'ensemble de l'année 2010 (+4,3 %), suivi d'une nette progression du chiffre d'affaires sur les trois premiers mois de l'année 2011 et de reculs de ce chiffre d'affaires en avril et mai 2011 (respectivement -4,1 % et -2,6 %). Les immatriculations automobiles, qui avaient baissé de 7,8 % au Luxembourg au quatrième trimestre 2010 par rapport au même trimestre un an plus tôt, ont stagné au premier trimestre de l'année 2011 avant d'enregistrer un recul de 6,7 % au second trimestre 2011 et de se redresser légèrement en juillet 2011 (+2,1 %). Au total, sur les sept premiers mois de l'année 2011, le niveau des immatriculations d'automobiles au Luxembourg se situe à un niveau qui reste de près de 3 % inférieur à celui qui prévalait en moyenne un an plus tôt sur la même période. Il semblerait que la non-reconduction par le gouvernement des régimes d'aides financières CAR-e au-delà du 31 juillet 2010 ait contribué au dynamisme des immatriculations au premier semestre 2010 et aux résultats décevants affichés en moyenne depuis lors.

Tableau 1.18

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

	2009	2010	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2
Immatriculations de voitures	-9,3	4,8	11,0	13,0	-1,2	-7,8	0,0	-6,7
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-10,6	4,3	-3,0	11,9	7,0	1,0	11,3	
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-23,5	26,8	17,9	39,5	31,3	19,5	25,9	
Commerce de détail	-0,2	11,9	11,7	12,9	12,3	11,0	13,5	
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC ¹⁾ et VCMS ²⁾	-0,8	3,2	3,4	3,8	4,6	1,4	1,7	
Hôtels et restaurant	-2,7	2,9	3,1	2,4	3,2	2,9	1,1	
Transport aérien	-23,1	22,8	13,6	38,2	21,7	18,1	19,7	
Transport par eau	-16,1	12,9	27,2	42,6	-12,7	6,6	-14,1	
Transport terrestre	-7,3	3,9	-2,8	9,7	6,3	2,9	13,9	
Services auxiliaires des transports	-19,7	20,5	20,5	29,2	19,5	13,7	12,2	

* En valeur.

1) VPC : ventes par correspondance

2) VCMS : ventes de carburants en magasins spécialisés

2.4 L'ENQUÊTE MENSUELLE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

L'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg est apparu globalement orienté à la hausse sur la période 2009-2010, avant de marquer une pause. Depuis le début de l'année 2011, il a cessé d'apparaître favorablement orienté.

Les évolutions mensuelles de l'indicateur de confiance du Luxembourg sont très volatiles depuis la mi-2010. Les données récentes indiquent que la confiance des consommateurs évolue désormais à des niveaux à peine supérieurs à sa moyenne historique. Dans la zone euro, la confiance des consommateurs évolue depuis deux mois déjà en dessous de sa moyenne historique.

La plus récente enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date d'août 2011. Elle indique que l'indicateur de confiance des consommateurs, après correction des variations saisonnières, s'est nettement replié en août, atteignant ainsi sa valeur la plus faible depuis le début de cette année.

Toutes les composantes de l'indicateur ont évolué négativement en août. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale et au taux de chômage au Luxembourg se sont particulièrement assombries. De surcroît, les anticipations des consommateurs portant sur leur situation financière et leur capacité d'épargner accusent une détérioration, alors qu'elles progressaient en juillet.

La tonalité de cette dernière enquête de conjoncture auprès des consommateurs du Luxembourg est négative et pourrait constituer un signal négatif concernant l'évolution de la consommation privée aux deuxième et troisième trimestres 2011. L'indicateur de confiance des consommateurs a reculé de 8 points depuis le mois de mai, ce qui est loin d'être négligeable. Sur cette même période, les consommateurs ont par ailleurs accru leur pessimisme, surtout en ce qui concerne les composantes relatives à la situation économique du Pays (situation économique et taux de chômage au Luxembourg). De plus, les anticipations des consommateurs eu égard à leur situation financière et leur capacité d'épargner évoluent depuis plusieurs mois en dessous de leur moyenne historique. Ces dernières évolutions semblent par ailleurs avoir trouvé un écho dans les résultats modérés affichés par les détaillants du Luxembourg (voir section précédente). Au final, ces dernières informations semblent plaider en faveur d'une consommation privée contenue aux deuxième et troisième trimestres 2011.

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

Tableau 1.19

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
2009	août	-7	-17	53	1	41
	septembre	-5	-13	54	2	45
	octobre	-6	-12	53	-1	42
	novembre	-5	-8	52	0	43
	décembre	-5	-11	58	-1	49
2010	janvier	-11	-17	62	1	34
	février	-6	-14	52	1	39
	mars	-2	-7	48	1	45
	avril	-5	-7	41	-3	33
	mai	-5	-25	31	-10	44
	juin	-1	-12	26	-7	40
	juillet	5	-9	19	-4	52
	août	6	-1	18	-1	43
	septembre	4	-7	18	3	38
	octobre	4	-1	22	-5	46
	novembre	6	1	24	0	46
	décembre	0	-1	35	-6	43
2011	janvier	4	-2	30	-4	52
	février	2	2	30	-5	41
	mars	5	2	22	1	38
	avril	7	-1	19	-4	50
	mai	9	2	10	-3	46
	juin	6	-3	13	-3	43
	juillet	7	-4	20	1	49
	août	1	-12	28	-3	45

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.

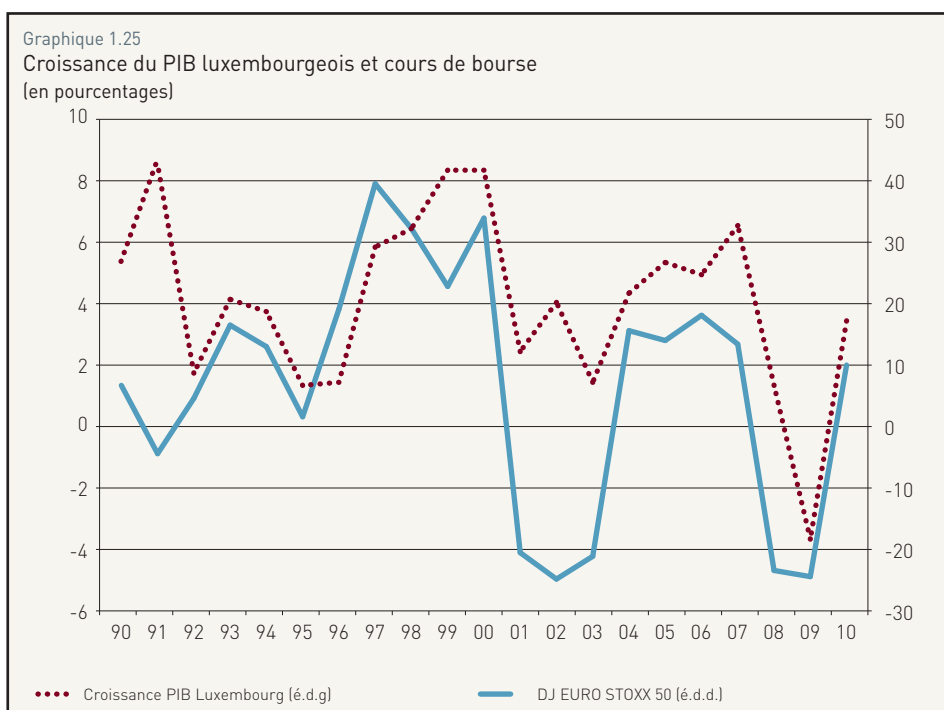
2.5 RETOUR SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE JUIN 2011

Les plus récentes prévisions macroéconomiques de la BcL datent de juin 2011 (voir Rapport Annuel 2010 de la BcL). Elles laissaient augurer, pour l'année 2011, une progression du PIB en volume plus favorable que la croissance escomptée lors de l'exercice de décembre 2010. Les projections de juin faisaient en effet état d'une progression du PIB réel en 2011 se situant entre 3,7% à 4,3%, soit 1,2 point de pourcentage de plus qu'anticipé précédemment. La croissance anticipée pour 2012 se situait entre 2,5% et 3,5% tandis qu'elle s'établissait entre 2,9% et 4,3% pour l'année 2013. Ce scénario intégrait un ralentissement de la croissance à partir du deuxième trimestre 2011. Il incorporait par ailleurs pour les deux années suivantes un sentier de croissance normalisé demeurant en deçà de l'évolution historique luxembourgeoise. Cette projection était basée sur l'hypothèse de l'abaissement du potentiel de croissance, qui résulterait notamment des ajustements structurels dans le secteur financier.

Une réévaluation de ces projections n'est pas aisée dans ce présent contexte, qui est caractérisé par une incertitude élevée du fait notamment des crises souveraines et du fort degré d'instabilité des marchés financiers. Ce dernier facteur est particulièrement pertinent au Luxembourg, où les services financiers représentaient en 2009 26% de la valeur ajoutée brute totale et exercent de surcroît un important effet

d'entraînement sur d'autres branches, telles que les services aux entreprises.¹⁵ Selon les comptes nationaux, quelque 48,4% de la valeur ajoutée brute totale émanait de la seule catégorie «Activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises» en 2010.¹⁶

Le constat d'une forte corrélation entre la croissance économique et l'évolution des marchés boursiers, établi au graphique suivant sur la période 1990-2010, n'est dès lors guère surprenant. Cette corrélation élevée doit cependant être interprétée avec prudence, car elle est l'expression d'une double causalité. D'une part, un fléchissement des cours boursiers tend à pénaliser l'activité économique luxembourgeoise, à travers son impact sur la valeur ajoutée du secteur financier et des branches les plus étroitement associées à ce dernier. D'autre part cependant, une causalité inverse peut se manifester, dans la mesure où une croissance plus forte au sein de la zone euro est de nature à conforter l'indice DJ euro stoxx 50. Or la croissance du PIB au Luxembourg est elle-même positivement corrélée à la croissance de la zone euro.¹⁷



Sources : Commission européenne (base de données AMECO), Eurostat, Statec, calculs BCL.

Le fléchissement marqué des cours boursiers observé depuis février 2011 n'en constitue pas moins un risque majeur pour la croissance économique luxembourgeoise. L'indice DJ euro stoxx 50 a reculé de quelque 31% entre le 18 février et le 5 septembre 2011, dont 27% depuis le 1^{er} juillet 2011. Comme indiqué ci-dessus, les projections de la BCL de juin 2011 laissaient augurer une croissance du PIB en volume centrée autour de 4% en 2011. Cette projection reposait notamment sur l'hypothèse d'une hausse moyenne des cours boursiers européens de 7% en 2011. Or si le niveau de l'indice DJ euro stoxx 50 se maintenait durant le reste de l'année 2011 au niveau atteint le 5 septembre 2011, soit 2 105,33 points, le fléchissement des cours atteindrait en

moyenne 7% par rapport à l'ensemble de l'année 2010. L'écart par rapport au scénario boursier intégré aux projections de juin 2011 serait par conséquent de l'ordre de 15%. Si cet écart est assez substantiel, il est moins important que ne le suggèrent les récentes turbulences boursières. Ce résultat quelque peu contre-intuitif reflète la forte hausse des indices boursiers enregistrée de fin décembre 2010 au 18 février 2011 (+9,9% pour l'indice DJ euro stoxx 50 au cours de cette période).

Au total et toutes autres choses égales par ailleurs, les récentes turbulences boursières constituent un risque de révision à la baisse des projections de croissance pour 2011, voire même pour 2012, même si la déviation des cours boursiers par rapport aux projections de juin 2011 a été atténuée par la hausse des indices observée en début d'année.

15 Source : comptes nationaux Statec.

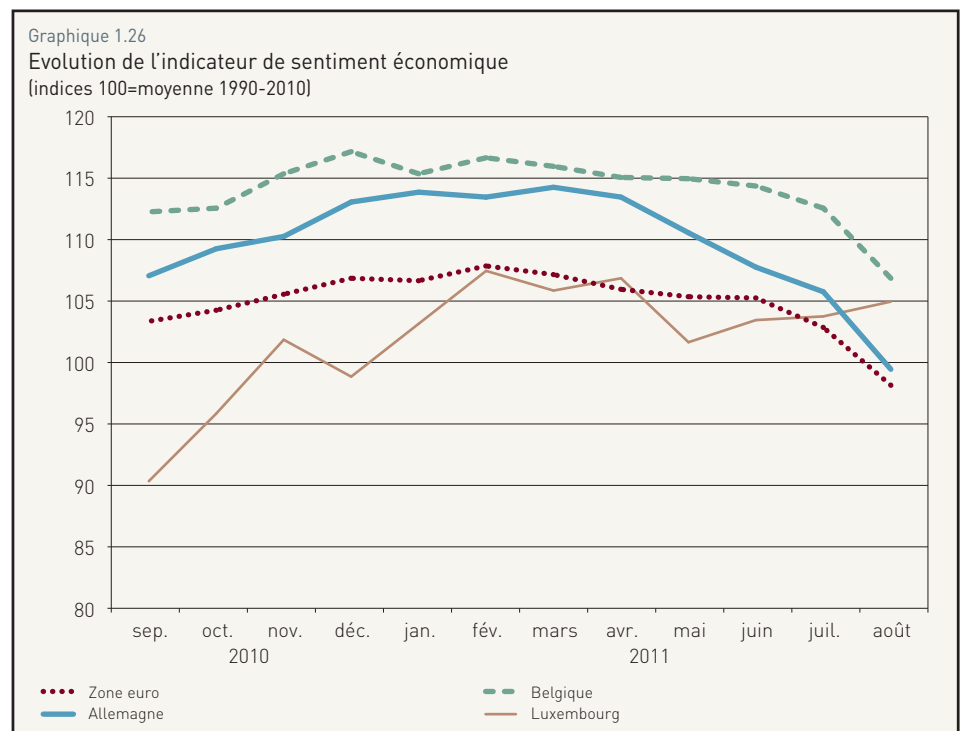
16 Pour l'année 2010, ce montant global de 48% ne fait pas encore l'objet d'une ventilation entre les services financiers, l'immobilier et les services aux entreprises.

17 Corrélation de 0,77 entre les taux de croissance en volume du PIB du Luxembourg et de la zone euro au cours de la période 1990-2010.

Les turbulences boursières reflètent non seulement les manifestations de la crise souveraine, tant en Europe qu'aux Etats-Unis, mais également la publication d'indicateurs économiques moins favorables qu'initialement escompté sur les deux rives de l'Atlantique. Ainsi, les enquêtes de conjoncture publiées au cours de l'été ont été particulièrement négatives. Or le rétablissement de la confiance - tant des opérateurs de marché que des autres acteurs économiques (ménages, entreprises non financières) - était un préalable, dans le scénario ayant présidé aux projections de juin 2011, à une reprise économique équilibrée.

Tous les secteurs ont été affectés par ces inflexions négatives, sauf la construction où les entrepreneurs n'ont pas fait état de variations notables de leurs opinions par rapport au mois précédent. L'indicateur du sentiment économique dans la zone euro a baissé de plus de 5 points au mois d'août, enregistrant ainsi son plus fort déclin depuis 20 ans. La baisse enregistrée par l'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro, pour sa part, est apparue plus marquée que celle qui avait été observée en octobre 2008, soit dans le sillage de la chute de Lehman Brothers. Quant aux industriels de la zone euro, ils sont redevenus majoritairement pessimistes au mois d'août, ce qui n'était pas arrivé depuis septembre 2010. Les résultats d'enquêtes effectuées dans l'industrie de nos principaux partenaires économiques mettent en exergue un fléchissement très prononcé de l'indice de confiance dans l'industrie en Allemagne et en Belgique (les données pour la France ne sont pas disponibles). Enfin, les indices PMI (composite et services) de la zone euro se sont rapprochés au mois d'août du seuil de 50, à partir duquel l'économie se contracte, tandis que l'indice PMI industrie retombait en dessous de ce seuil pour la première fois depuis septembre 2009. Ce regain de pessimisme est par ailleurs confirmé, en ce qui concerne l'Allemagne, par le sensible recul des indicateurs IFO et ZEW enregistré en août. Cette salve d'indicateurs défavorablement orientés en été suggère que la croissance dans la zone euro demeurerait relativement faible au cours des prochains trimestres.

Ces dernières évolutions sont d'autant plus inquiétantes que la croissance dans la zone euro n'a progressé que de 0,2% au deuxième trimestre de cette année, la croissance trimestrielle ayant été plus faible encore en Allemagne et en France (+0,1 et +0,0%, respectivement au deuxième trimestre). De surcroît, les projections du staff de la BCE de septembre 2011 mettent en évidence une croissance de la zone euro assez réduite à la fin de 2011 et au début de 2012. La croissance s'améliorerait graduellement par la suite, pour converger vers un taux de l'ordre de 1,7% vers la fin de 2012. La croissance a été revue à la baisse à concurrence de 0,2 point de pourcentage en 2011 par rapport aux projections de juin 2010. Encore convient-il de faire remarquer que les récentes projections du staff de la BCE ont été établies sur la base de l'information disponible préalablement au 25 août 2011, soit avant la publication le 30 août 2011 de l'indicateur de sentiment économique de la zone euro.

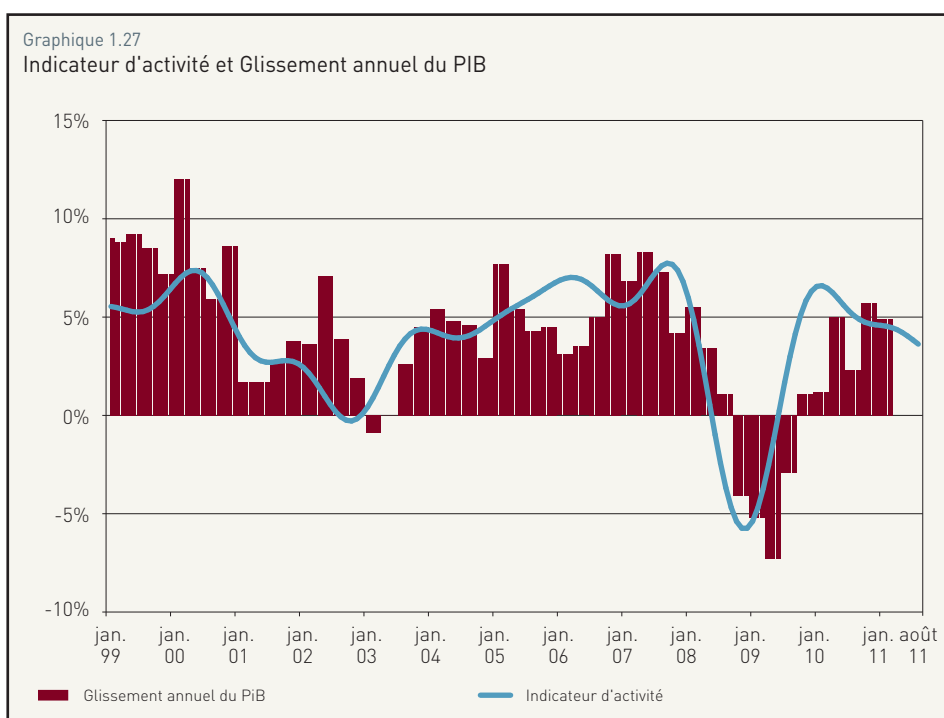


Source : Commission européenne

Un recul de la croissance chez nos principaux partenaires économiques, associé à une perte de confiance des agents économiques de la zone euro et au déclin des indices boursiers, devrait nécessairement peser sur les perspectives de croissance au Luxembourg. Le Luxembourg fait certes exception à la tendance générale pour ce qui est de l'évolution du sentiment économique, comme l'indique le graphique ci-dessus. Cependant, l'affaiblissement de l'économie de nos principaux partenaires commerciaux ne peut qu'affecter l'économie luxembourgeoise au cours des prochains mois, par le biais de la composante externe de la demande. Il est difficile de chiffrer cette déperdition de croissance au présent stade. D'une part, le contexte économique est caractérisé par une considérable incertitude, en raison notamment des crises souveraines et de la volatilité des marchés financiers. D'autre part, le Luxembourg n'a à ce jour toujours pas publié la croissance du PIB national au deuxième trimestre de l'année 2011 et les résultats relatifs aux trimestres précédents sont susceptibles d'être fortement révisés.

L'indicateur d'activité de la BCL prend partiellement en compte les développements économiques et financiers mentionnés ci-dessus, au travers notamment des évolutions de l'indice LuXx – l'indice DJ euro Stoxx 50 n'est pas intégré à l'indicateur mais il est étroitement corrélé au LuXx – et des résultats des enquêtes de conjoncture dans la construction et l'industrie au Luxembourg. A ce propos, notons que si la confiance des ménages s'est littéralement effondrée en août au Luxembourg (voir section 1.2.4), les indicateurs de confiance dans l'industrie et la construction ont (curieusement) fait preuve d'une réelle résistance au mois d'août, en se redressant de respectivement +9,4 points et +4,5 points sur un mois. Ce regain d'optimisme contraste avec les dernières statistiques relatives à l'activité dans l'industrie, qui indiquent des reculs de 3,5% de l'indice de la production industrielle sur un an au second trimestre 2011 et de 1,3% de l'indice de la production dans le secteur de la construction sur la même période... L'indice LuXx, défavorablement orienté depuis le début de cette année, a fortement baissé entre le 21 juillet et le 23 août dernier, avant de se redresser quelque peu sur les derniers jours du mois d'août. Il n'en reste pas moins qu'au 31 août, il enregistrait une baisse de 12,3% par rapport au 29 juillet 2011 et de 17,3% par rapport au 31 mai 2011.

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, la croissance du PIB en glissement annuel s'établirait dans une fourchette comprise entre +3,2% et +5,1% au second trimestre 2011 (après +4,9% au premier trimestre 2011). Autrement dit, le PIB croîtrait à un rythme trimestriel proche de 0,6% (après +0,1% au premier trimestre 2010).



Sources : Statec, calculs BCL

L'indicateur d'activité suggère que la croissance ralentirait fortement au cours du troisième trimestre 2011. Le glissement annuel du PIB pourrait s'établir dans une fourchette comprise entre 0,3% et +4,0%, ce qui est compatible avec un recul du PIB de l'ordre de 1,3% en rythme trimestriel. L'acquis de croissance pour 2011 calculé à l'issue de ce troisième trimestre s'établirait dans ces conditions autour de +2,6%. Ce dernier résultat suggère une croissance en moyenne annuelle pour l'année 2011 qui serait nettement moins favorable que le laisseraient augurer les projections de juin 2011 pour l'année

en cours. Évaluée à cette aune, la croissance annuelle pour 2011 se situerait selon toute probabilité en deçà de la limite inférieure de la fourchette de croissance inférée en juin 2011 (pour rappel, croissance se situant entre 3,7 et 4,3%). Ces résultats doivent cependant être interprétés avec prudence dans un environnement des plus incertains, caractérisés par une volatilité importante des différents indicateurs. En outre, les comptes nationaux trimestriels sont fréquemment révisés.

2.6 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le commerce extérieur du Luxembourg a repris vigueur depuis le début de l'année 2010, après avoir lourdement subi les effets négatifs de la crise économique mondiale, entre les derniers trimestres de 2008 et 2009. Sur l'ensemble de l'année 2010, soutenues par l'amélioration de la conjoncture économique mondiale, les exportations et les importations de biens ont augmenté respectivement de 16,7% et de 14,5% par rapport à leurs niveaux de l'année 2009. Au premier semestre de 2011, les échanges de biens ont continué à croître à un rythme soutenu, enregistrant une progression de 16% pour les exportations et de 12% pour les importations. On note toutefois un important ralentissement de la croissance des échanges depuis le début du second trimestre 2011. Ainsi, au deuxième trimestre 2011, la progression des exportations ralentit à 6% (comparé à 27% pour le premier trimestre) et celle des importations à 5% (contre 20% pour le premier trimestre 2011, voir tableau ci-dessous). Quant au solde du commerce extérieur, après avoir creusé son déficit de 10% à près de 5 milliards d'euros sur toute l'année 2010, sa hausse ralentit à 4% au premier semestre de 2011, sous l'effet d'une augmentation plus importante des exportations que celle des importations.


Tableau 1.20

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

Période	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2003	8 834	-1,9%	12 109	-1,4%	-3 275	0,1%
2004	9 785	10,8%	13 677	13,0%	-3 892	18,8%
2005	10 319	5,5%	14 187	3,7%	-3 868	-0,6%
2006	11 307	9,6%	15 644	10,3%	-4 337	12,1%
2007	11 849	4,8%	16 311	4,3%	-4 462	2,9%
2008	11 890	0,3%	17 421	6,8%	-5 531	23,9%
2009	9 156	-23,0%	13 598	-21,9%	-4 442	-19,7%
2010	10 684	16,7%	15 568	14,5%	-4 884	10,0%
1 ^{er} trim.	2 474	9,8%	3 573	5,6%	-1 099	-2,7%
2 ^e trim.	2 772	27,8%	4 197	28,2%	-1 425	29,0%
3 ^e trim.	2 673	11,9%	3 713	13,8%	-1 040	19,1%
4 ^e trim.	2 765	17,9%	4 085	11,0%	-1 320	-1,1%
2011						
1 ^{er} trim.	3 138	26,9%	4 297	20,3%	-1 159	5,5%
2 ^e trim.	2 938	6,0%	4 410	5,1%	-1 472	3,3%

Source : STATEC

Les indices moyens des prix montrent une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation qui, avec un taux de croissance de 3,7% en 2010 et de 9% au premier trimestre 2011, ont progressé à un rythme inférieur aux prix à l'importation (+7% sur toute l'année 2010 et +11% au premier trimestre 2011). En conséquence, les termes de l'échange ont poursuivi leur détérioration au premier trimestre 2011, essentiellement suite à la remontée du prix du pétrole et des autres matières premières. Quant aux indices moyens des volumes du commerce, sur toute l'année 2010, ils montrent une hausse plus marquée des volumes à l'exportation (+13% sur toute l'année 2010 et +15% au premier trimestre 2011) qu'à l'importation (+9% en 2010 et +3% au premier trimestre 2011).



La ventilation du commerce par catégorie de biens montre que l'amélioration des exportations provient en grande partie des produits sidérurgiques, dont les ventes se sont accrues de 26 % sur toute l'année 2010 et de 15 % sur les six premiers mois de 2011. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également bien portées. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 16 % sur toute l'année 2010 et de 12 % au premier semestre de 2011. Les livraisons vers l'Asie ont progressé d'environ 30 % en 2010 et de 26 % sur les six premiers mois de 2011. Celles à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont repris leur progression en doublant presque leur volume au premier semestre de 2011, après avoir baissé de 3 % en 2010.

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 23 % sur toute l'année 2010 et de 11 % au premier semestre de 2011. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (90 % de toutes les importations) se sont accrues de 14 % en 2010 et de 10 % sur les six premiers mois de 2011. Celles en provenance d'Amérique et d'Asie ont augmenté à des rythmes plus soutenus.

2.7 LA BALANCE DES PAIEMENTS

2.7.1 Le compte courant

La balance courante s'est soldée par un excédent de 1,4 milliard d'euros au premier trimestre 2011, soit une hausse de 8 % par rapport au même trimestre de 2010. Cette évolution positive provient d'une part des exportations nettes de services, en particulier les services financiers, qui ont poursuivi leur amélioration au premier trimestre 2011, et d'autre part d'une contraction du déficit des marchandises. Quant aux déficits structurels des revenus et des transferts courants, ils se sont accrues sensiblement au premier trimestre 2011, compensant partiellement les améliorations des soldes de biens et de services.

Au premier trimestre 2011, la résorption de 8 % du déficit des marchandises résulte d'une progression plus importante des exportations de biens (+26 %) que des importations (+18 %). La forte croissance (+17 %) de l'excédent dégagé par la balance des services provient en grande partie d'une hausse de 16 % des exportations nettes de services financiers, qui représentent près de deux tiers de l'excédent total des services. Par ailleurs, les exportations nettes des autres services se sont redressées significativement. Parmi ces derniers, ce sont les services d'assurance, de transport des marchandises, de voyages et de publicité qui se sont redressés significativement.

Les soldes négatifs des revenus et des transferts courants se sont aggravés (+28 % et +12 % respectivement) au premier trimestre 2011. Si le déficit structurel de la rémunération des salariés a connu une croissance modérée (+3 %), celui du revenu des investissements a en revanche subi une importante aggravation sous l'effet d'un accroissement des dividendes et intérêts versés aux non-résidents.

2.7.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les sorties nettes de capitaux ont atteint 1,6 milliard d'euros au premier trimestre 2011 contre 1,7 milliard au même trimestre de 2010. Les flux d'investissements directs et les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) ont enregistré des entrées nettes respectives de 2 milliards et de 8 milliards d'euros. Ces entrées nettes sont compensées par des sorties nettes de 11 milliards dans les investissements de portefeuille et de 1 milliard dans les produits financiers dérivés.

Les entrées nettes d'investissements directs s'expliquent par quelques importantes opérations en capital partiellement compensées par des prêts intra-groupes. Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les entrées nettes sont liées à une forte réduction des avoirs nets des « autres secteurs »,

dans un contexte où les institutions financières monétaires (y compris la BCL) ont accru leurs prêts nets au reste du monde.

Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont dégagé des entrées nettes de 14 milliards d'euros au premier trimestre de 2011, soit une chute de près de la moitié par rapport à la même période de 2010. Du côté des avoirs, les résidents ont investi 15 milliards dans les actions étrangères, un montant proche de celui enregistré sur le même trimestre de 2010. Toutefois, du côté des engagements, avec des entrées nettes de 29 milliards au premier trimestre 2011 (contre 43 milliards au même trimestre de 2010), les non-résidents ont nettement réduit leurs investissements dans les actions luxembourgeoises (essentiellement les parts d'OPC).

En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont placé 24 milliards d'euros dans les titres étrangers, essentiellement en obligations. Les transactions des non-résidents sur titres de créance luxembourgeois se sont soldées par des ventes nettes (sorties nettes de 0,5 milliard). Les flux financiers sur titres de créance se sont ainsi globalement soldés par des sorties nettes de 24 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Tableau 1.21

Balance des paiements du Luxembourg

Unité ¹⁾ : Million EUR	Q1-2010			Q1-2011		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	38 137	36 870	1 268	41 731	40 355	1 376
Marchandises	2 911	3 823	-912	3 682	4 518	-836
Services	12 035	6 678	5 357	13 914	7 649	6 265
Revenus	21 953	24 929	-2 975	22 866	26 692	-3 826
Transferts courants	1 237	1 440	-202	1 269	1 496	-227
COMPTE DE CAPITAL	16	56	-40	17	49	-33
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER ²⁾			-1 715			-1 639
Investissements directs ³⁾	-17 487	20 972	3 485	-18 483	20 402	1 919
Opérations en capital et bénéficiaires réinvestis	-14 806	68 067	53 261	-11 790	15 425	3 635
Autres opérations, Prêts intragroupes	-2 681	-47 095	-49 776	-6 694	4 978	-1 716
Investissements de portefeuille	-47 629	45 564	-2 065	-39 429	28 636	-10 793
Titres de participation	-16 671	43 532	26 862	-15 515	29 107	13 591
Titres de créance	-30 959	2 032	-28 927	-23 913	-471	-24 385
Produits financiers dérivés			822			-1 109
Autres investissements	6 333	-10 288	-3 955	-6 260	14 616	8 357
Avoirs de réserve			-2			-13
ERREURS ET OMISSIONS			487			296

Source : BCL/STATEC

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

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

2.8 LES COMPTES FINANCIERS

Les comptes financiers fournissent une vue d'ensemble détaillée des actifs et des passifs financiers entre les différents secteurs institutionnels d'une économie (sociétés non financières, sociétés financières, administrations publiques, ménages) ainsi qu'entre une économie et l'étranger. Dans la mesure où les actifs et passifs financiers du secteur financier sont analysés dans les parties y afférentes du présent bulletin, l'analyse se limite ici au secteur non financier, à savoir les ménages, les sociétés non financières et les administrations publiques.

Tel qu'il ressort du tableau ci-dessous, le surplus financier dégagé par les ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages s'est élevé à 176 millions d'euros au cours du premier trimestre de 2011. Toutefois, dans la mesure où il est partiellement compensé par un effet de change et de prix défavorable de 108 millions d'euros, le patrimoine net financier des ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages n'a que légèrement augmenté, pour s'élever à 34 336 millions d'euros à la fin mars 2011.

Toujours au cours des trois premiers mois de 2011, les comptes des administrations publiques se sont soldés par un déficit financier de 686 millions d'euros, qui s'est conjugué à des effets de prix et de cours de change défavorables de 48 millions d'euros. Le patrimoine net des administrations publiques a par conséquent diminué au cours du premier trimestre de 2011, pour atteindre 19 273 millions d'euros fin mars.

Les sociétés non financières ont terminé le premier trimestre de l'année 2011 avec un surplus financier de 1 946 millions d'euros, qui s'est accompagné d'un effet de prix et de taux de change favorable de 6 392 millions d'euros. Ces effets combinés ont permis au secteur des sociétés non financières de réduire leur déficit financier, qui s'élève désormais à 112 666 millions d'euros.

Tableau 1.22

Evolution du patrimoine financier net des différents secteurs économiques¹⁾²⁾
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	12-2008	12-2009	12-2010	Transactions	Autres flux	03-2011
Total - économie luxembourgeoise	-185 671	-116 817	-29 458	-26 404	17 583	-38 279
Sociétés non-financières	-91 640	-131 565	-121 004	1 946	6 392	-112 666
Sociétés financières	-145 940	-40 404	37 273	-27 841	11 346	20 779
Administrations publiques	19 919	20 650	20 006	-686	-48	19 273
Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages	31 990	34 501	34 267	176	-108	34 336
Reste du monde	185 771	117 194	29 892	26 404	-17 584	38 712

Source : STATEC/BCL

1) Les autres flux comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Ils peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques

2) Par définition, la catégorie « or monétaire et droits de tirage spéciaux » n'a pas de passif en contrepartie dans le système des comptes financiers. Par conséquent, il y a un léger écart entre la valeur absolue du patrimoine financier de l'économie domestique et celle du reste du monde.

L'analyse des avoirs financiers des ménages permet de connaître la répartition de leurs placements entre différents types d'instruments financiers (assurance-vie, parts d'OPC, actions, obligations, dépôts) et, selon le type de présentation retenue, entre ceux qui ont un caractère liquide, ceux qui comportent un risque, etc.

Les actifs des ménages luxembourgeois sont majoritairement composés de dépôts (46 % du total fin mars 2011), d'actions et autres participations (23 %) et d'obligations (14 %). Les ménages luxembourgeois se distinguent de leurs équivalents des autres pays de la zone euro par le poids relativement élevé des dépôts bancaires, illustrant ainsi leur faible appétit pour le risque. *A contrario*, pour des raisons institutionnelles, le poids des provisions techniques d'assurance apparaît quant à lui relativement faible en comparaison avec les pays voisins, notamment les Pays-Bas où le système de retraite par capitalisation est largement développé. Toutefois ces provisions ont enregistré une belle progression au cours de la période sous revue (plus 34 % entre décembre 2008 et mars 2011).

Les passifs des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent actuellement près de 85 % du total. Ces crédits immobiliers ont majoritairement été contractés à taux variables. Le montant des intérêts versés par les ménages au titre du service de la dette est donc fortement sensible aux décisions de politique monétaire.

Tableau 1.23

Evolution des actifs et passifs financiers des ménages luxembourgeois¹⁾
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	12-2008	12-2009	12-2010	Transactions	Autres flux	03-2011
Actifs financiers	50 383	54 225	55 324	639	-114	55 849
Numéraire	1 671	1 954	2 037	-42	0	1 995
Dépôts transférables et autres dépôts	24 838	24 418	25 700	275	-38	25 937
Titres autres qu'actions	6 639	7 722	7 854	97	-52	7 899
Crédits	235	279	276	-5	0	271
Actions et autres participations	11 833	13 997	12 729	-108	-43	12 578
<i>dont: Actions cotées</i>	1 436	1 873	2 347	69	37	2 453
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	4 850	5 078	4 867	-39	-2	4 826
<i>dont: Parts d'OPC</i>	5 547	7 046	5 515	-138	-77	5 299
Provisions techniques d'assurances	5 168	5 855	6 728	192	6	6 925
Passifs financiers	18 393	19 723	21 057	463	-7	21 513
Crédits	18 392	19 722	21 056	463	-7	21 512
<i>dont: Court terme (moins d'un an)</i>	1 139	1 070	842	1 149	-5	1 986
<i>dont: Long terme (plus d'un an)</i>	17 253	18 652	20 214	-686	-2	19 526
Autres comptes à payer	1	1	1	0	0	1
Patrimoine financier net	31 990	34 501	34 267	176	-107	34 336

Source: STATEC/ BCL

1) Les autres flux comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Ils peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques

Tableau 1.24

Evolution des actifs et passifs financiers des sociétés non financières luxembourgeoises¹⁾
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	12-2008	12-2009	12-2010	Transactions	Autres flux	03-2011
Actifs financiers	362 604	383 817	383 952	5 722	840	390 514
Numéraire	142	154	158	4	0	161
Dépôts transférables et autres dépôts	81 360	92 449	98 041	3 424	-3	101 462
Titres autres qu'actions	6 186	7 224	2 454	-1	-43	2 410
Crédits	28 360	27 873	21 011	691	0	21 702
Actions et autres participations	238 619	247 165	253 189	1 398	875	255 462
<i>dont: Actions cotées</i>	3 646	3 129	2 038	264	129	2 431
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	233 220	241 300	249 110	1 024	773	250 907
<i>dont: Parts d'OPC</i>	1 754	2 735	2 041	110	-27	2 125
Autres	7 937	8 952	9 099	206	10	9 316
Passifs financiers	454 244	515 382	504 956	3 776	-5 552	503 180
Numéraire et dépôts	1 758	1 586	1 586	0	0	1 586
Titres autres qu'actions	6 501	13 825	17 385	-1 156	-628	15 601
Crédits	131 504	135 360	139 072	1 846	5	140 922
Actions et autres participations	288 921	336 420	327 684	3 067	-4 946	325 806
<i>dont: Actions cotées</i>	44 235	71 319	73 118	36	-5 092	68 062
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	244 686	265 101	254 566	3 032	145	257 743
Droits nets des ménages sur les fonds de pension	681	738	595	11	1	607
Autres comptes à payer	24 879	27 454	18 634	8	16	18 658
Patrimoine net financier	-91 640	-131 565	-121 004	1 946	6 392	-112 666

Source: STATEC/ BCL

1) Les autres flux comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Ils peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques

Les sociétés non financières détiennent des avoirs principalement sous la forme de participations (64 % du total fin mars 2011), de dépôts (26 %) et de crédits (6 %), essentiellement des crédits inter-entreprises. L'analyse de l'évolution récente de ces actifs financiers révèle un accroissement des dépôts ainsi que des actions et autres participations. Ainsi, les sociétés non financières ont augmenté quelque peu leurs réserves financières sous forme de dépôts et augmenté le volume de leurs participations au capital d'autres sociétés luxembourgeoises.

En ce qui concerne les passifs financiers, on note une légère augmentation des emprunts, dont le volume est plus ou moins identique à la hausse des titres autres que des actions. Toutefois, le recours à l'émission de titres autres que des actions a nettement augmenté au cours des trois dernières années en passant de 6 501 millions d'euros fin 2008 à 15 601 millions d'euros fin mars 2011. De plus, on note une augmentation assez conséquente du refinancement par l'émission d'actions dont le volume total s'élève à 325 806 millions d'euros fin mars 2011. Dans ce contexte, il apparaît que les actions non cotées représentent 79 % du total des actions émises contre 21 % pour les actions cotées.

Les avoirs des administrations publiques comprennent principalement des parts d'OPC, des participations financières et des dépôts. Les parts d'OPC constituent la majorité de l'actif du fonds de compensation commun au régime général de pension, créé pour faire face au vieillissement de la population et à l'alourdissement des charges de pension qui en découlera dans le futur. Par ailleurs, l'Etat possède des participations dans différentes sociétés luxembourgeoise¹⁸, entre autres la participation prise en 2008, lors de la crise financière, dans le capital de la banque Fortis, devenue BNP Paribas. Quant au montant des dépôts, il peut varier assez fortement d'un trimestre à l'autre, en fonction de l'évolution des recettes (principalement taxes et cotisations sociales) et des dépenses courantes.

Du côté des engagements, les administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres et le crédit auprès d'institutions bancaires locales. L'Etat a émis, en 2008 et 2010, deux emprunts obligataires d'une valeur nominale de 2 milliards d'euros chacun.

Tableau 1.25
Evolution des actifs et passifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises¹⁾
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	12-2008	12-2009	12-2010	Transactions	Autres flux	03-2011
Actifs financiers	29 618	29 113	29 751	-637	-131	28 983
Numéraire	4	2	2	0	0	2
Dépôts transférables et autres dépôts	5 827	3 901	5 567	-746	0	4 821
Titres autres qu'actions	871	704	228	-10	-4	214
Crédits	919	886	873	63	0	935
Actions et autres participations	16 112	19 006	19 853	283	-127	20 009
<i>dont: Actions cotées</i>	<i>1 493</i>	<i>2 476</i>	<i>2 328</i>	<i>0</i>	<i>-2</i>	<i>2 325</i>
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	<i>8 567</i>	<i>8 751</i>	<i>8 760</i>	<i>196</i>	<i>12</i>	<i>8 968</i>
<i>dont: Parts d'OPC</i>	<i>6 051</i>	<i>7 779</i>	<i>8 765</i>	<i>87</i>	<i>-137</i>	<i>8 716</i>
Autres comptes à recevoir	5 886	4 614	3 229	-227	0	3 002
Passifs financiers	9 699	8 462	9 745	49	-83	9 711
Numéraire et dépôts	177	194	207	4	0	211
Titres autres qu'actions à long terme	2 044	2 090	4 131	0	-83	4 048
Crédits	3 510	3 627	3 703	113	0	3 816
Autres comptes à payer	3 968	2 551	1 703	-68	0	1 635
Patrimoine net financier	19 919	20 650	20 006	-686	-48	19 273

Source : STATEC/ BCL

1) Les autres flux comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Ils peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques

18 La liste de ces participations est disponible sur le site de la Trésorerie de l'Etat (<http://www.te.public.lu/participations/index.html>).

Encadré 1.4

LES COMPTES FINANCIERS – QUELQUES NOTIONS MÉTHODOLOGIQUES

Les comptes financiers font partie intégrante du système de comptes nationaux (SEC 1995) et montrent comment les différents secteurs économiques investissent leurs excédents financiers et/ou couvrent leurs besoins de financement. Dans ce contexte, il importe de mentionner que les comptes financiers sont une statistique dérivée qui ne repose pas sur une collecte de données dédiée. Ils sont établis ensemble par le STATEC et la BCL sur base de données recueillies par ces derniers dans le cadre d'autres collectes statistiques ainsi que de données collectées et mises à disposition des deux compilateurs par de nombreux correspondants externes tels que la Commission de Surveillance du Secteur Financier, le Commissariat aux assurances etc..

Les comptes financiers fournissent une vue d'ensemble détaillée des actifs et des passifs financiers entre les différents secteurs institutionnels d'une économie (sociétés non financières, sociétés financières, administrations publiques, ménages) ainsi qu'entre une économie et l'étranger. Dans le cadre des comptes financiers, ces actifs et passifs sont ventilés par instrument financier en distinguant notamment le numéraire et les dépôts à vue, les autres dépôts, les crédits à court et à long terme, les titres à court et à long terme, les actions, les parts d'organismes de placement collectif et les réserves techniques d'assurance.

Les comptes financiers d'une économie se décomposent en une série statistique reflétant l'encours des actifs et passifs (stocks) à un moment donné ainsi qu'en une série statistique fournissant un aperçu sur les variations (flux) au cours d'une période. Ces variations peuvent être dues à des transactions (achats ou ventes de titres, par exemple), ou à des variations de la valeur des actifs/passifs dues à des variations de prix, de change ou toute autre cause de changement de volume, comme une annulation de dette par exemple. Les variations dues aux transactions sont celles traditionnellement présentées dans le compte financier.

Dans le système européen de comptes nationaux (SEC 1995), les comptes financiers terminent la séquence des comptes. Ainsi, si les comptes nationaux non financiers dégagent un besoin ou une capacité de financement pour un secteur de l'économie, les comptes financiers montrent comment ce dernier finance son déficit ou investit ses excédents. De plus, les comptes financiers fournissent des informations permettant d'apprécier la liquidité des divers secteurs, en classant les différents actifs selon leur degré de liquidité.

L'analyse des principaux canaux de financement dans l'économie et l'appréciation de la liquidité fournissent des informations de base nécessaires aux responsables de la politique économique et financière. En effet, l'analyse des flux financiers entre les différents secteurs de l'économie permet notamment de mieux saisir le rôle des différents intermédiaires financiers dans la collecte et la distribution d'actifs financiers. Ainsi, les autorités peuvent constater et analyser les problèmes se rapportant au processus de collecte et de distribution des fonds, ce qui leur permet de définir et d'exécuter une politique économique et financière de nature à remédier aux imperfections observées. Il va sans dire que les comptes financiers permettent également d'analyser l'impact des mesures économiques et financières sur les flux financiers.

Finalement, il importe de mentionner que les comptes financiers reflètent l'évolution du patrimoine net des différents secteurs d'une économie, tels que par exemple les ménages. Toutefois, l'analyse de l'évolution du patrimoine net, qu'il soit à la hausse ou à la baisse, est à analyser à la lumière des éléments suivants. D'une part, l'évolution du patrimoine net des ménages doit également être appréhendée à la lumière de l'évolution du nombre de ménages; ainsi, si le patrimoine net du secteur des ménages augmente fortement d'une année à l'autre, cette augmentation ne doit pas nécessairement refléter une augmentation nette du patrimoine moyen des ménages. En effet, si le nombre de ménages augmente également fortement, le patrimoine net moyen peut rester relativement stable en dépit de l'augmentation nette du patrimoine telle que mesurée en termes bruts. D'autre part, le patrimoine net des ménages reflète la situation agrégée des ménages et ne peut en aucun cas fournir une indication sur la situation financière des ménages pris individuellement. Ainsi, par exemple, l'accroissement du patrimoine net du secteur des ménages peut être généré par une faible proportion des ménages alors que la situation patrimoniale de la majorité des ménages reste constante, voire se détériore.

2.9 LES FINANCES PUBLIQUES

Le Ministère des Finances a diffusé le 15 juillet 2011 un état des lieux de l'évolution des finances de l'Administration centrale au cours du premier semestre de 2011. Cet état des lieux est synthétisé dans le tableau ci-joint, qui a été élaboré par les autorités en conformité avec le système comptable européen SEC 95.

Le tableau suggère que la situation budgétaire de l'Administration centrale s'est nettement améliorée au cours des six premiers mois de 2011 par rapport à la période correspondante de 2010. Cette amélioration résulte d'une croissance marquée des recettes, qui affichent une augmentation de quelque 13,8% par rapport au premier semestre de 2010. Il en résulterait un surplus de l'Administration centrale de 78 millions d'euros au cours des six premiers mois de 2011, à comparer avec un déficit de 204 millions d'euros au cours des mêmes mois de 2010.

Tableau 1.26

Evolution des dépenses et des recettes de l'Administration centrale (SEC 95) (en millions d'euros)

	Situation fin juin			
	2010	2011	variation	
			en millions	en %
Dépenses				
Consommation intermédiaire	392,4	408,6	+16,2	+4,1%
Formation de capital fixe	392,1	419,9	+27,8	+7,1%
Rémunération des salariés	1 110,3	1 172,2	+61,9	+5,6%
Subventions (Services publics d'autobus, logement,...)	309,6	319,7	+10,2	+3,3%
Revenus de la propriété (intérêts débiteurs)	31,0	9,2	-21,8	-70,4%
Prestations sociales autres qu'en nature (Chômage, RMG,...)	465,8	530,4	+64,6	+13,9%
Prestations sociales en nature	37,0	32,0	-5,0	-13,5%
Autres transferts courants (Pensions, Maladie, Famille, Communes)	2 727,6	3 070,7	+343,1	+12,6%
Transferts en capital	184,6	165,1	-19,5	-10,5%
Corrections sur actifs non financiers non produits	-5,3	-12,7	-7,4	+139,9%
Dépenses totales	5 645,0	6 115,1	+470,1	+8,3%
Recettes				
Impôts sur la production	2 177,8	2 498,4	+320,6	+14,7%
Impôts courants sur le revenu	2 545,4	2 936,2	+390,8	+15,4%
Autres recettes	718,0	758,4	+40,3	+5,6%
Recettes totales	5 441,2	6 193,0	+751,7	+13,8%
Solde	-203,8	77,9	-	-

Source : Ministère des Finances.

Si l'amélioration est indéniable, il convient cependant de ne pas en exagérer la portée, pour les raisons suivantes :

- Les recettes de l'Administration centrale sont extrêmement volatiles, de sorte qu'un renversement de tendance est toujours possible au second semestre. Le premier semestre de 2011 ne déroge certainement pas à cette règle. Ainsi, le dynamisme des recettes durant la première moitié de l'année s'explique en partie par des facteurs non récurrents. D'une part, une importante société a au cours du premier semestre payé de substantiels arriérés au titre de l'impôt commercial communal. D'autre part, les recettes de TVA ont été flattées par des retards de remboursement à des entreprises étrangères. Cette situation devrait être régularisée au cours du second semestre de 2011. Par ailleurs, les recettes de TVA liées au commerce électronique ont progressé de manière très soutenue durant les six premiers

mois de 2011. Il ne s'agit cependant pas là d'une amélioration structurelle des finances publiques. En vertu du «VAT package» européen, les recettes liées à la TVA électronique vont en effet graduellement disparaître de 2015 à 2019.

- Le compte de l'Administration centrale accuse normalement un déficit élevé au cours du second semestre.
- Les dépenses de l'Administration centrale ont augmenté de quelque 8,3% au premier semestre par rapport à la période correspondante de 2010, soit un rythme bien plus élevé qu'annoncé lors de l'établissement du projet de budget 2011 (dépenses en hausse de 3,6% en 2011 par rapport au budget voté de 2010 selon ce projet). Les prestations sociales (dont le chômage et le RMG) et les «autres transferts courants» (notamment les transferts à la sécurité sociale pour prestations en espèces) ont enregistré une progression particulièrement soutenue.
- Le gouvernement a récemment annoncé deux mesures assez onéreuses. D'une part, l'impôt de crise de 0,8%, qui a seulement été introduit en 2011, serait supprimé dès le premier janvier 2012. Il en résulterait un coût annuel de l'ordre de 80 millions d'euros. D'autre part, le récent accord salarial dans la fonction publique prévoit l'octroi d'une prime unique égale à 0,9% du traitement en 2012 et une augmentation du point indiciaire de 2,2% en 2013. Il en résultera une hausse des traitements bruts de 0,9% en 2012 et de 1,3% en 2013 (compte tenu du non renouvellement de la prime en 2013). Le coût correspondant peut être estimé à 30 millions d'euros en 2012 et à 50 millions d'euros additionnels en 2013 pour l'ensemble des Administrations publiques (coût total de 80 millions d'euros en vitesse de croisière).

Le Ministre des Finances a par ailleurs indiqué que le gouvernement a pour objectif de maintenir la dette publique en dessous des 25% du PIB et que les Administrations publiques dans leur ensemble doivent revenir à l'équilibre en 2014 au plus tard. La BCL ne peut qu'encourager les autorités à s'engager dans cette direction et même à accentuer cet effort de consolidation budgétaire, afin de maintenir le ratio d'endettement bien en deçà de la limite des 25%. L'écart de rendement entre les obligations à 10 ans par rapport à l'Allemagne n'a pu être contenu que grâce au niveau durablement bas du taux d'endettement du Luxembourg. A l'inverse, des pays comme l'Espagne ou Chypre, qui ne peuvent faire état d'un tel «track record», se voient imposer d'importants écarts de rendement en dépit d'un niveau d'endettement relativement faible en comparaison européenne.

Le cas de l'Irlande est également des plus instructifs d'un point de vue luxembourgeois. En 2007, ce pays présentait un ratio d'endettement limité à 25% du PIB. Quatre ans plus tard, ce ratio a littéralement explosé, pour atteindre plus de 100% du PIB dans la foulée de la crise économique et financière. Cette évolution met en exergue la forte vulnérabilité d'une petite économie ouverte et à forte spécialisation sectorielle. Si l'Irlande avait toléré un taux d'endettement moins exigeant en 2007, de 60% du PIB par exemple, elle connaîtrait actuellement un ratio d'endettement similaire à celui de la Grèce.

De surcroît, le Luxembourg présente l'inconvénient majeur d'être selon l'«Ageing Working Group» et la Commission européenne le pays de l'Union européenne où les dépenses liées au vieillissement sont les plus susceptibles d'augmenter d'ici 2060. Ainsi, les seules dépenses de pension devraient s'accroître à raison de 15% du PIB sur cet horizon temporel, du moins en l'absence de mesures nouvelles. Dans ces conditions et afin de ne pas hypothéquer lourdement l'avenir des générations futures, il importe de mettre en œuvre dans les meilleurs délais des dispositions permettant d'enrayer un tel dérapage.