

**1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE**

1.1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1.1	Les décisions de politique monétaire	12
1.1.2	Les marchés obligataires	13
1.1.3	Le marché des actions	13
1.1.4	Les taux de change de l'euro	14
1.1.5	Les prix à la consommation	15
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	16
1.1.7	Les projections macro-économiques pour la zone euro	18
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	19
1.2	La situation économique au Luxembourg	21
1.2.1	Les prix et les coûts	21
1.2.2	Le marché du travail	38
1.2.3	Les activités sectorielles	48
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	70
1.2.5	La croissance économique	71
1.2.6	Retour sur les projections macro-économiques de décembre 2011	73
1.2.7	Le commerce extérieur	74
1.2.8	La balance des paiements	79
1.2.9	La position extérieure globale	81
1.2.10	Les comptes financiers	83
1.2.11	Les finances publiques	87
<u>Encadré 1</u>		
	Résultats du tableau de bord établi dans le cadre du nouveau mécanisme européen de surveillance des déséquilibres macroéconomiques	28
<u>Encadré 2</u>		
	Nouvelle méthodologie statistique pour l'établissement du bulletin mensuel de l'emploi de l'ADEM : principales caractéristiques et implications	45
<u>Encadré 3</u>		
	L'évolution des crédits au secteur privé	56
<u>Encadré 4</u>		
	L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages : introduction et premiers résultats	76
<u>Encadré 5</u>		
	Mise en place d'une norme d'équilibre budgétaire adaptée à la situation du Luxembourg dans le cadre de la réforme du pacte de stabilité et de croissance	88
<u>Encadré 6</u>		
	La réforme des pensions	94

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

#### 1.1.1 Les décisions de politique monétaire

Après les deux baisses successives de 25 points de base chacune en novembre et en décembre 2011, les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés au premier trimestre 2012. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 1,00%, tandis que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,25% et 1,75%.

Après la forte progression enregistrée au premier trimestre 2011, la croissance économique dans la zone euro s'est ralentie, voire même contractée. Le PIB en volume de la zone euro a reculé de 0,3% en rythme trimestriel au dernier trimestre 2011, après avoir progressé de 0,1% aux deuxième et troisième trimestres. L'activité économique dans la zone euro devrait se redresser progressivement au cours de l'année 2012. Néanmoins, par rapport aux projections macroéconomiques établies en décembre 2011 par les services de l'Eurosystème, la fourchette prévue pour la croissance du PIB en volume en 2012 et en 2013 a été revue à la baisse dans les projections des experts de la BCE de mars 2012. Les points centraux de ces projections ont en effet été réduits à raison de 0,4 et 0,2 point de PIB pour 2012 et 2013, respectivement.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est inscrite à 2,7% en février 2012, par rapport à un taux d'inflation annuel de 2,6% en janvier. Le Conseil des gouverneurs estime que le taux d'inflation devrait rester supérieur à 2% en 2012, essentiellement en raison de la hausse des prix de l'énergie ainsi que des augmentations de la fiscalité indirecte annoncées récemment. Les taux d'inflation annuels devraient retomber en deçà de 2% au début de 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2011 réalisées par les services de la BCE, la fourchette de prévision d'inflation pour 2012 et 2013 a été révisée à la hausse dans les projections de mars 2012 des experts de la BCE, notamment pour l'année en cours.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie et la progression du crédit restent modérés. Le taux de croissance annuel de l'agrégat large M3 s'est en effet établi à 2,5% en janvier 2012, après 1,5% en décembre et 2,0% en novembre 2011. La progression annuelle des prêts au secteur privé, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, s'est inscrite à 1,5% en janvier contre 1,2% en décembre et 1,9% en novembre.

Depuis l'émergence des turbulences financières, une vaste gamme de mesures non conventionnelles supplémentaires de politique monétaire a été mise en œuvre par l'Eurosystème. Parmi les plus récentes mesures non conventionnelles, il convient notamment de mentionner les deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, effectuées en décembre 2011 et en février 2012, respectivement. Le Conseil des gouverneurs estime que ces opérations apporteront un nouveau soutien à la stabilisation en cours sur les marchés financiers et en particulier à l'activité de prêt dans la zone euro.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

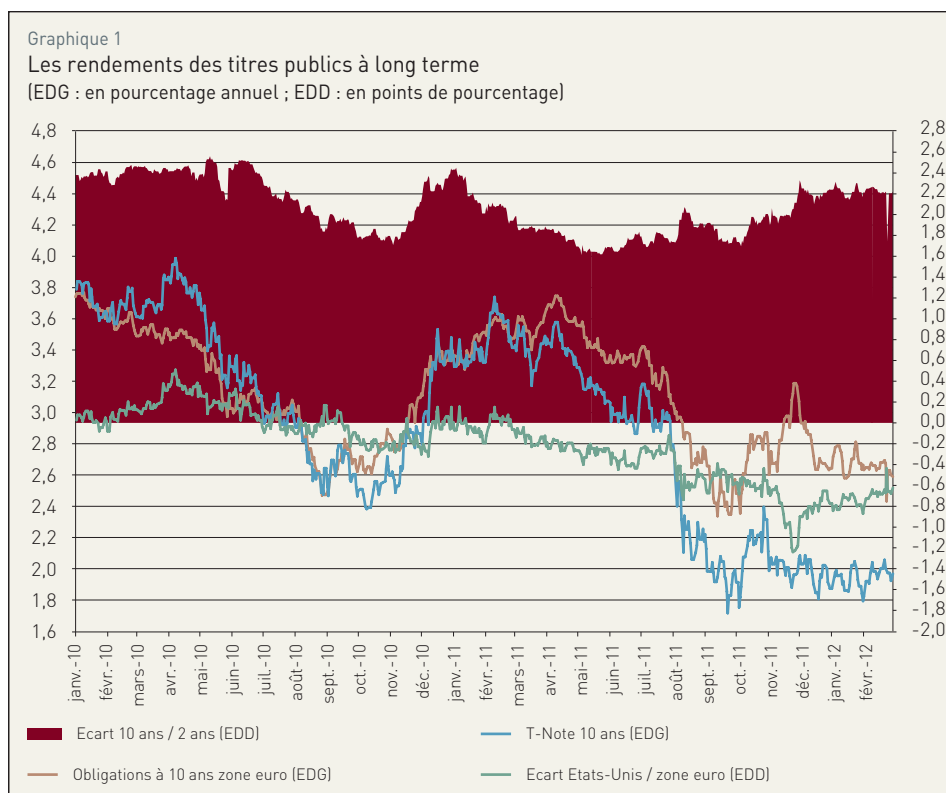
Depuis la fin novembre, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ont respectivement baissé de 48 et 10 points de base pour s'établir, au 29 février 2012, à 2,53% et 1,97%. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis a diminué pour revenir aux alentours de 56 points de base en fin de période.

Du côté de la zone euro, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans est resté stable au cours de la période étudiée en raison, d'une part, de l'effet de la baisse des taux d'intérêt directs sur l'évolution des taux courts et d'autre part de la détente des taux longs inhérente à l'apaisement des craintes relatives aux risques de contagion de la crise de la dette souveraine. Malgré un contexte plus favorable sur les marchés financiers, les écarts de rendements au sein de l'union monétaire demeuraient, au 29 février 2012, à des niveaux historiquement élevés, notamment du point de vue des titres grecs, irlandais, portugais, italiens et espagnols.

### 1.1.3 Le marché des actions

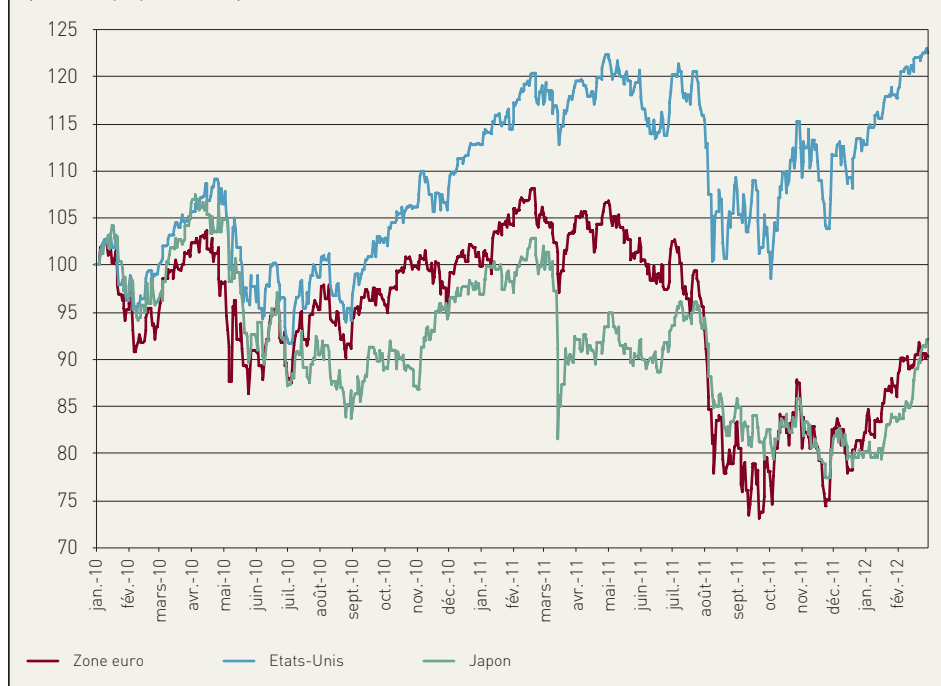
Au cours de la période étudiée, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Japon ont dans l'ensemble connu une tendance haussière. Le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont ainsi respectivement affiché des gains de 9,4%, 9,5% et 15,3% entre le 30 novembre 2011 et le 29 février 2012.

Après les prises de bénéfices engrangées en novembre dans un contexte d'aversion au risque, les principaux indices boursiers sont finalement parvenus à se redresser de manière significative à partir du mois de décembre. L'apaisement des tensions liées à la crise de la dette dans la zone euro favorisé, notamment, par la mise en place par l'Eurosystème de deux opérations de refinancement à trois ans, a largement contribué à cette évolution sur les marchés actions et ce en dépit de la révision à la baisse des prévisions de croissance mondiale.



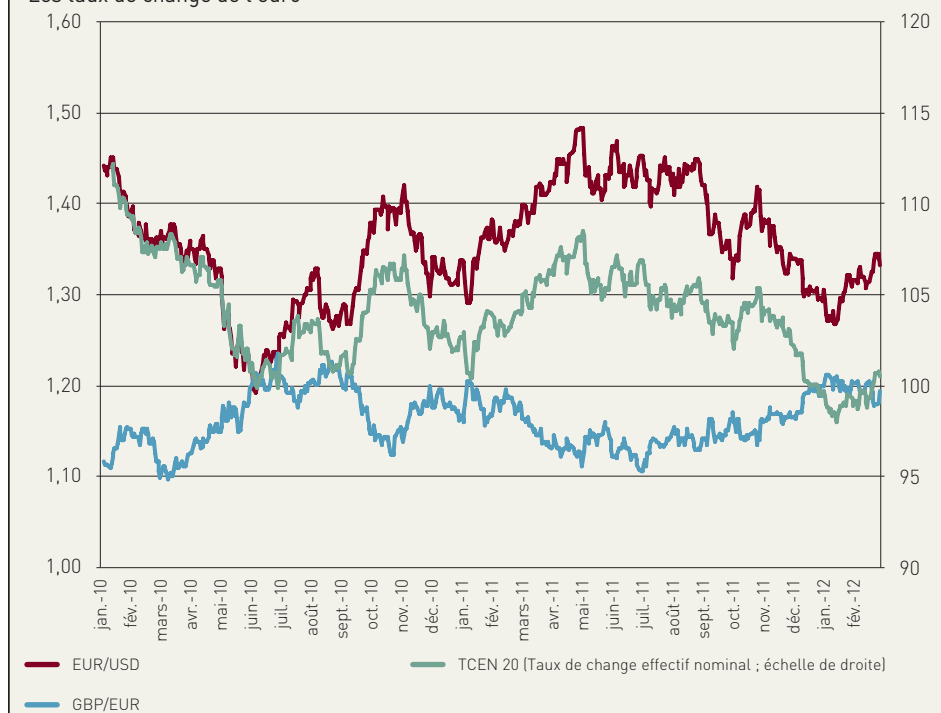
Sources : BCE, Bloomberg

Graphique 2  
Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon  
(Indice: 01/01/2010 = 100)



Source : Bloomberg

Graphique 3  
Les taux de change de l'euro



Sources : BCE, Bloomberg

### 1.1.4 Les taux de change de l'euro

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a perdu près de 2,4% entre le 30 novembre 2011 et le 29 février 2012. Au cours de cette période, la monnaie unique s'est notamment dépréciée vis-à-vis du dollar américain, de la livre sterling, du franc suisse, du forint hongrois, du zloty polonais et de la couronne suédoise.

Au cours de la période étudiée, la monnaie unique s'est dépréciée de 0,9% par rapport au dollar, les performances favorables enregistrées en début d'année permettant de compenser partiellement les pertes subies au cours du dernier trimestre de 2011. Au 29 février 2012, l'euro s'échangeait contre 1,33 USD, à un niveau inférieur de près de 4,3% à sa moyenne de 2011.

Depuis la fin novembre, l'euro s'est également déprécié de 1,8% par rapport au franc suisse, alors qu'il gagnait dans le même temps près de 3,6% vis-à-vis du yen. La monnaie britannique, qui s'était quant à elle appréciée en début de période, s'est ensuite échangée aux alentours de 1,20 GBP/euro et ce en dépit des nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif annoncées par la Banque d'Angleterre.

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 d'appréciation par rapport à la monnaie unique marqué, notamment, par une revalorisation du zloty polonais de près de 8,3%.

### 1.1.5 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 accélérée fortement et à des niveaux très élevés en 2011. Elle est passée de 1,6% en 2010 à 2,7% en 2011, ce qui constitue le taux moyen le plus élevé depuis 1999 hormis l'année 2008. L'inflation pourrait toutefois avoir dépassé son pic. Le taux annuel s'est en effet replié de 3,0% en novembre à 2,6% en janvier 2012 et selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, elle pourrait s'établir à 2,7% en février 2012.

Tableau 1

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

	2010	2011	2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4
IPCH global	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9
Produits alimentaires non transformés	1,3	1,8	2,3	1,9	1,3	1,8
Produits alimentaires transformés	0,9	3,3	2,1	3,0	3,7	4,2
Produits manufacturés hors énergie	0,5	0,8	0,5	1,0	0,4	1,2
Energie	7,4	11,9	12,7	11,5	12,0	11,5
Services	1,4	1,8	1,6	1,9	2,0	1,9
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,0	1,7	1,3	1,8	1,7	2,0

Source : Eurostat

L'inflation globale élevée résulte d'abord d'une forte inflation des prix de l'énergie. Dans le sillage d'une hausse de 40% du prix du pétrole en dollar, ceux-ci ont en moyenne progressé de 12%, soit la progression la plus sensible depuis 2000. Leur dynamique intra-annuelle s'est toutefois avérée relativement stable, puisque les taux annuels à fréquence trimestrielle ne se sont guère éloignés du taux annuel moyen. L'accélération de l'inflation globale résulte par conséquent de l'accélération des prix des autres biens et services. Le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est passé de 1,3% au premier trimestre 2011 à 2,0% en fin d'année. Ce mouvement est imputable à plusieurs facteurs. Le renchérissement des prix de l'énergie a sans doute eu des répercussions directes et indirectes sur les prix des autres biens et services. Compte tenu de la persistance des prix de l'énergie à des niveaux élevés, ces répercussions se sont probablement amplifiées au cours des derniers mois. L'amélioration conjoncturelle en début d'année 2011 a également favorisé des hausses de prix alors que le retournement cyclique en fin d'année influera vraisemblablement davantage - mais dans le sens inverse - sur la dynamique des prix en 2012. La persistance des prix des matières premières agricoles à des niveaux très élevés depuis leur forte ascension au cours de l'année 2010 a provoqué une hausse sensible des prix des biens alimentaires. Finalement, l'inflation s'est accélérée sous l'effet d'un relèvement de la taxation indirecte dans plusieurs pays de la zone euro.

Selon les récentes projections des experts de la BCE, la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro se modérerait au cours des prochains trimestres. L'inflation moyenne s'établirait entre 2,1% et 2,7% en 2012 et elle s'inscrirait dans une fourchette allant de 0,9% à 2,3% en 2013. Comparé à l'exercice de décembre 2011, ces projections ont été revues à la hausse sur fond de dépréciation de l'euro par rapport au dollar, de l'évolution défavorable du prix du pétrole ainsi que de nouvelles hausses de la taxation indirecte.

### 1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail

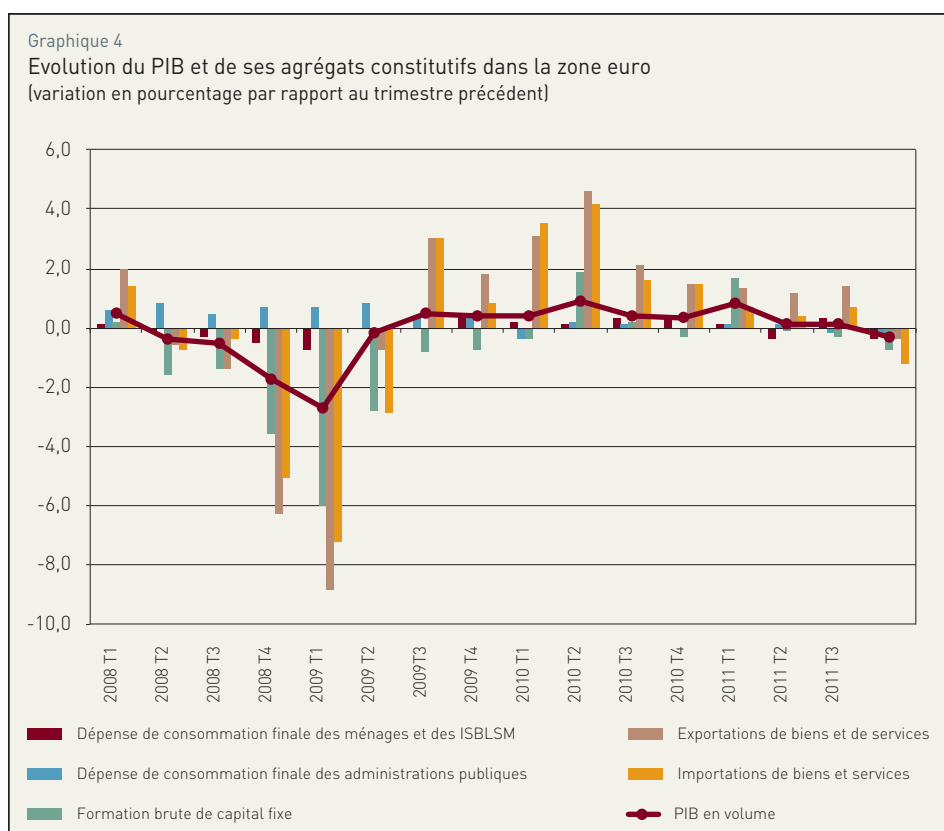
La publication récente des comptes nationaux trimestriels fait apparaître qu'au quatrième trimestre de 2011, le PIB de la zone euro s'est contracté de 0,3% par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, la progression de l'activité économique s'est affichée à 0,7%, en décélération par rapport à la croissance de 1,3% enregistrée au trimestre précédent.

Au cours de ce quatrième trimestre, l'activité économique s'est contractée par rapport au trimestre précédent dans la majorité des pays, en particulier les plus touchés par les problèmes liés à la dette souveraine. Ainsi, parmi les pays pour lesquels les données sont disponibles<sup>1</sup>, seuls la Finlande, la France et la Slovaquie ont pu maintenir une évolution positive de leur activité. En glissement annuel, la totalité des pays ont connu un tassement de la croissance économique, Chypre, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal et la Slovénie connaissant même une contraction de leur activité.

La décomposition de l'activité économique suivant l'optique des dépenses (GRAPHIQUE 4) fait apparaître que l'ensemble des postes se sont contractés au quatrième trimestre de 2011. Ce fut en particulier le cas de la formation brute de capital fixe, dont l'évolution a été fortement négative (-0,7%), mais également de la consommation des ménages dont le niveau a baissé de 0,4% par rapport au trimestre précédent. La consommation publique a poursuivi sa contraction au même rythme qu'au trimestre précédent (-0,2%).

Notons encore qu'au cours de ce quatrième trimestre, la croissance de l'activité économique a faibli dans la grande majorité des secteurs, en particulier dans l'industrie, où la croissance trimestrielle a été de -2%.

La dégradation de la situation conjoncturelle s'est accompagnée d'une détérioration des perspectives sur le marché du travail. Pour la première fois depuis fin 2010, l'emploi salarié a reculé en glissement trimestriel au troisième trimestre 2011 (-0,1%)<sup>2</sup>. D'un point de vue sectoriel, au troisième trimestre 2011, seuls les secteurs « arts, spectacles et activités récréatives ; autres activités de services ; activités des ménages et extraterritoriales » et « commerce, transport, hébergement et activités de restauration » ont enregistré une hausse de l'emploi salarié



- 1 Les données du quatrième trimestre concernant la Grèce, l'Irlande, le Luxembourg et Malte n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce bulletin.
- 2 En glissement annuel, l'emploi salarié a progressé de 0,5%.

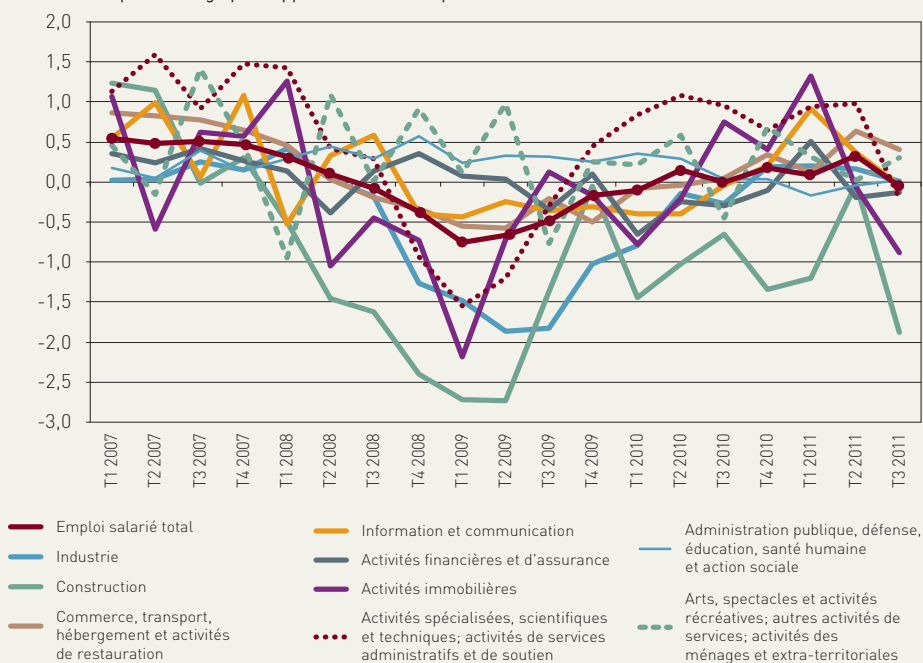
(de respectivement 0,3% et 0,4% en glissement trimestriel). L'emploi s'est stabilisé dans l'industrie ainsi que dans les secteurs «information et communication» et «administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale» et s'est inscrit en baisse dans l'ensemble des secteurs restants. Les plus fortes baisses trimestrielles ont été enregistrées dans le secteur de la construction (-1,9%) et les activités immobilières (-0,9%). Les perspectives d'emploi telles qu'esquissées à travers les enquêtes de conjoncture et l'indice des directeurs d'achats laissent entrevoir la poursuite de la dégradation de la situation sur le marché du travail au quatrième trimestre 2011.

Après plusieurs mois de stabilisation, le taux de chômage s'est quant à lui repositionné sur une pente ascendante depuis le mois de juillet 2011. Selon les plus récentes données disponibles, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est établi à 10,7% en janvier 2012, un record historique. En comparaison avec le même mois de l'année 2011, le taux de chômage est en hausse de 0,7 p.p. Cette dégradation trouve son reflet dans la plupart des Etats membres de la zone euro.

L'analyse de l'évolution du coût du travail indique que la progression annuelle des salaires négociés s'est établie à 2,1% au troisième trimestre 2011, en légère accélération par rapport au trimestre précédent (1,9%). Néanmoins, des données préliminaires suggèrent une stabilisation de la croissance des salaires négociés depuis l'automne 2011, en écho à la dégradation des perspectives économiques. Les

Graphique 5

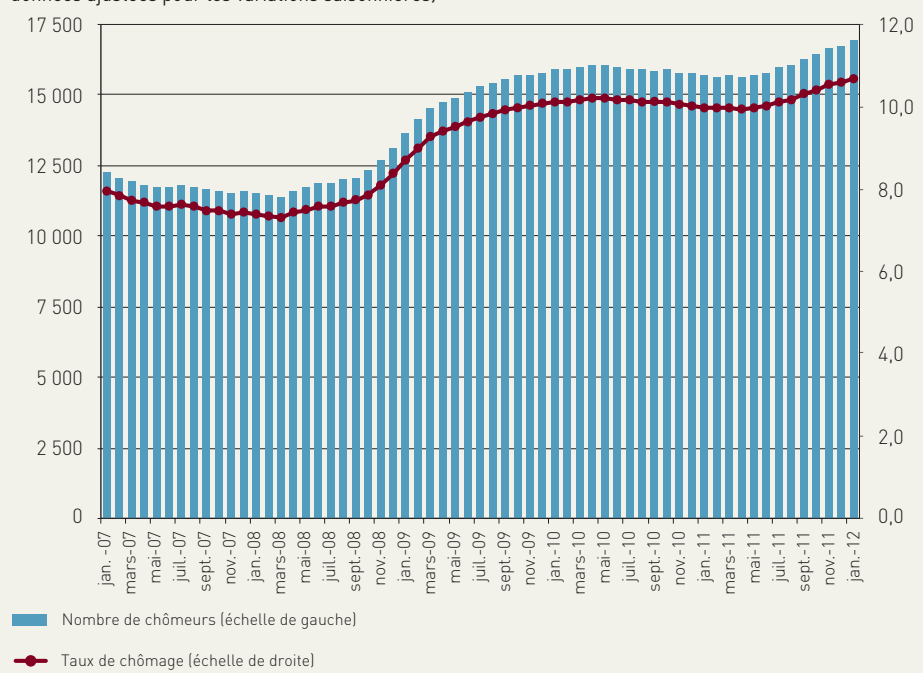
Evolution de l'emploi salarié selon le secteur économique dans la zone euro  
(variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent)



Sources : Eurostat, calculs BCL

Graphique 6

Nombre de chômeurs et évolution du taux de chômage  
(en milliers de personnes et en pourcentage de la population active ; données ajustées pour les variations saisonnières)



Sources : BCE, calculs BCL

coûts salariaux horaires ont progressé de 2,7% en glissement annuel au troisième trimestre 2011, en décélération par rapport au trimestre précédent (3,2%). Dans le même temps, la progression annuelle du coût salarial moyen s'est établie à 2,4% au troisième trimestre 2011, en quasi-stabilisation par rapport au trimestre précédent (2,5%). Par ailleurs, le coût salarial unitaire a augmenté de 1,3% en glissement annuel au troisième trimestre 2011, soit légèrement plus qu'au trimestre précédent (1,2%). Cette évolution est essentiellement imputable au recul de la progression annuelle de la productivité du travail, de 1,3% au deuxième trimestre à 1,0% au troisième trimestre 2011 en raison de la décélération de la croissance économique.

### 1.1.7 Les projections macro-économiques pour la zone euro

Les récentes projections de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre -0,5% et +0,3% en 2012 et entre 0,0% et 2,2% en 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2011 établies par l'Eurosystème les fourchettes ont été revues à la baisse à raison de 0,4 et 0,2 point de PIB pour 2012 et 2013, respectivement (points centraux).

Tableau 2

#### Projections macroéconomiques pour la zone euro (taux de variation annuels)

	2011	2012	2013
IPCH	2,7	2,1 - 2,7	0,9 - 2,3
PIB réel	1,5	-0,5 - 0,3	0,0 - 2,2
Consommation privée	0,2	-0,7 - 0,1	0,0 - 1,6
Consommation publique	0,2	-0,6 - 0,2	-0,1 - 1,3
Investissement	1,6	-2,6 - 0,2	-0,9 - 3,7
Exportations	6,4	0,1 - 5,1	0,7 - 8,1
Importations	4,1	-1,1 - 3,5	0,7 - 7,3

Le PIB en volume de la zone euro a baissé de 0,3% en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2011 (après +0,1% au troisième trimestre 2011). Les dernières données tirées d'enquêtes suggèrent une stabilisation de l'activité économique à un bas niveau. La BCE table cependant sur un redressement progressif de l'économie de la zone euro dans le courant de l'année. Celui serait soutenu par la demande étrangère, le niveau très bas des taux d'intérêt à court terme et par l'ensemble des mesures adoptées pour favoriser le bon fonctionnement du secteur financier de la zone euro. Toutefois, les tensions persistantes sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro et leur incidence sur les conditions du crédit, ainsi que le processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier devraient continuer de freiner la dynamique de fond de la croissance.

Pour ce qui est des risques entourant les projections de la BCE, le Conseil des gouverneurs estime qu'ils sont à la baisse. Ils sont liés, notamment, à une nouvelle intensification des tensions sur les marchés de la dette de la zone euro et à leurs répercussions potentielles sur l'activité économique réelle de la zone. Ils ont également trait à un nouveau renchérissement des matières premières.



Pour ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,7% en février 2012 selon l'estimation rapide d'Eurostat, en légère hausse par rapport à janvier (2,6%). L'inflation devrait rester supérieure à 2% en 2012, principalement en raison des hausses récentes des prix de l'énergie ainsi que des augmentations récemment annoncées de la fiscalité indirecte. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur les matières premières, les taux d'inflation annuels devraient revenir en deçà de 2% début 2013. À plus long terme, dans un contexte de croissance modeste dans la zone euro et d'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester limitées.

Les projections macroéconomiques de mars 2012 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,1% et 2,7% pour 2012 et entre 0,9% et 2,3% pour 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2011 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes de l'IPCH ont été révisées à la hausse, en particulier pour 2012.

Les risques pesant sur ces projections sont considérés comme étant encore globalement équilibrés, les risques à la hausse à court terme ayant trait essentiellement à un renchérissement du pétrole et à un relèvement de la fiscalité indirecte plus importants que prévu. Toutefois, des risques à la baisse subsistent en relation avec une évolution plus atone qu'anticipé de l'activité économique.

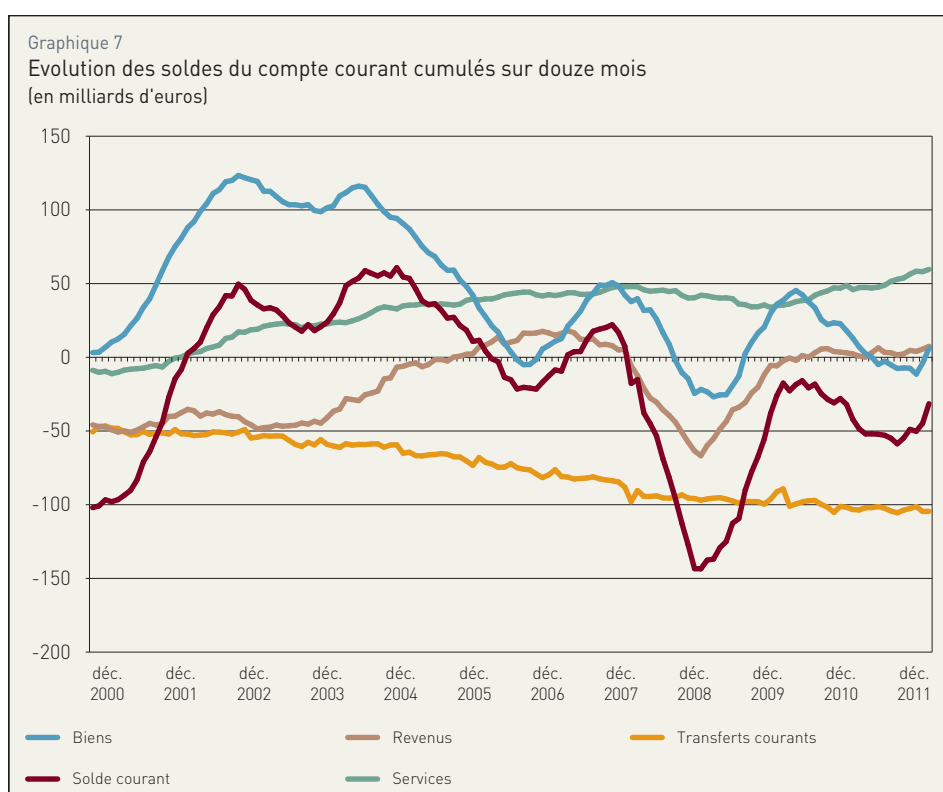
#### 1.1.8 La balance des paiements de la zone euro

Les transactions courantes de la zone euro se sont soldées par un déficit de 31 milliards d'euros (0,3% du PIB) sur toute l'année 2011, contre un déficit de 42 milliards en 2010. Cette contraction du déficit courant est le résultat d'une amélioration du solde des services dont le surplus a progressé de 30% à 60 milliards d'euros en 2011. A cela s'ajoute, dans une moindre mesure, l'excédent des revenus qui est passé de 2,3 milliards en 2010 à 7,5 milliards en 2011. Si le déficit structurel des transferts courants est resté stable à 104 milliards sur toute l'année 2011, la balance des marchandises s'est quant à elle fortement détériorée en dégageant un excédent en baisse de la moitié à 6 milliards d'euros en 2011.

La diminution marquée du surplus de biens en valeur est due à une hausse des importations supérieure (+14%) à celle des exportations (+13%), 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 depuis le début du second trimestre 2011. Le taux annuel de croissance des exportations s'est successivement établi à 13% au deuxième trimestre, à 10% au troisième trimestre et à 9% au dernier trimestre, contre 22% au premier trimestre 2011. De même pour les importations, le taux annuel de croissance s'est successivement établi à 25% au premier trimestre, à 14% au deuxième trimestre, à 12% au troisième trimestre et à 7% au quatrième trimestre 2011.

Alors que les indices des volumes du commerce extérieur ont connu une progression plus rapide pour les exportations (+8% sur les onze<sup>3</sup> premiers mois de 2011) que pour les importations (+3%), les indices moyens de prix se sont accrus davantage pour ces dernières (+10%) que pour les premières (+5% à l'exportation). Les termes de l'échange se sont par conséquent détériorés de 5% sur les onze 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 de la dégradation du solde des marchandises.

Dans le compte des transactions financières, face à l'incertitude accrue engendrée par la crise de la dette souveraine dans la zone euro, le comportement des investisseurs s'est caractérisé, au second semestre 2011, par d'importants mouvements de rapatriement de capitaux par les investisseurs étrangers. Au second semestre 2011, les titres émis par les résidents de la zone euro ont subi des ventes nettes par les investisseurs étrangers à concurrence de 106 milliards (dont 38 milliards d'actions, 54 milliards de titres de dette à court terme et 13 milliards d'obligations). Le premier semestre s'était pourtant caractérisé par d'importants achats nets (339 milliards d'euros, dont 197 milliards pour les obligations). Les résidents de la zone euro ont également vendu les titres étrangers, à concurrence de 120 milliards d'euros au second semestre contre des achats nets de 60 milliards au premier semestre 2011. Tant les actions que les obligations étrangères ont été délaissées au second semestre (à concurrence de 80 milliards et de 47 milliards respectivement). En revanche les résidents ont accru, quoique modestement, leurs achats de titres de dette à court terme (à concurrence de 7 milliards).



Source : BCE

Compte tenu des mouvements de rapatriement des capitaux et de réallocation de portefeuilles, les flux d'investissement de portefeuille se sont soldés par des entrées nettes en forte hausse, à 293 milliards sur toute l'année 2011 contre 148 milliards en 2010. Cette hausse prononcée est à la fois le résultat d'achats nets de titres de dette de la zone euro (200 milliards) et de ventes nettes d'actions (93 milliards).

Dans les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont accrues de 20 milliards, en atteignant 70 milliards sur toute l'année 2011. Les sorties nettes dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques) ont atteint 181 milliards d'euros en 2011 contre 61 milliards en 2010. Cet accroissement est lié à une forte baisse des engagements des institutions financières monétaires (hors Eurosystem).

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

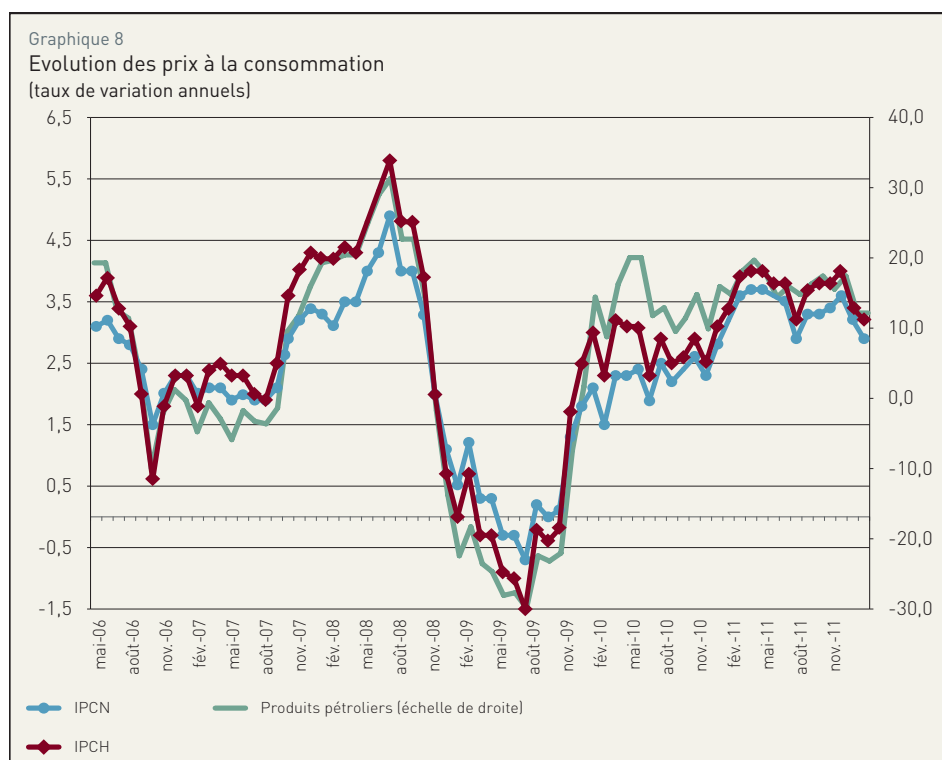
## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

L'inflation globale s'était déjà considérablement accélérée en 2010 et cette tendance s'est prolongée en 2011. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN est passé de 0,4% en 2009 à 2,3% en 2010 pour s'accélérer à 3,4% en 2011, égalant de la sorte le niveau record de 2008. L'ascension de l'IPCH a été encore plus marquée, puisque son taux annuel moyen est passé de 0,0% en 2009 à 2,8% en 2010 pour se hisser autour de 3,8% en 2011. Le profil intra-annuel de l'inflation globale a été relativement stable. Hormis le recul temporaire à 2,9% en juillet, les taux annuels de l'IPCN ont fluctué entre 3,2% et 3,7 %, donc à des niveaux très élevés. Les données les plus récentes suggèrent toutefois qu'un revirement de la situation est en cours. Les taux de variation annuels de l'IPCN et de l'IPCH se sont établis à respectivement 2,9% et 3,2% en janvier 2012. Si ces taux demeurent élevés, ils s'inscrivent tout de même en net recul par rapport à leurs sommets observés au cours de l'année 2011.

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, les taux de variation annuels des prix des produits pétroliers se sont accélérés au-delà de 10% en 2010 et ils se sont maintenus à ces niveaux élevés au cours de l'année 2011 (voir graphique). Parallèlement, l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques a poursuivi son accélération entamée vers la mi-2010. Ainsi, son taux de variation annuel s'est hissé de 1,5% en 2010 à 2,4% en 2011. En janvier 2012 toutefois, leur taux annuel s'est replié à 2,2%, sous l'impact d'une hausse contenue des prix administrés.



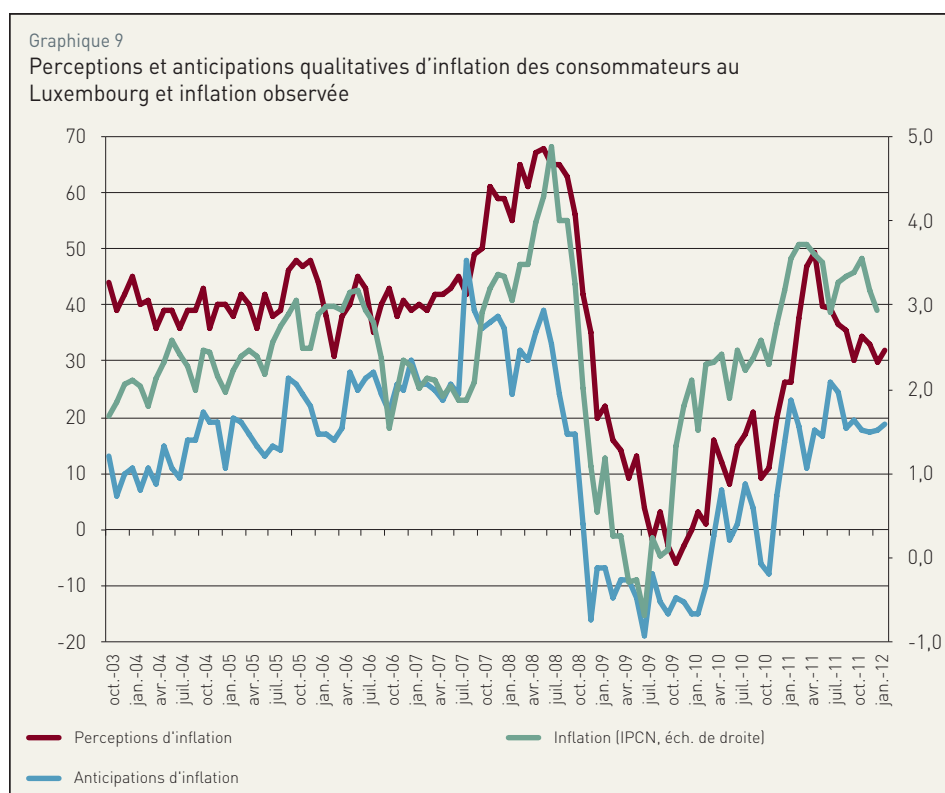
Le regain d'inflation enregistré dans le courant de l'année 2011 est perceptible à travers toutes les composantes de l'IPC à l'exclusion des prix de l'énergie. Il résulte aussi de plusieurs facteurs. Les prix des biens alimentaires ont connu un renchérissement suite à la hausse marquée des cours sur 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 jusqu'à la mi-2011 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 plus de deux ans, l'inflation au Luxembourg est à nouveau constamment plus élevée que dans

la zone euro et dans les pays limitrophes. En 2011, cet écart défavorable se chiffrait en moyenne à 0,8 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,7 p.p. par rapport à la zone euro, soit les écarts les plus élevés depuis 2000. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au quatrième trimestre 2011 ont atteint respectivement 4,7 p.p. par rapport à la zone euro et 9,0 p.p. par rapport aux pays limitrophes.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>4</sup>, les perceptions d'inflation se sont tassées depuis mai 2011. Ce mouvement pourrait résulter du repli de l'inflation par rapport aux niveaux très élevés observés en mars/avril 2011. Le recul de l'inflation n'a par contre exercé aucun impact sur les anticipations d'inflation des consommateurs. Celles-ci se seraient stabilisées au cours des derniers mois.



Sources : BCL et STATEC

## Projections d'inflation

### Hypothèses

Mi-février 2012, l'euro cotait aux environs de 1,32 USD/EUR, soit à un niveau inférieur aux hypothèses de l'exercice datant de décembre 2011<sup>5</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 115\$/bl et les marchés à terme anticipent une quasi-stabilisation de ce prix jusqu'à la fin de l'année 2012. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollars augmenterait de 4% en 2012. En raison de la dépréciation de l'euro toutefois, la hausse du prix du pétrole exprimé en euros serait de 10%. Par rapport à l'exercice de décembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la hausse de pratiquement 10%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Voir BCL, Bulletin 2011/3, pp.72-78

Tableau 3

## Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2010	2011	2012	2011-T4	2012-T1	2012-T2	2012-T3	2012-T4
Prix du pétrole (brent) en \$	80	111	115	109	115	117	115	114
Taux de change \$/€	1,33	1,39	1,31	1,35	1,31	1,32	1,32	1,32
Prix du pétrole en € (en% de var. ann.)	36	33	10	27	15	9	10	7

Source : BCL

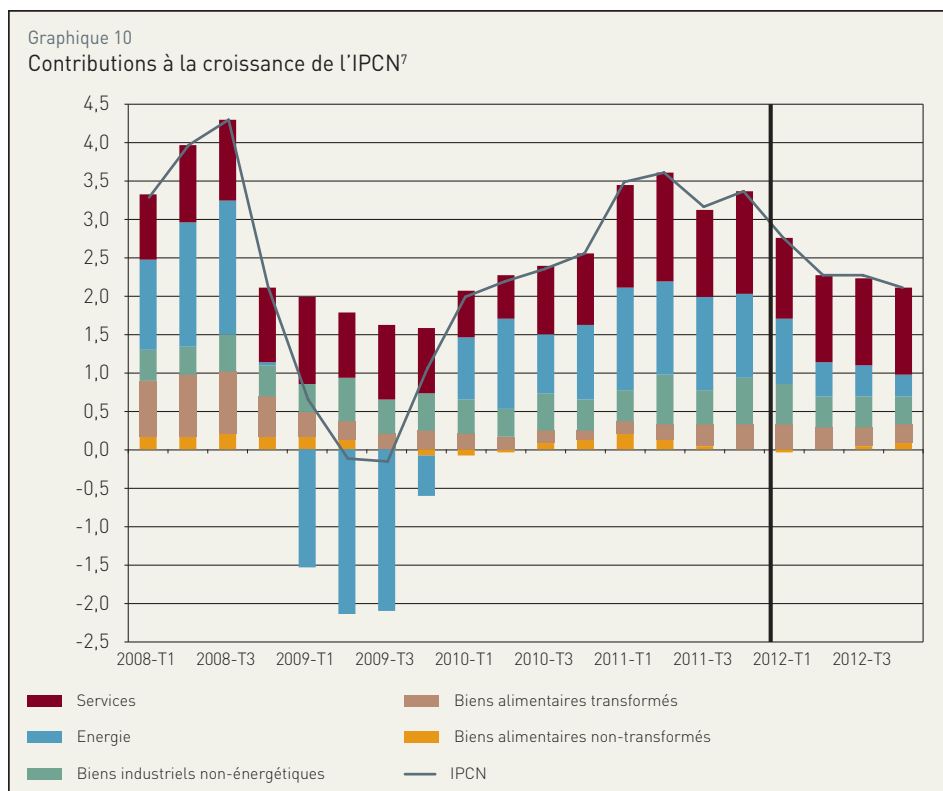
L'inflation à l'exclusion de l'énergie s'est repliée de 2,5% en fin d'année 2011 à 2,2% en janvier 2012. Il se pourrait aussi qu'au cours de prochains mois, les taux d'inflation se maintiennent aux alentours de 2%, ce qui constituerait en moyenne un recul par rapport à 2011.

Toutes les sous-composantes pourraient afficher une évolution favorable étant donné que plusieurs facteurs inflationnistes qui ont influencé l'inflation en 2011 se dissiperont vraisemblablement au cours des prochains mois. Ainsi, le choc des prix des biens alimentaires s'est déjà estompé sur les marchés internationaux. Les niveaux de prix s'établissent toujours à des niveaux élevés, mais les variations annuelles tendent à décélérer. Il est vraisemblable que la transmission de la hausse de ces coûts aux prix à la consommation se soit déjà largement effectuée. En conséquence, les taux de variation annuels de ces prix devraient dorénavant se normaliser. Les prix administrés ont progressé de 0,5% en janvier 2012, contre des hausses bien supérieures lors des années précédentes. Ces prix sont traditionnellement ajustés en janvier et en l'absence de nouvelles tensions de hausse en cours d'année, cette modération contribuera à contenir l'inflation des prix des services tout au long de l'année.

L'élément clé de ces projections est toutefois la décision du gouvernement du 16 décembre 2011 de reporter à octobre 2012 le paiement de la tranche indiciaire qui vient à échéance en début 2012. Par rapport au scénario prévalant à la fin de 2011, l'impact de cette mesure n'est pas anodin, puisqu'elle réduit la dynamique salariale de l'économie dans son ensemble de 1,5 p.p. en 2012. Étant donné l'importance du coût du travail pour la fixation des prix des services<sup>6</sup>, particulièrement intensifs en main d'œuvre, une incidence directe sera le ralentissement de la dynamique de ces derniers. Mais l'impact favorable ne se limitera pas exclusivement aux prix des services. Les salaires constituent un coût important du commerce de détail et une modération de leur dynamique contribuera également à contenir les hausses de prix de biens tels que les biens alimentaires traités et les biens industriels non-énergétiques.

Si les facteurs précités contribuent à ralentir l'inflation, les effets retardés de la hausse très prononcée du prix du pétrole, principalement via le redressement en cours des prix à la production industrielle, joueront dans le sens inverse. 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 une bonne partie de ses biens, notamment les biens industriels non-énergétiques et les biens alimentaires. Leur taux d'inflation au Luxembourg dépend par conséquent aussi de l'inflation importée. Or cette dernière est susceptible de reculer en 2012. Selon les plus récentes projections des services de la BCE, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre 2,1% et 2,7% en 2012, contre 2,7% en 2011.

<sup>6</sup> Voir aussi « L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires ? » dans le Rapport Annuel 2007 de la BCL, pp.38-40.



Source : STATEC, projections BCL

## 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. Le taux de variation annuel des prix des produits pétroliers devrait baisser au cours des prochains mois, sans toutefois devenir négatif à la fin de l'horizon de projection. L'inflation annuelle des produits énergétiques reculerait progressivement, pour passer de 13% au deuxième trimestre 2011 à environ 3,5% 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 à la fin de l'année 2012 (voir le graphique).

En moyenne annuelle, l'inflation de

l'IPC énergie s'élèverait à environ 5% en 2012, donc moins de la moitié du taux enregistré lors des années 2010 et 2011. Par rapport à l'exercice de décembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été ajustées à la hausse, de l'ordre de 4p.p., conformément à des hypothèses qui ont été révisées dans le même sens.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le taux d'inflation afférent pourrait se stabiliser autour de 2,0% lors des prochains trimestres. Par rapport à l'exercice précédent, ces projections ont été revues à la baisse sur tout l'horizon de projection. L'effet de la hausse plus modérée des coûts salariaux, dans le contexte de la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires, est plus important que les effets indirects de l'augmentation récente du prix du pétrole, ce qui devrait provoquer un ralentissement plus important que prévu pour la plupart des prix de ces biens et services.

<sup>7</sup> 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'IPC.

Tableau 4

Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions de décembre 2011 (en taux de variation annuel ou en points de pourcentage)

	2010	2011	2012	2011-2 <sup>e</sup> SEM	2012-1 <sup>er</sup> SEM	2012-2 <sup>e</sup> SEM
IPCN	2,3	3,4	2,4	3,3	2,5 (0,1)	2,2 (-0,1)
IPCN hors énergie	1,5	2,4	2,0 (-0,4)	2,3	2,0 (-0,3)	2,0 (-0,5)
IPCH	2,8	3,7	2,7 (0,2)	3,6	2,9 (0,3)	2,5 (0,1)
IPCH énergie	11,7	13,7	5 (4,1)	13	6,7 (4,4)	3,5 (3,8)
IPCH hors énergie	1,7	2,5	2,3 (-0,4)	2,4	2,3 (-0,3)	2,3 (-0,4)
Impact des mesures gouvernementales <sup>8</sup> sur l'IPCN, en pp	0,4	0,8	0,4			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,6	0,8	0,8			

Source : BCL

Avec un taux de 2,9% en janvier 2012, l'inflation mesurée par l'IPCN global a déjà reculé par rapport aux sommets de l'année passée. Cette baisse devrait d'ailleurs se poursuivre au premier semestre 2012, l'inflation se stabilisant ensuite à un taux légèrement supérieur à 2,2%. Ce recul est attribuable à la fois au recul de l'inflation des produits énergétiques et à la modération de l'inflation des autres biens et services. Par rapport à l'exercice de décembre 2011, le scénario de l'inflation globale n'a pas changé et le taux moyen pour 2012 serait de 2,4%. La composition de l'inflation est toutefois différente. L'impact à la hausse de la révision des prix énergétiques dans la foulée de la hausse du prix du pétrole est intégralement compensé par une révision à la baisse des prix hors énergie. Cet ajustement est attribuable aux mesures récentes du gouvernement, qui ont pour objectif de contenir l'inflation. Sans la mesure préventive visant à décaler le paiement de la prochaine tranche indiciaire à octobre 2012, le scénario central de l'inflation et des coûts salariaux se serait détérioré davantage dans le contexte actuel de la hausse du prix du pétrole et ceci au-delà des seuls effets directs des prix de l'énergie. Le gouvernement a également réitéré sa volonté de poursuivre une politique prudente en ce qui concerne l'adaptation des prix administrés, comme l'attestent les données du mois de janvier. L'impact des mesures gouvernementales sur l'IPCN, qui a été très élevé en 2011 dans le contexte de la forte progression des tarifs communaux, reculerait par conséquent en 2012.

### 1.2.1.2 Les prix à la production

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. Ils ont ensuite généralement poursuivi leur évolution à la hausse au premier semestre de l'année 2011, avant de ralentir sur la seconde moitié de l'année 2011. Il n'en reste pas moins que sur l'ensemble de l'année 2011, les prix à la production des biens industriels affichent une hausse de près de 9%. Les évolutions des prix à la production des biens intermédiaires et d'équipement contribuent nettement à cette progression.

Les plus récentes enquêtes de conjoncture dans l'industrie, quoiqu'extrêmement volatiles, suggèrent que la tendance générale à l'accélération des prix industriels à la production devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

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

Tableau 5

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

	2010	2011	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4
Ensemble des produits Industriels	3,7	8,6	1,1	-0,6	5,0	2,2	0,4	1,3
Biens intermédiaires	7,1	12,3	3,4	-1,0	5,9	3,6	-0,8	2,4
Biens d'équipement	2,2	5,3	2,6	1,5	4,9	-3,5	1,1	-0,4
Biens de consommation	0,1	2,7	0,6	0,3	1,1	0,9	0,5	0,8
Biens énergétiques	-3,7	4,2	-6,7	-0,9	5,1	1,6	4,0	-1,2

Source : Statec

**1.2.1.3 Les coûts salariaux**

Selon la plus récente estimation de la comptabilité nationale, la progression annuelle du coût salarial moyen s'est établie à 0,9% au troisième trimestre 2011 (après 1,8% le trimestre précédent). L'analyse de la décomposition sectorielle révèle qu'à l'exception du secteur financier (au sens large), l'ensemble des branches économiques ont enregistré une décélération de la progression annuelle du coût salarial moyen au cours du troisième trimestre 2011 (en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente). Ce taux en glissement annuel a même été négatif dans deux branches, à savoir la construction et les « autres activités de services ».

Tableau 6

**Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique**

(données ajustées pour les variations saisonnières)

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T3 2010	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T3 2010	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011
Industrie, y compris énergie	2,6	0,4	3,5	-6,5	5,7	3,2	2,9	6,8	-0,2	2,8
Construction	1,7	-2,5	6,1	-4,2	-0,3	2,4	-1,3	8,5	0,8	-1,2
Commerce; réparations automobiles et d'articles domestiques; hôtels et restaurants, transports et communications	3,1	-0,0	0,7	0,0	0,3	3,0	3,0	3,7	3,8	1,0
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	-0,4	3,1	-1,9	-0,3	0,8	1,5	3,3	2,2	0,4	1,7
Autres activités de services	2,7	-0,2	0,1	0,1	-0,3	2,3	6,8	2,9	2,6	-0,3
Coût salarial moyen - économie totale	1,4	0,8	0,1	-0,6	0,6	2,3	3,7	3,6	1,8	0,9

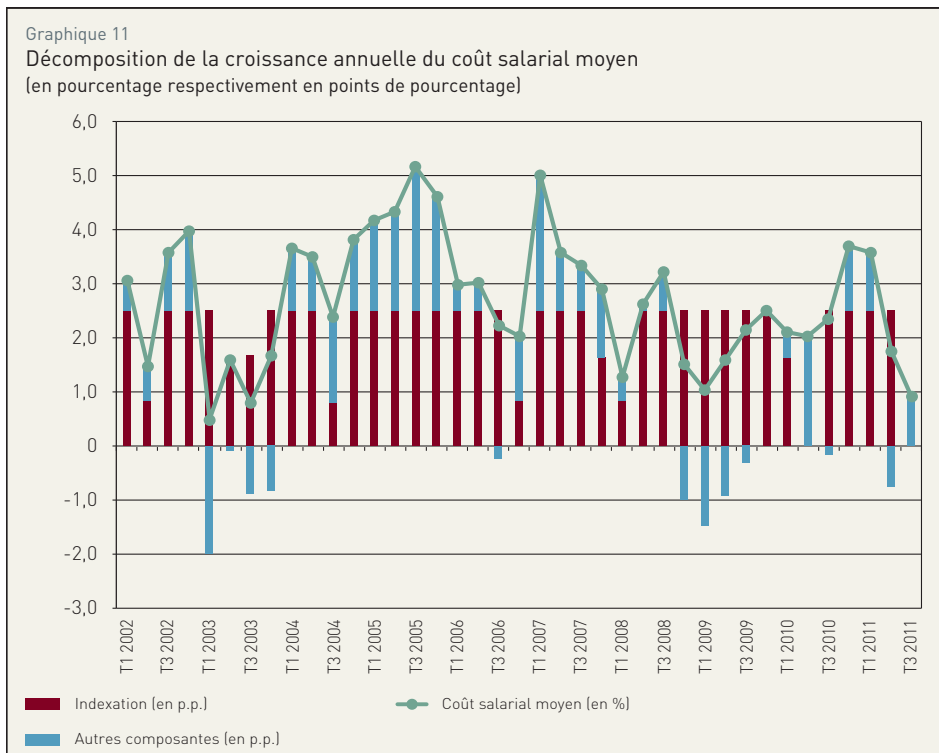
Sources : Statec, calculs BCL

En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a progressé de 0,6% au troisième trimestre 2011 (après avoir enregistré une baisse de 0,6% le trimestre précédent). La forte progression de la rémunération par tête dans le secteur industriel doit être relativisée. Il convient tout d'abord de rappeler que le coût salarial moyen avait fortement augmenté dans l'industrie (et la construction) en début d'année 2011, en raison de la hausse du nombre d'heures travaillées et du relèvement du salaire social minimum. Par ailleurs, le paiement des primes et gratifications a exceptionnellement été avancé du deuxième au premier trimestre 2011 dans le secteur industriel, influençant ainsi mécaniquement l'évolution infra-annuelle du coût salarial moyen qui s'est réduit au deuxième trimestre avant de rebondir mécaniquement au troisième trimestre.



L'évolution du coût salarial moyen telle que retracée par l'indicateur de court terme de l'IGSS confirme la tendance générale dégagée par la comptabilité nationale, à savoir une décélération de la progression annuelle de la rémunération par tête totale au deuxième et troisième trimestre 2011. Nonobstant cela, l'indicateur de court terme témoigne d'une évolution relativement plus forte du coût salarial moyen que celle retracée par la comptabilité nationale (au cours de la première moitié de l'année). Les données n'étant pas parfaitement comparables entre elles en raison de divers retraitements dont font l'objet les comptes nationaux, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des données issues de la comptabilité nationale qui subissent de surcroît de fréquentes révisions ultérieures.

De manière générale, la décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen révèle que c'est l'absence de contribution de la composante « indexation » (0,0 p.p. après 2,5 p.p. le trimestre précédent et le même trimestre de l'année précédente) qui est à l'origine du ralentissement de la progression annuelle de la rémunération par tête au troisième trimestre 2011. On peut néanmoins s'attendre à un retournement de situation en fin d'année 2011, en raison du paiement de la tranche indiciaire intervenu en octobre 2011, qui devrait influencer sur l'évolution de cet indicateur de coûts salariaux.



Sources : STATEC, calculs BCL

Encadré 1

## RÉSULTATS DU TABLEAU DE BORD ÉTABLI DANS LE CADRE DU NOUVEAU MÉCANISME EUROPÉEN DE SURVEILLANCE DES DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES

### INTRODUCTION

Les déséquilibres internes et externes qui se sont développés ces dernières années au sein même de la zone euro constituent une de causes de la crise actuelle. Pour avoir trop peu porté attention aux déséquilibres macroéconomiques, les institutions européennes ont dû affronter nombre de critiques depuis le déclenchement de la crise de l'Euro. En réponse à ces critiques, les décideurs européens ont récemment<sup>9</sup> décidé de mettre en place un mécanisme de contrôle des déséquilibres macroéconomiques excessifs (*Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP*), afin de pouvoir à l'avenir détecter efficacement et de manière plus précoce ce genre de déséquilibre.

La procédure comprend plusieurs étapes, dont la première réside dans l'examen périodique d'un ensemble de 10 indicateurs statistiques qui couvrent des domaines connus pour être les principales sources de déséquilibre macroéconomique. Lors de cette analyse, il sera vérifié que la valeur des différents indicateurs ne dépasse pas un certain seuil jugé critique pour la sauvegarde de la stabilité macroéconomique. Les seuils sont déterminés comme étant les valeurs correspondant au 1<sup>er</sup> quartile (respectivement 3<sup>ème</sup> quartile) de la variable étudiée, ces valeurs étant calculées sur base des données historiques de l'ensemble des pays appartenant à l'Union européenne. Le dépassement de ces seuils n'entraîne aucune sanction immédiate à l'égard du pays « fautif » mais peut déclencher le début de la seconde étape, à savoir un examen plus approfondi des risques d'instabilité macroéconomique en y incluant une analyse de type plus qualitatif. A la suite de cet examen, s'il s'avère que de trop grands risques pour la stabilité économique sont identifiés, des recommandations de mesures correctives sont adressées au pays en question et une procédure d'évaluation de ces mesures est prévue ultérieurement. Les indicateurs ayant trait aux risques de déséquilibre externe ont déjà été présentés et analysés dans un encadré publié précédemment<sup>10</sup>. Le présent encadré reprend de manière succincte les informations contenues dans ce premier encadré et les complète par la présentation détaillée d'indicateurs relatifs au risque de déséquilibre interne. Par ailleurs, la toute première version officielle du tableau de bord étant parue le 14 février dernier<sup>11</sup>, les principaux résultats, en particulier ceux relatifs à l'économie luxembourgeoise, feront l'objet d'un examen critique. En outre, divers indicateurs alternatifs sont passés en revue dans l'encadré, dont certains originaux, qui méritent également une attention particulière lorsqu'il est question de mesurer les risques d'instabilité macroéconomique. Ces indicateurs mettent en lumière certaines vulnérabilités potentielles de l'économie luxembourgeoise, qui ne transparaisaient pas automatiquement à la lecture des résultats du tableau de bord.

9 La procédure, proposée par la Commission en septembre 2010, a été approuvée par le Conseil européen lors de la réunion ECOFIN du 7 novembre 2011.

10 Bulletin BcL 2011/3, encadré 1.4, pp. 85-90.

11 *Alert Mechanism Report*, COM(2012) 68, Commission européenne, Bruxelles, le 14 février 2012.

## RÉSULTATS DU TABLEAU DE BORD

Tableau 1 :

## Résultats du tableau de bord, année 2010

ANNÉE 2010	DÉSÉQUILIBRE EXTERNE ET COMPÉTITIVITÉ					DÉSÉQUILIBRE INTERNE				
	balance courante (moy. 3 ans,%PIB)	Pos. Ext. Nette (%PIB)	Taux de ch. Ef. Réel (var. 3 ans, %)	Parts de m. export. (var 5 ans, %)	Coûts unit. Du trav. (var 3 ans,%)	Prix immob. Réels (var 1 an, %)	Nouveaux créd. au sect. privé (%PIB)	Dettes sect. Privé (%PIB)	Dettes publique (%PIB)	Taux de chômage (moy. 3 ans)
SEUIL	-4/6%	-35%	+5% & +11%	-6%	+9% & +12%	+6%	15%	160%	60%	10%
BE	-0,6	77,8	1,3	-15,4	8,5	0,4	13,1	233,0	96,0	7,7
BG	-11,1	-97,7	10,4	15,8	27,8	-11,1	-0,2	169,0	16,0	7,5
CZ	-2,5	-49,0	12,7	12,3	5,1	-3,4	1,7	77,0	38,0	6,1
DK	3,9	10,3	0,9	-15,3	11,0	0,5	5,8	244,0	43,0	5,6
DE	5,9	38,4	-2,9	-8,3	6,6	-1,0	3,1	128,0	83,0	7,5
EE	-0,8	-72,8	5,9	-0,9	9,3	-2,1	-8,6	176,0	7,0	12,0
IE	-2,7	-90,9	-5,0	-12,8	-2,3	-10,5	-4,5	341,0	93,0	10,6
EL	-12,1	-92,5	3,9	-20,0	12,8	-6,8	-0,7	124,0	145,0	9,9
ES	-6,5	-89,5	0,6	-11,6	3,3	-3,8	1,4	227,0	61,0	16,5
FR	-1,7	-10,0	-1,4	-19,4	7,2	5,1	2,4	160,0	82,0	9,0
IT	-2,8	-23,9	-1,0	-19,0	7,8	-1,4	3,6	126,0	118,0	7,6
CY	-12,1	-43,4	0,8	-19,4	7,2	-6,6	30,5	289,0	62,0	5,1
LV	-0,5	-80,2	8,5	14,0	-0,1	-3,9	-8,8	141,0	45,0	14,3
LT	-2,3	-55,9	9,1	13,9	0,8	-8,7	-5,3	81,0	38,0	12,5
LU	6,4	96,5	1,9	3,2	17,3	3,0	-41,8	254,0	19,0	4,9
HU	-2,1	-112,5	-0,5	1,4	3,9	-6,7	-18,7	155,0	81,0	9,7
MT	-5,4	9,2	-0,6	6,9	7,7	-1,6	6,9	212,0	69,0	6,6
NL	5,0	28,0	-1,0	-8,1	7,4	-3,0	-0,7	223,0	63,0	3,8
AT	3,5	-9,8	-1,3	-14,8	8,9	-1,5	6,4	166,0	72,0	4,3
PL	-5,0	-64,0	-0,5	20,1	12,3	-6,1	3,8	74,0	55,0	8,3
PT	-11,2	-107,5	-2,4	-8,6	5,1	0,1	3,3	249,0	93,0	10,4
RO	-6,6	-64,2	-10,4	21,4	22,1	-12,1	1,7	78,0	31,0	6,6
SI	-3,0	-35,7	2,3	-5,9	15,7	0,7	1,8	129,0	39,0	5,9
SK	-4,1	-66,2	12,1	32,6	10,1	-4,9	3,3	69,0	41,0	12,0
FI	2,1	9,9	0,3	-18,7	12,3	6,8	6,8	178,0	48,0	7,7
SE	7,5	-6,7	-2,5	-11,1	6,0	6,3	2,6	237,0	40,0	7,6
UK	-2,1	-23,8	-19,7	-24,3	11,3	3,4	3,3	212,0	80,0	7,0

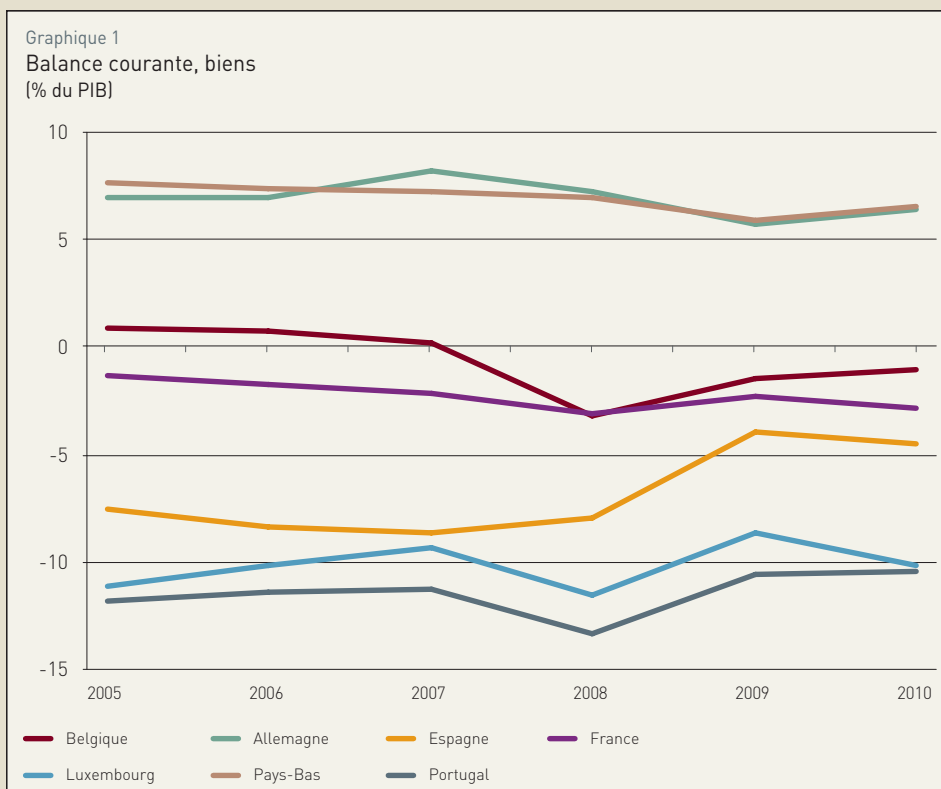
Sur base des résultats du tableau de bord (tableau 1), la Commission considère que douze Etats membres de l'Union européenne<sup>12</sup> doivent faire l'objet d'une analyse plus approfondie des risques d'instabilité macroéconomique car plusieurs indicateurs prennent actuellement des valeurs jugées atypiques. Ces pays sont les suivants : Belgique, Bulgarie, Danemark, Espagne, France, Italie, Chypre, Hongrie, Slovénie, Finlande, Suède et Royaume Uni. Ci-après nous commentons pour chaque indicateur les résultats détaillés de l'économie luxembourgeoise :

12 Parmi les 27 Etats membres, quatre d'entre eux ne sont pas directement concernés par la procédure MIP étant donné qu'ils font déjà l'objet d'une surveillance économique renforcée liée aux programmes d'aide qui leur ont été accordés. Il s'agit de la Grèce, l'Irlande, le Portugal et la Roumanie.

**La balance courante** : moyenne sur les trois dernières années de la balance courante exprimée en pourcentage du PIB domestique.

**Seuil** : +6% ou -4% du PIB.

Le Luxembourg enregistre traditionnellement un solde positif de son compte courant, dépassant même largement le seuil d'alerte (+6%) durant la période antérieure à 2008. Au cours des trois dernières années, dans le contexte de la crise financière internationale, l'excédent courant du Luxembourg s'est contracté, celui-ci demeurant malgré tout en moyenne légèrement supérieur au seuil de 6%. Dans le projet préliminaire d'établissement d'un tableau de bord, il était prévu que ce genre de déséquilibre puisse donner lieu à une demande de correction allant dans le sens d'une augmentation de la demande intérieure, afin de réduire l'excès supposé d'épargne. Ceci allait dans le même sens que les récentes recommandations du G20 incitant les pays affichant de larges excédents courants à accroître leur demande intérieure. Toutefois, dans sa version finale approuvée par le Conseil, la possibilité d'adresser des recommandations à l'encontre des pays qui accumulent des larges excédents courants n'a pas été retenue.



Sources : Eurostat, calculs BCL

La considération d'indicateurs additionnels tels que la balance des biens pourrait s'avérer utile dans le cas luxembourgeois, ces indicateurs permettant de mettre en évidence une des faiblesses structurelles sous-jacentes de l'économie, qui fait potentiellement peser des risques de déséquilibre externe à plus long terme (voir le tableau 3 dans la section suivante). Le graphique 1 en donne un aperçu, celui-ci mettant en évidence le déficit structurel important de la balance des biens. Il est assez troublant de constater que selon cette dimension, l'économie domestique paraît atypique par rapport à ses voisins mais est par contre beaucoup plus comparable aux économies du sud de l'Europe telles que le Portugal et l'Espagne.

**La dette extérieure** : position extérieure nette exprimée en pourcentage du PIB.

**Seuil** : -35% du PIB

Le Luxembourg présente une position extérieure nette largement positive qui correspond au profil souvent atypique d'une petite économie incluant un centre financier international, à l'instar de Hong Kong ou Singapour. Dans ces centres financiers, les avoirs extérieurs et les engagements extérieurs atteignent souvent des niveaux très importants comparés au

PIB, mais qui se compensent en très grande partie. La position extérieure nette qui en résulte, malgré son niveau relativement faible par rapport aux totaux des actifs et passifs, peut malgré tout rester très conséquente si elle est rapportée au PIB. Ainsi, à la fin 2010 le Luxembourg se distingue par des avoirs et des engagements environ 120 fois supérieurs à son PIB et une position extérieure nette quasi-équivalente à son PIB (97%).

**Les performances exportatrices** : variation sur cinq ans de la part de marché à l'exportation exprimée en valeur.

**Seuil** : -6%.

Notons qu'il n'est pas certain que la meilleure échelle de mesure de l'évolution soit la croissance (en%) d'un ratio (lui-même déjà exprimé en%). Ainsi par exemple, sur la période 2006-2010, le Luxembourg affiche un léger accroissement de sa part de marché, qui passe en niveau de 0,43% à 0,47%, ce qui représente en pourcentage une variation positive d'environ 10%. A l'instar de ce qui est proposé ci-dessus (point 1), la part de marché à l'exportation des biens serait un indicateur alternatif intéressant, révélant les difficultés structurelles de l'économie luxembourgeoise. Notons que celui-ci est proposé par la Commission comme potentiel indicateur additionnel. Sur base de cet indicateur, il apparaît clairement que l'économie luxembourgeoise a enregistré des performances nettement moins favorables que la moyenne européenne sur le passé récent, la perte de parts de marché dépassant le seuil établi par la procédure standard (3<sup>ème</sup> quartile) lors des deux dernières années pour lesquelles les données sont disponibles (voir le tableau 2 dans la section suivante).

**La compétitivité-prix** : variation sur trois ans (en%) du taux de change effectif réel basé sur les indices de prix à la consommation harmonisés et calculés relativement à un panier de 35 autres pays industrialisés.

**Seuil** : -/+5% (-/+11% pour les pays ne faisant pas partie de la zone euro)

Le Luxembourg, bien qu'ayant perdu en compétitivité au cours de la dernière décennie, n'atteint pas le seuil d'alerte d'une progression de 5% sur 3 ans retenu par la Commission (dégradation de la compétitivité). Or, la BCL publie régulièrement<sup>13</sup> des indicateurs de compétitivité basés sur l'évolution des prix et coûts salariaux relatifs qui mettent en exergue une sensible perte de compétitivité de l'économie luxembourgeoise au cours de la dernière décennie. En vue de compléter les informations contenues dans le tableau de bord, un indicateur qui rendrait bien compte de cette dégradation pourrait être notamment la variation sur 10 ans du taux de change effectif réel. Toutefois, les données utilisées par les services de la Commission pour calculer cet indicateur sont incomplètes pour le Luxembourg.

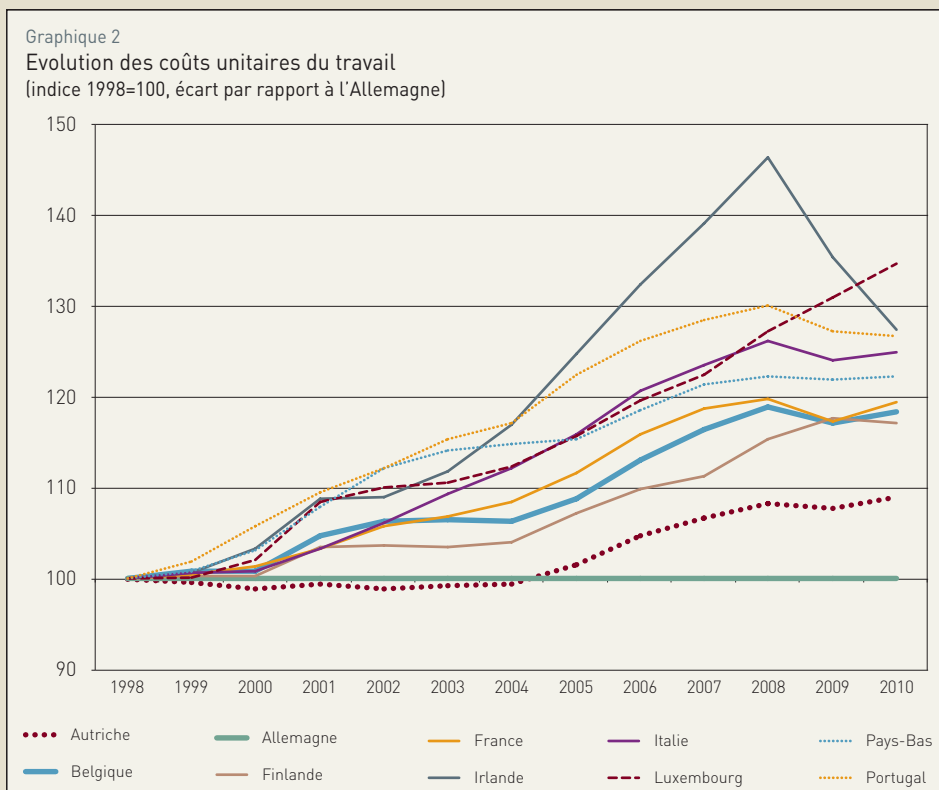
Par ailleurs, notons que l'indice des prix harmonisé (HICP) proposé pour calculer l'indicateur doit être interprété avec prudence en cas de mouvements prononcés du prix du pétrole, étant donné qu'il est influencé par les (importants) achats de carburants réalisés par les non résidents.

**La compétitivité-coûts** : variation sur trois ans (en%) des coûts salariaux unitaires (CSU).

**Seuil** : +9% pour les pays en zone euro et 12% pour les pays hors zone euro.

Le Luxembourg a largement dépassé le seuil calculé en 2009 et 2010 (avec un chiffre supérieur à 17%), mais ce n'était pas du tout le cas lors de la période allant de 2004 à 2007 alors qu'il est de notoriété publique qu'au cours de la dernière décennie les coûts unitaires du travail y ont augmenté plus vite que chez ses principaux partenaires, handicapant la compétitivité domestique. Afin de mieux rendre compte de cette perte de compétitivité, les écarts cumulés des CSU sur plus longue période, par exemple sur 10 ans, pourrait s'avérer être un bon complément d'information. Néanmoins, il apparaît que sur une si longue période les valeurs calculées pour l'économie luxembourgeoise n'atteignent en aucun cas le seuil déterminé sur base du critère habituel (3<sup>ème</sup> quartile). La raison en est toute simple : l'échantillon contient de nombreuses économies ayant connu un phénomène de rattrapage en termes nominaux au cours de la dernière décennie, en particulier celles

13 Voir Rapport Annuel 2010, pp. 16-20.



Sources : BCE, calculs BCL

**Le déséquilibre budgétaire** : dette publique brute (en% du PIB).

**Seuil** : 60% du PIB domestique.

Afin de respecter un des grands principes sous-jacents à l'établissement du tableau de bord (la parcimonie), nous jugeons que cet indicateur n'est pas des plus utiles dans ce contexte. En effet, le niveau de la dette publique fait déjà l'objet d'une attention accrue dans d'autres cadres de surveillance (EDP) et par ailleurs, les effets néfastes pour la stabilité d'une dette publique élevée transparaîtront en partie à travers la position extérieure nette de l'économie, qui fait partie des indicateurs retenus.

On peut par contre s'étonner de l'absence d'indicateurs de soutenabilité à terme des finances publiques dans l'actuelle version du tableau de bord. A cette aune, les finances publiques luxembourgeoises apparaissent sous un jour défavorable (voir le graphique 3 issu des projections de 2009 de l'Ageing Working Group).

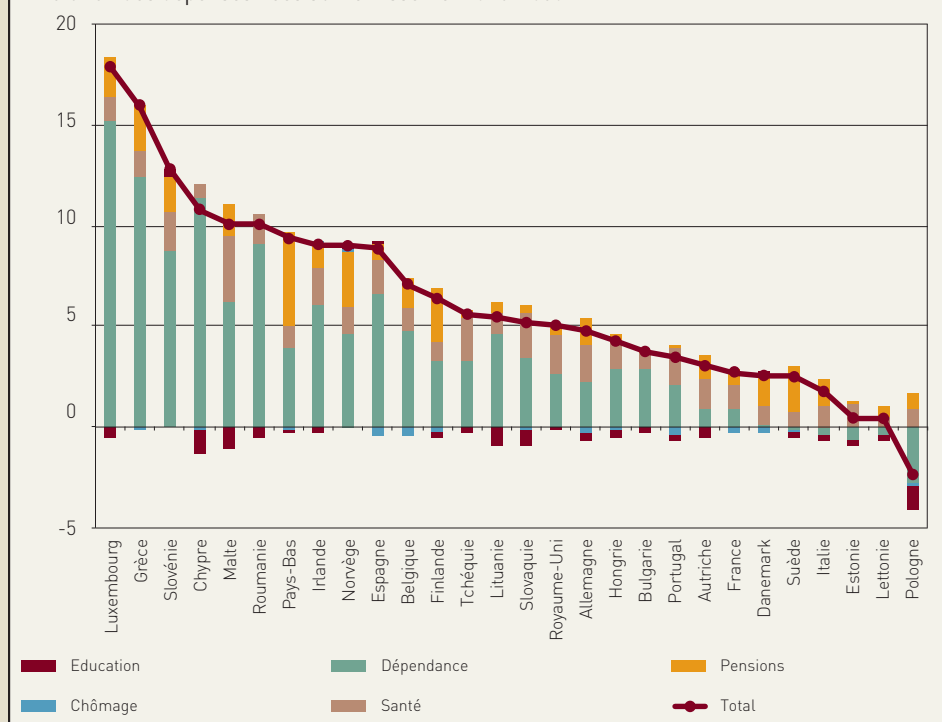
ayant adhéré le plus tardivement à l'Union européenne. Dès lors, la procédure la plus pertinente pour comparer l'évolution des coûts devrait être de ne considérer que les principaux pays de la zone euro, auquel cas la dégradation de la compétitivité domestique deviendrait très apparente. Ainsi, le graphique 2 permet de visualiser la dégradation de la compétitivité luxembourgeoise accumulée depuis 1998 par rapport à l'Allemagne. Il y apparaît clairement que l'économie luxembourgeoise est, parmi les économies faisant partie de l'Union monétaire depuis sa création, celle dont les coûts unitaires du travail ont globalement le plus dérivé.

**Le déséquilibre du secteur privé** : dette du secteur privé (% du PIB).

**Seuil** : 160% du PIB.

Cette variable se trouve à un niveau élevé au Luxembourg pour la raison suivante : certaines grandes entreprises industrielles réalisent au Luxembourg des opérations d'emprunts/prêts pour le groupe dont elles font partie et redistribuent les fonds ainsi récoltés à leurs filiales à travers le monde. Pour avoir un ratio qui correspond mieux aux activités réellement réalisées au Luxembourg, il faudrait pouvoir enlever ces opérations du total des engagements des sociétés non-financières, mais ce n'est pas possible actuellement en raison de sources d'information insuffisantes.

Graphique 3  
Evolution des dépenses liées au vieillissement d'ici 2060



Source : Ageing Working Group, 2009

**Le déséquilibre du secteur privé (bis)** : nouveaux crédits accordés au secteur privé (% du PIB).

**Seuil** : 15% du PIB.

Idem point 1).

**Le déséquilibre du marché immobilier** : taux de croissance annuel des prix immobiliers en termes réels (prix rapportés au déflateur de la consommation privée calculé par Eurostat).

**Seuil** : +6%.

La croissance des prix immobiliers a très souvent dépassé le seuil de 6% par le passé. Ce fut en particulier le cas lors de la dernière décennie, hormis pendant la phase de crise de 2008-2009. Cependant, la surface et la qualité des logements ne sont pas prises en compte par l'indice historique mesurant l'évolution des prix immobiliers<sup>14</sup>. Dans la mesure où les informations disponibles vont dans le sens d'une augmentation de la surface habitable et de la qualité des logements au cours des dernières années, cet indicateur pourrait surestimer la hausse des prix de l'immobilier au Luxembourg. Par ailleurs, des facteurs structurels peuvent expliquer une croissance plus élevée des prix que dans les autres pays européens, en particulier une plus forte croissance démographique (due en partie à l'immigration) dans un contexte de saturation relative de l'offre (manque d'espace, législation contraignante,...) et d'incitants fiscaux relativement conséquents pour l'achat d'un logement par emprunt hypothécaire.

14 Notons qu'un indice des prix immobiliers tenant compte de la surface et de la qualité des logements est publié régulièrement par le STATEC. Néanmoins, cet indice ne concerne que les appartements (et non les maisons) et le recul historique de la série demeure très limité puisque celle-ci ne commence qu'à partir de 2007.

**Le déséquilibre du marché du travail** : moyenne mobile du taux de chômage (définition Eurostat) calculée sur les trois dernières années.

**Seuil** : 10%.

Cette statistique n'est pas très pertinente pour l'économie luxembourgeoise, étant donné le biais induit par les entrées et sorties des nombreux travailleurs frontaliers du marché du travail domestique. Du point de vue de la compétitivité, il pourrait être préférable de surveiller le taux de chômage de longue durée (ou des travailleurs de plus de 50 ans/des travailleurs peu qualifiés), qui rend mieux compte des problèmes structurels sur le marché du travail. Selon les données de l'ADEM, le taux de chômage des personnes de plus de 50 ans tourne autour des 15% actuellement au Luxembourg. Toutefois, ces données ne sont pas comparables dans une perspective européenne, en raison de la disparité des concepts de chômage et de population active utilisés au sein de chaque état. Par ailleurs, les résultats des enquêtes sur les forces de travail réalisées de manière harmonisée au niveau européen sont très parcellaires pour le Luxembourg.

## INDICATEURS ALTERNATIFS

Dans cette section, nous illustrons les résultats de l'analyse d'indicateurs alternatifs qu'il nous semble important de tenir à l'œil lorsqu'il est question d'évaluer les risques d'instabilité macroéconomique. Le premier d'entre eux est illustré au tableau 2. Il s'agit de la part de marché à l'exportation des biens, qui fait partie des indicateurs additionnels déjà proposés par la Commission et a déjà été abordé ci-dessus. Les deux autres sont des indicateurs originaux qui méritent selon nous une attention particulière. Le premier concerne la balance extérieure des biens, ce qui permet de relativiser les bonnes performances commerciales de l'économie luxembourgeoise que semblent refléter les indicateurs privilégiés par la Commission. En effet, la valeur de cet indicateur est restée largement négative sur l'ensemble de la décennie écoulée, dépassant même à plusieurs reprises le seuil établi par les critères habituels (1<sup>er</sup> quartile dans ce cas). Ainsi, comme l'indique le tableau 3, le solde de la balance des biens évolue depuis 1995 dans une fourchette étroite comprise entre -8,2% et -12,2% du PIB, dépassant le seuil retenu de -10,9% chaque année de 1998 à 2001 ainsi qu'en 2005 et 2008. Le ratio atteint en 2010 (-10,2%) serait en outre très proche du seuil. Ces résultats mettent en évidence un phénomène de désindustrialisation de l'économie luxembourgeoise. Si l'effet de ce phénomène sur l'économie a jusqu'à présent été masqué par l'évolution très dynamique du secteur des services, il n'en demeure pas moins préoccupant.

Un autre indicateur permet également de relativiser l'avis de la Commission. Celle-ci considère en effet que le surplus important de la balance commerciale n'est pas inquiétant, dans la mesure où il ne fait que révéler la forte spécialisation de l'économie luxembourgeoise dans quelques secteurs d'activité phares, ce qui semble être une voie naturelle pour une économie de taille réduite. Il importe de nuancer quelque peu cette idée, en faisant remarquer qu'une concentration trop forte de l'activité économique dans un nombre limité de secteurs peut être une source potentielle d'instabilité macroéconomique dans le cas où l'un de ces secteurs venait à subir un choc idiosyncratique. Afin d'évaluer les différents pays européens à l'aune de ce critère, nous avons construit pour chacun d'entre eux un indice de Herfindahl, mesurant la concentration sectorielle de leur économie. Nous avons réalisé l'analyse en considérant la décomposition des activités économiques en six secteurs<sup>15</sup>, afin de pouvoir disposer d'une base de données complète et comparable pour l'ensemble des pays de l'Union européenne. L'analyse se concentre sur la dernière année pour laquelle les données sont entièrement disponibles (2009), sachant que la composition sectorielle des économies est relativement stable à court terme. La valeur de l'indice de Herfindahl est comprise entre l'unité (économie totalement concentrée, ne comptant qu'une seule branche) et la valeur de la fraction  $1/n$  (économie très diversifiée), où  $n$  représente le nombre de secteurs choisis pour calculer la concentration. Il apparaît clairement sur le graphique 4 ci-dessous que l'économie luxembourgeoise se démarque très fortement de la moyenne européenne, puisque la concentration sectorielle y est de loin la plus élevée, y compris par rapport à des pays tels que Malte et Chypre qui ont pourtant également une économie de taille réduite.

15 Ces six secteurs sont : l'agriculture ; l'industrie ; la construction ; les activités de commerce, d'hôtellerie et de transports ; les activités financières ; l'administration publique.



Tableau 2 :

**Parts de marché à l'exportation, biens**

variation sur 5 ans en% (1er quartile : -12,1%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Belgique	:	:	:	:	:	:	:	:	-11,3	-16,5	-17,2	-20,1
Bulgarie	-24,3	-27,5	-9,6	2,2	31,5	55,9	49,7	49,5	48,2	37,7	19,8	20,1
République tchèque	23,2	8,5	33,2	49,7	37,1	59,8	51,7	30,4	27,2	19,4	7,5	11,3
Danemark	-12,2	-20,8	-13,5	0,4	-1,3	-6,7	1,1	-8,6	-16,6	-17,3	-9,7	-20,6
Allemagne	-5,5	-15,9	-4,7	4,6	1,4	5,1	10,6	2,1	1,8	-6,6	-6,7	-9,1
Estonie	54,2	56,3	62,5	32,4	24,4	46,6	46,4	47,7	46,6	27,6	12,6	1,0
Irlande	51,2	33,1	38,2	32,8	5,2	-8,0	-14,4	-31,4	-37,3	-37,3	-21,1	-26,7
Grèce	20,3	38,6	53,6	33,2	38,0	14,7	5,9	-0,1	11,9	8,0	-0,9	-12,1
Espagne	14,2	-0,7	0,0	3,2	2,7	2,3	4,1	-4,3	-4,6	-16,3	-9,8	-11,8
France	-3,4	-14,4	-8,6	-6,5	-12,5	-11,8	-9,5	-16,1	-18,0	-22,2	-17,4	-19,3
Italie	-7,7	-16,5	-14,5	-7,9	-10,3	-6,9	-5,0	-13,2	-8,8	-15,0	-15,5	-17,5
Chypre	:	:	:	:	:	-26,7	-0,1	-27,3	-19,9	-12,0	-13,1	-33,5
Lettonie	38,5	22,2	32,7	20,4	15,3	40,5	59,4	39,9	48,8	40,3	25,7	14,3
Lituanie	16,4	20,5	25,5	24,3	40,7	84,2	78,4	47,1	31,2	43,8	29,2	20,5
Luxembourg	:	-19,1	-0,4	6,6	-6,6	-1,6	4,3	-6,9	-10,8	-9,3	-16,6	-22,3
Hongrie	151,3	80,1	91,7	53,7	51,0	34,6	31,4	20,1	22,9	15,2	5,6	1,4
Malte	:	2,2	-0,2	22,0	3,5	-15,8	-36,0	-26,1	-35,1	-42,5	-35,1	-18,2
Pays-Bas	2,4	-15,9	-8,5	-3,7	-1,4	0,0	2,9	-2,4	1,4	-7,3	-2,8	-5,4
Autriche	8,1	-10,3	0,5	7,5	0,3	6,6	13,5	1,8	1,5	-5,5	-10,4	-15,4
Pologne	:	:	:	:	:	94,2	64,5	43,4	43,2	36,2	26,4	17,6
Portugal	1,5	-16,9	-13,0	-4,5	-5,0	-5,0	-5,3	-8,2	-9,7	-18,9	-15,2	-13,5
Roumanie	:	:	23,3	42,5	55,1	72,7	63,5	45,7	34,6	30,6	25,7	22,1
Slovénie	-5,7	-15,8	-2,2	8,4	3,8	16,6	27,1	16,7	19,1	6,3	2,5	-8,0
Slovaquie	14,0	10,9	25,5	30,1	49,2	69,3	65,0	67,6	84,6	54,9	46,1	38,9
Finlande	5,3	-9,3	-7,8	-5,6	-11,6	-9,3	-12,5	-8,5	-7,4	-14,5	-24,7	-26,5
Suède	6,3	-10,0	-17,9	-14,2	-12,7	-10,1	-8,9	-3,9	-4,7	-16,0	-20,4	-16,6
Royaume-Uni	-2,8	-5,9	-8,8	-13,5	-17,4	-19,0	-17,0	-16,1	-27,6	-29,5	-25,4	-26,8

Tableau 3 :

**Balance des biens**

en% du PIB (1er quartile : -10,9%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Belgique	3,7	2,1	2,4	3,6	2,8	2,4	0,9	0,7	0,2	-3,2	-1,4	-1,0
Allemagne	3,3	3,0	4,7	6,3	6,0	6,9	7,0	6,9	8,2	7,3	5,7	6,4
Estonie	-14,4	-13,9	-12,4	-15,2	-15,8	-16,2	-13,9	-17,2	-16,4	-13,0	-4,0	-1,8
Irlande	24,3	25,8	25,8	27,0	23,1	20,9	17,3	14,0	10,4	13,2	20,2	23,4
Grèce	-12,8	-15,9	-14,8	-14,5	-13,1	-13,7	-14,3	-16,9	-18,6	-18,9	-13,3	-12,4
Espagne	-5,2	-6,4	-5,7	-5,0	-5,1	-6,4	-7,5	-8,4	-8,7	-7,9	-4,0	-4,5
France	1,4	-0,2	0,3	0,5	0,2	-0,2	-1,3	-1,7	-2,2	-3,1	-2,3	-2,8
Italie	1,9	0,9	1,4	1,1	0,7	0,6	0,0	-0,7	0,2	-0,1	0,1	-1,3
Chypre	-23,7	-28,5	-26,9	-27,5	-24,1	-25,8	-25,2	-27,2	-29,8	-32,4	-25,5	-26,9
Luxembourg	-12,2	-11,7	-12,2	-9,3	-10,2	-10,4	-11,1	-10,1	-9,3	-11,6	-8,7	-10,2
Malte	-14,7	-19,1	-14,1	-7,9	-12,6	-15,3	-18,8	-19,1	-18,1	-21,1	-17,6	-15,6
Pays-Bas	4,0	4,8	4,9	4,4	6,8	6,8	7,6	7,4	7,3	7,0	5,9	6,6
Autriche	-2,2	-2,1	-1,7	0,6	-0,7	-0,2	-0,4	0,1	0,5	-0,2	-0,9	-1,1
Portugal	-12,0	-12,9	-12,4	-10,5	-9,4	-10,9	-11,8	-11,4	-11,3	-13,4	-10,6	-10,5
Slovénie	-5,5	-5,6	-3,0	-1,1	-2,1	-3,7	-3,6	-3,7	-4,8	-7,1	-2,0	-3,4
Slovaquie	-5,4	-4,4	-10,1	-8,7	-1,9	-3,6	-5,0	-4,7	-1,2	-1,2	1,5	0,2
Finlande	9,1	11,1	9,8	9,1	7,5	6,4	4,7	5,2	5,1	3,5	1,7	1,7
Bulgarie	-8,1	-9,1	-11,5	-11,1	-13,2	-14,5	-19,0	-21,0	-23,5	-24,3	-11,9	-7,7
République tchèque	-3,1	-5,3	-4,8	-2,8	-2,6	-0,5	1,6	1,8	1,3	0,7	2,3	1,4
Danemark	3,9	4,2	4,7	4,7	4,7	3,7	2,8	1,1	0,1	0,2	2,5	2,8
Lettonie	-14,0	-13,5	-16,3	-15,9	-17,9	-20,3	-19,1	-25,7	-24,0	-17,8	-7,1	-7,1
Lituanie	-12,8	-9,6	-9,1	-9,3	-9,0	-10,5	-11,3	-13,8	-14,9	-12,9	-3,2	-4,6
Hongrie	-4,5	-6,3	-4,2	-3,1	-3,9	-3,5	-2,5	-2,8	-0,7	-1,1	2,6	3,3
Pologne	-8,6	-7,2	-4,0	-3,7	-2,6	-2,4	-1,0	-2,1	-4,4	-5,8	-1,7	-2,5
Roumanie	-3,6	-4,7	-7,4	-5,7	-7,6	-8,7	-9,8	-12,0	-14,3	-13,6	-5,8	-4,8
Suède	6,5	6,5	7,1	6,2	5,9	6,3	5,3	5,4	3,8	3,2	3,3	2,4
Royaume-Uni	-3,1	-3,4	-4,0	-4,4	-4,3	-5,1	-5,5	-5,8	-6,4	-6,6	-5,9	-6,7

## CONCLUSION

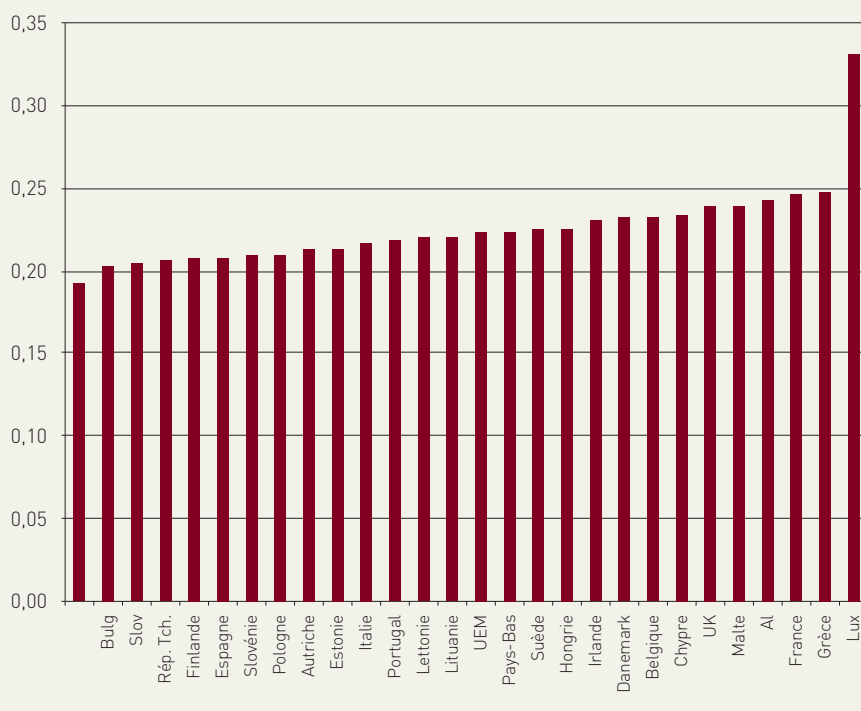
Cet encadré visait à présenter les résultats de la toute première publication du tableau de bord réalisé par la Commission, dans le cadre de la procédure de surveillance des déséquilibres macroéconomique récemment mise en place au sein de l'Union européenne. Cette initiative constitue sans aucun doute un pas dans la bonne direction, favorisant à l'avenir la détection plus précoce et plus efficace des déséquilibres.

La procédure repose sur l'inspection, à intervalle régulier, d'une liste d'indicateurs dont le choix doit être guidé par le principe de parcimonie. Comme l'indique la Commission elle-même, cette liste est évolutive. C'est dans cette perspective que l'encadré a procédé à une évaluation des indicateurs retenus, tout en proposant des indicateurs additionnels également jugés pertinents.

Parmi les conclusions les plus saillantes, on peut mentionner le fait que les indicateurs de compétitivité (prix et coûts) doivent être analysés dans une optique de plus longue période que ce qui est proposé par la Commission dans le cadre du tableau de bord.

Par ailleurs, divers indicateurs alternatifs ont été analysés : la balance des biens, l'évolution de la part de marché à l'exportation des biens, la soutenabilité à terme des finances publiques et l'indice de concentration des activités. A cette aune, certaines vulnérabilités potentielles de l'économie luxembourgeoise sont clairement identifiables. Elles méritent d'être surveillées de près dans le but de prévenir tout dérapage macroéconomique, qui pourrait rapidement déclencher un « cercle vicieux » dans le cadre d'une économie très ouverte et relativement peu diversifiée.

Graphique 4  
Indicateur de concentration : Indice de Herfindahl



Sources : Eurostat, calculs BCL

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

En écho à l'essoufflement graduel de l'activité économique, les plus récentes informations laissent présager un retournement de tendance sur le marché du travail. Selon les plus récentes données disponibles, l'emploi salarié et l'emploi total auraient progressé de respectivement 2,7% et 2,6% en moyenne en glissement annuel au cours du dernier trimestre 2011, en légère décélération par rapport aux deux trimestres précédents. Les plus récentes estimations relatives au mois de janvier 2012 témoignent d'une progression annuelle de l'emploi salarié de 2,9% en glissement annuel.

Tableau 7

**Croissance annuelle (en%) de l'emploi\* et taux de chômage (en% de la population active)**  
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)

	Salariés résidents sortants	Salariés frontaliers entrants	Emploi salarié national	Emploi salarié intérieur	Emploi non-salarié national	Emploi non-salarié intérieur	Emploi total national	Emploi total intérieur	De-mandes d'emploi non satisfaites (DENS)	Popula-tion active	Taux de chômage «strict» désaisonnalisé	Taux de chômage «strict» non ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chô-mage large non ajusté pour les variations saisonnières
2008	2,5	7,3	3,1	4,9	2,4	2,3	3,0	4,8	2,4	3,0	4,2	4,2	5,5
2009	2,3	0,9	1,3	1,0	0,0	0,0	1,2	1,0	34,7	2,5	5,5	5,4	6,8
2010	0,4	1,9	1,6	1,8	2,5	2,4	1,7	1,8	8,7	2,0	5,8	5,8	7,4
2011	0,4	3,2	2,3	2,8	2,1	2,0	2,3	2,7	-0,3	2,2	5,7	5,7	7,4
2008 T2	3,3	7,7	3,2	5,1	2,5	2,4	3,1	5,0	-0,2	3,0	4,1	3,9	5,3
2008 T3	1,8	7,4	3,0	5,0	2,6	2,5	3,0	4,8	3,9	3,0	4,2	4,0	5,3
2008 T4	0,3	6,0	2,6	4,1	2,1	2,0	2,5	4,0	11,2	2,9	4,4	4,5	5,8
2009T1	2,4	3,3	1,8	2,4	-0,0	-0,0	1,6	2,3	30,1	2,6	5,4	5,2	6,6
2009T2	2,4	1,3	1,3	1,3	0,1	0,1	1,2	1,2	37,0	2,6	5,4	5,2	6,6
2009T3	2,3	-0,5	1,0	0,3	-0,1	-0,1	0,9	0,3	38,5	2,4	5,6	5,4	6,8
2009T4	2,3	-0,8	1,0	0,2	0,0	0,0	0,9	0,2	33,4	2,4	5,8	5,9	7,3
2010T1	1,1	0,5	1,2	0,8	2,5	2,4	1,3	0,9	16,7	2,1	5,7	6,1	7,6
2010T2	0,7	1,8	1,6	1,7	2,2	2,1	1,7	1,8	8,2	2,0	5,8	5,5	7,2
2010T3	0,2	2,5	1,9	2,2	2,7	2,6	1,9	2,2	5,6	2,1	5,8	5,6	7,2
2010T4	-0,3	3,0	1,7	2,3	2,8	2,7	1,8	2,4	4,4	2,0	5,9	6,0	7,7
2011T1	0,4	2,9	1,9	2,4	2,3	2,2	2,0	2,4	-1,7	1,7	5,5	5,9	7,7
2011T2	0,4	3,4	2,5	3,0	2,4	2,4	2,5	2,9	-1,2	2,3	5,6	5,3	7,1
2011 T3	0,4	3,4	2,4	2,9	2,0	2,0	2,4	2,9	2,4	2,4	5,8	5,6	7,3
2011 T4	0,4	2,9	2,4	2,7	1,7	1,6	2,3	2,6	-0,5	2,2	5,8	5,9	7,6
jan.-11	0,4	2,7	1,5	2,1	2,0	2,0	1,6	2,1	0,2	1,5	5,6	6,1	7,8
fév.-11	0,4	2,9	1,9	2,4	2,2	2,1	2,0	2,4	-2,7	1,7	5,5	5,9	7,7
mars-11	0,4	3,3	2,4	2,8	2,6	2,5	2,4	2,8	-2,7	2,1	5,5	5,6	7,4
avr.-11	0,4	3,2	2,5	2,9	2,4	2,4	2,5	2,9	-2,0	2,3	5,5	5,4	7,3
mai-11	0,4	3,5	2,5	3,0	2,6	2,5	2,5	3,0	0,1	2,4	5,6	5,3	7,1
juin-11	0,4	3,5	2,5	3,0	2,3	2,2	2,5	2,9	-1,9	2,2	5,6	5,2	7,0
juil.-11	0,4	3,5	2,5	3,0	1,9	1,9	2,4	2,9	3,5	2,5	5,8	5,6	7,3
août-11	0,4	3,4	2,5	3,0	2,0	2,0	2,5	2,9	2,4	2,5	5,8	5,6	7,3
sep.-11	0,4	3,4	2,3	2,8	2,1	2,0	2,3	2,8	1,2	2,2	5,7	5,6	7,3
oct.-11	0,4	2,5	2,1	2,4	1,8	1,7	2,1	2,3	-1,1	1,9	5,7	5,7	7,4
nov.-11	0,4	3,4	2,7	3,0	1,6	1,5	2,6	3,0	-2,6	2,3	5,7	5,7	7,5
déc.-11	0,4	2,9	2,4	2,7	1,6	1,5	2,4	2,6	2,3	2,4	5,9	6,2	7,9
jan.-12	0,4	2,8	2,8	2,9	2,3	2,2	2,7	2,8	8,4	3,1	5,9	6,4	8,2

Remarque: Les données relatives aux mois de novembre et décembre 2011 ainsi que janvier 2012 sont des estimations / projections.

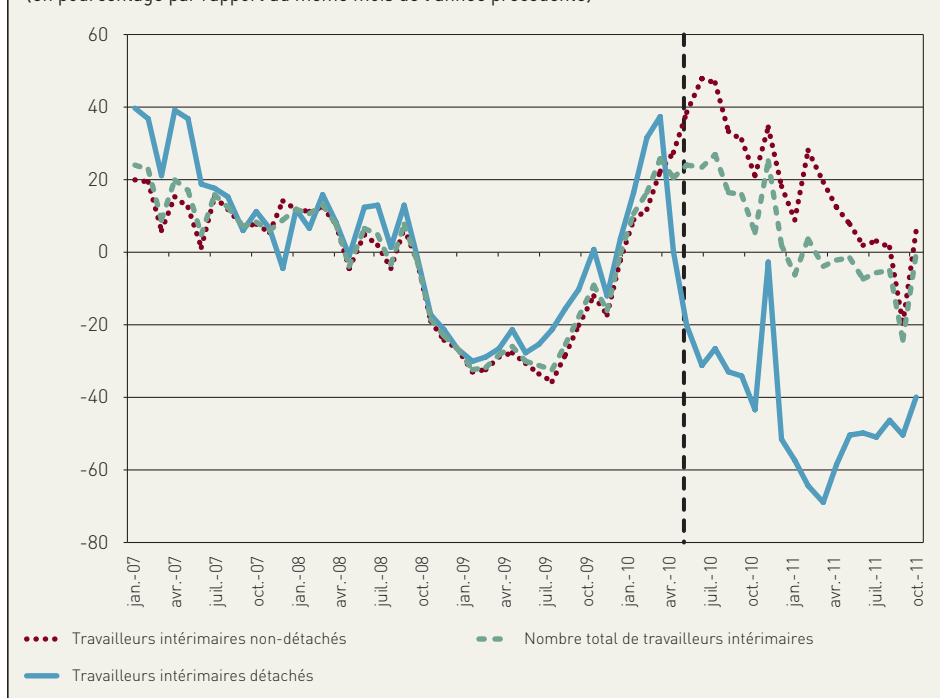
Sources : ADEM, IGSS, STATEC (comptes nationaux) et calculs BCL

16 Il convient de noter qu'en février 2012 le STATEC et l'ADEM ont introduit des changements d'ordre méthodologique au niveau des définitions de l'emploi et des demandeurs d'emploi. Les données relatives aux années antérieures à 2012 ont été ajustées de sorte que, sauf indication contraire, les statistiques analysées dans la présente partie n'incluent aucune rupture de série. Pour plus de détails sur les changements méthodologiques introduits, il convient de se référer à l'encadré présent à la fin de cette section.

Les premiers signes de l'essoufflement conjoncturel sont également perceptibles du côté du travail intérimaire. Après avoir fortement rebondi dans le sillage de la reprise économique, la croissance de l'emploi intérimaire semble avoir emprunté une trajectoire descendante depuis la mi-2010 et surtout depuis avril 2011. Le nombre de travailleurs intérimaires s'est en moyenne établi à 6 472 par mois au cours des onze premiers mois de 2011, soit une baisse de 5,0% par rapport à la même période de l'année précédente. Cette évolution négative doit néanmoins être nuancée, étant donné qu'elle reflète en partie les effets induits par une réglementation européenne entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> mai 2010, qui a provoqué une rupture de série<sup>17</sup>. Ce règlement européen prévoit que les salariés non-résidents d'entreprises résidentes sont affiliés à la sécurité sociale de leur pays de résidence en cas d'exercice d'une « activité substantielle » dans leur pays de résidence. Concrètement, ce règlement s'applique à tout salarié détaché à plus de 25% (exprimés en termes de temps de travail et/ou de rémunération) dans son pays de résidence.

Bien que ce changement de nature juridique induise mécaniquement un effet baissier sur l'emploi intérimaire, il n'explique pas à lui seul le renversement de tendance observé au cours des derniers mois. De fait, même après avoir neutralisé cet impact, la croissance annuelle de l'emploi intérimaire est en nette décélération depuis la mi-2010<sup>18</sup> tout en continuant d'évoluer à des niveaux supérieurs à ceux enregistrés en 2010. La très forte baisse enregistrée au mois d'octobre doit être relativisée étant donné qu'elle est (en partie du moins) liée à des effets calendaires<sup>19</sup>. Les plus récentes données disponibles relatives au mois de novembre 2011 font état d'une légère baisse du nombre d'intérimaires de -0,2% en glissement annuel. Globalement, en tant que facteur d'ajustement (face à une incertitude persistante), le moindre recours au travail intérimaire peut vraisemblablement s'interpréter comme un signe précurseur, susceptible d'annoncer un revirement de tendance sur le marché du travail au cours des mois à venir.

Graphique 12  
Evolution de l'emploi intérimaire  
(en pourcentage par rapport au même mois de l'année précédente)



Sources : IGSS, calculs BCL

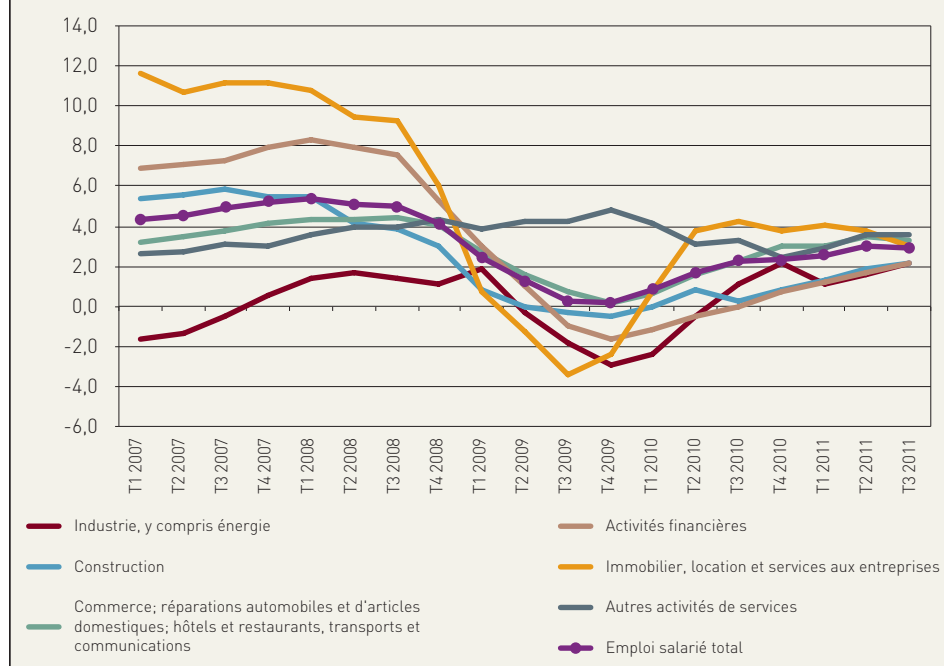
17 Il s'agit du règlement européen (CE) n°883/2004 du 29 avril 2004 ainsi que de ses règlements d'exécution, portant sur la coordination des systèmes de sécurité sociale des États membres de l'Union Européenne.

18 Il convient de noter qu'avant l'entrée en vigueur de la réglementation européenne, en moyenne, 23% des travailleurs intérimaires étaient des travailleurs détachés. Suite à l'entrée en vigueur du nouveau règlement européen, cette proportion a baissé à environ 13% en moyenne (sur la période allant de mai 2010 à octobre 2011).

19 De fait, beaucoup de contrats de travail intérimaire ont tendance à prendre fin le dernier jour ouvré du mois (soit le 31 octobre 2011 dans le présent contexte). Or, en raison du 1<sup>er</sup> novembre (tombé un mardi l'année dernière), beaucoup de contrats ont pris fin le 28 octobre 2011 (le dernier vendredi du mois d'octobre 2011). Par conséquent, au dernier jour ouvré du mois (jour de référence pour l'extraction des données de l'IGSS), un certain nombre d'intérimaires n'étaient plus inscrits en tant que tels dans les fichiers de la sécurité sociale, influençant mécaniquement l'emploi intérimaire à la baisse.

Graphique 13

Evolution de l'emploi salarié par branche économique  
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)



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

Sources : STATEC, calculs BCL

[avec respectivement 2,2%]. Cette évolution a priori positive doit néanmoins être nuancée. Au troisième trimestre 2011, l'emploi salarié total n'a progressé que de 0,2% par rapport au trimestre précédent. Bien que les mois d'été soient en général caractérisés par une croissance plus faible de l'emploi (en raison d'effets saisonniers), la progression trimestrielle enregistrée au troisième trimestre 2011 est largement inférieure à sa moyenne historique<sup>21</sup>. La ventilation sectorielle de l'emploi montre que les plus fortes progressions trimestrielles ont été enregistrées du côté de l'industrie (0,8%), du secteur financier (0,5%) ainsi que du secteur commercial au sens large. L'emploi a stagné dans les branches économiques restantes et a même légèrement diminué dans le secteur « immobilier, location et services aux entreprises ».

Par ailleurs, après s'être continuellement améliorées jusqu'en début d'année 2011, les offres d'emploi non satisfaites (OENS) se sont repositionnées sur une trajectoire descendante à partir de mai 2011, tout en évoluant à des niveaux historiquement élevés<sup>22</sup>. Selon les plus récentes données disponibles, en janvier 2012 les stocks d'offres d'emploi se sont redressés après deux mois consécutifs de baisse (en glissement annuel). Cette augmentation est essentiellement imputable à une progression favorable du nombre de postes vacants déclarés par les entreprises auprès de l'ADEM au cours du mois de janvier 2012 (soit 2 527 nouveaux postes). Cette récente évolution positive doit néanmoins être interprétée avec prudence étant

20 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 ».

21 Sur la période allant de 1995 à 2010, l'emploi salarié a en moyenne progressé de 0,7% au cours du troisième trimestre de chaque année.

22 Sur la période allant de janvier 1998 à septembre 2008, 1 448 offres d'emploi non satisfaites étaient enregistrées en moyenne par mois à l'ADEM.

Au niveau sectoriel, selon la comptabilité nationale trimestrielle, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est établie à 2,9% au troisième trimestre 2011, en quasi-stabilisation par rapport au trimestre précédent (3,0%). La croissance de l'emploi trouve essentiellement son origine dans le secteur « autres activités de services » et le secteur commercial<sup>20</sup>, où l'emploi a progressé de respectivement 3,5% et 3,3% en glissement annuel au cours du trimestre sous revue. Par ailleurs, bien que l'emploi continue à croître de façon relativement dynamique dans le secteur « immobilier, location et services aux entreprises » (3,0% au troisième trimestre en glissement annuel), on constate un certain ralentissement depuis la fin 2010. Parallèlement, l'emploi continue d'évoluer positivement dans la construction (+2,1%) ainsi que l'industrie et le secteur financier

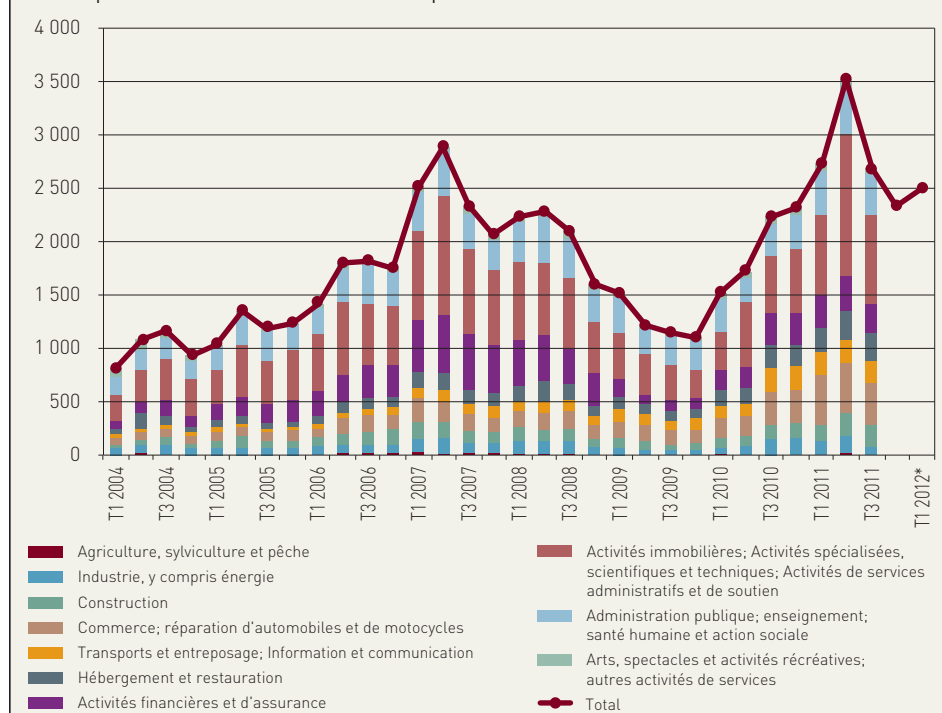
donné qu'elle est en partie liée à des effets saisonniers. Au niveau sectoriel, les données relatives au troisième trimestre 2011 révèlent que les offres d'emplois proviennent essentiellement de la branche « activités immobilières ; activités spécialisées, scientifiques et techniques » (30,9%) et en particulier des services aux entreprises. Les postes vacants résiduels trouvent leur origine principalement dans le secteur commercial (15,0%), le secteur public au sens large (incluant l'administration publique, l'éducation et le secteur de la santé) ; (14,1%), le secteur de l'hôtellerie et de la restauration (10,4%) ainsi que les « activités financières et d'assurance » (9,9%).

### 1.2.2.2 Le chômage

Sur le front du chômage, la tendance favorable semble s'être renversée. De fait, selon les plus récentes données disponibles, le taux de chômage « strict » ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 5,9% en janvier 2012, stable par rapport au mois précédent mais en hausse de 0,3 p.p. par rapport au même mois de l'année 2011. Le nombre de demandeurs d'emploi disponibles (ajusté pour les variations saisonnières) s'est établi à 14 254 au mois de janvier 2012, en hausse de 0,7% par rapport au mois précédent et de 9,0% par rapport à janvier 2011. Par ailleurs, le taux de chômage « strict » non-ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 6,4% en début d'année 2012.

Par ailleurs, on remarque une légère recrudescence du nombre de chômeurs en fin d'année 2011 et notamment au mois de décembre. De fait, le nombre de chômeurs a progressé de 9,0%, soit l'équivalent de plus de 1200 personnes entre novembre et décembre 2011. Cette évolution défavorable témoigne de la détérioration de la situation de fond.

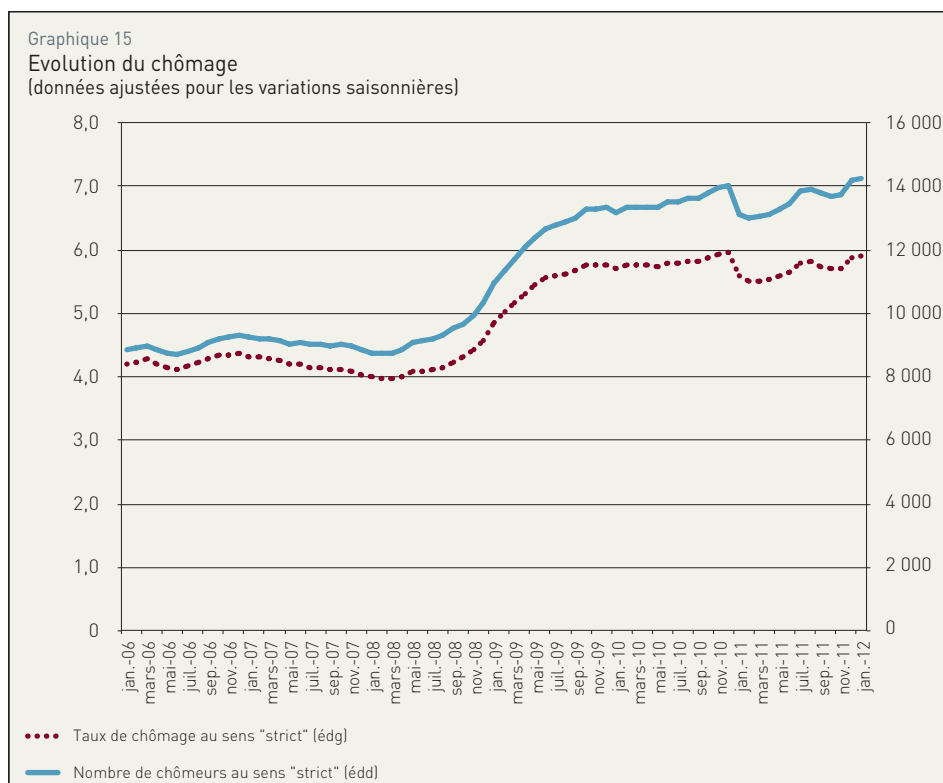
Graphique 14  
Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites



*Remarque : Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2.*

*\* Les données relatives au premier trimestre 2012 incluent uniquement le stock de postes vacants pour le mois de janvier 2012. Par ailleurs, la décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne le quatrième trimestre 2011 (et le premier trimestre 2012).*

Sources : Eurostat, ADEM, calculs BCL



Sources : ADEM, IGSS, Statec

Plusieurs facteurs sont susceptibles de contribuer à expliquer (en partie) la sensible progression du chômage fin 2011. Tout d'abord, les fins d'années et notamment les mois de décembre sont en général caractérisés par une baisse significative de l'ensemble des composantes de l'emploi (notamment l'emploi frontalier) et une hausse concomitante du chômage. Cet état de fait s'explique en particulier par la diminution saisonnière de l'emploi intérimaire en fin d'année. Par ailleurs, le nombre de personnes affectées à une mesure pour l'emploi a également tendance à diminuer légèrement au mois de décembre. Nonobstant cela, la hausse du chômage enregistrée en décembre 2011 va bien au-delà de ces effets d'ordre purement saisonnier. De fait, après neutralisation des effets saisonniers, le nombre de demandeurs d'emploi disponibles a progressé de 3,2%, soit l'équivalent de plus de 440 personnes entre novembre et décembre 2011. La hausse mensuelle du nombre de chômeurs enregistrée en décembre 2011 est de loin supérieure à la moyenne historique<sup>23</sup>. Deux facteurs principaux expliqueraient cette augmentation exceptionnelle : d'une part, au cours des derniers mois, de plus en plus de travailleurs intérimaires dont le contrat de travail arrive à échéance retournent s'inscrire auprès de l'ADEM faute de recevoir un contrat de travail fixe de la part des entreprises. D'autre part, les flux nets de sortie du chômage ont fortement diminué en fin d'année 2011, probablement en raison d'une baisse du nombre de placements de l'ADEM et/ou une baisse du nombre de demandeurs d'emploi qui ont quitté le chômage. L'analyse des flux mensuels de personnes nouvellement inscrites auprès de l'ADEM semble corroborer cette explication. De fait, le nombre de personnes qui se sont inscrites au mois de décembre 2011 est quasiment stable par rapport au mois précédent et par rapport au même mois de l'année 2010. En outre, l'analyse de la ventilation des demandeurs d'emploi par durée d'inscription montre clairement une baisse du nombre de chômeurs de très courte durée (inférieure à un mois) et une hausse de l'ensemble des autres composantes.

Les plus récentes données relatives au mois de janvier 2012 témoignent d'une forte hausse des flux de personnes qui se sont inscrites auprès de l'ADEM au cours du mois (de près de 20%, soit environ 400 personnes de plus que lors du même mois de 2011)<sup>24</sup>.

23 Plus en détail, sur la période allant de 2000 à 2010, le nombre de chômeurs a en moyenne augmenté de 0,5% en glissement mensuel (soit l'équivalent de près de 50 personnes) au mois de décembre de chaque année.

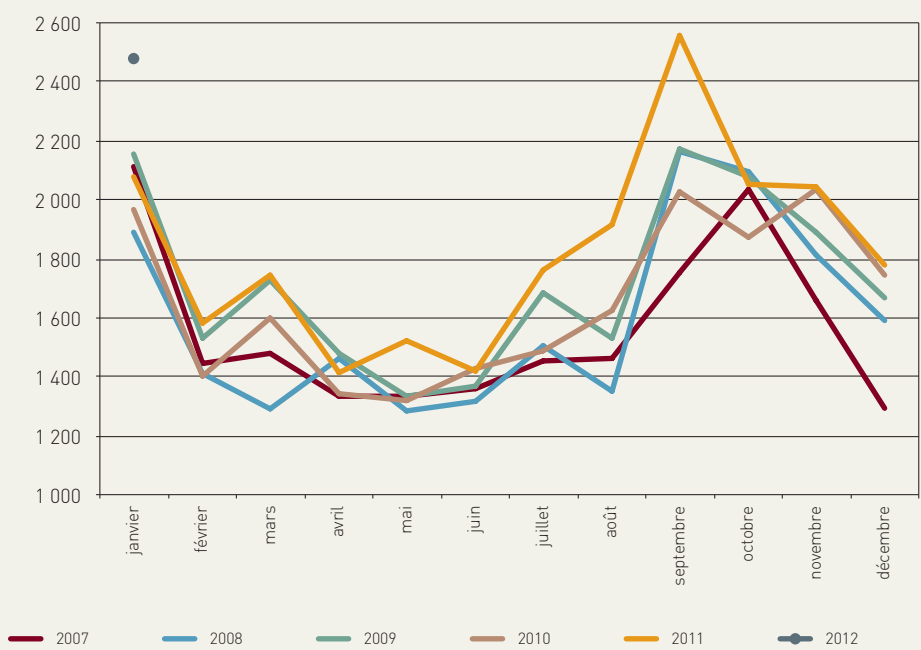
24 La rupture de série intervenue en janvier 2012 n'a pas d'effets significatifs sur les chiffres et aucune incidence sur les conclusions de cette analyse. A titre d'exemple, la différence entre les flux mensuels établis selon l'ancienne méthodologie et ceux établis selon la nouvelle méthodologie correspond en moyenne à 10 personnes par mois en 2011.



Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi s'est établi à 4 290 en janvier 2012, en hausse de 4,2% par rapport au même mois de l'année précédente. En outre, le taux de chômage au sens « large » non-ajusté pour les variations saisonnières a atteint 8,2% en début d'année courante, en hausse de 0,4 p.p. par rapport à janvier 2011.

Les premiers effets du ralentissement économique sont également perceptibles du côté du chômage partiel. En effet, le nombre de demandes introduites par les entreprises et le nombre de salariés potentiellement concernés par du chômage partiel se sont repositionnés sur une trajectoire ascendante depuis l'automne 2011. Selon les plus récentes données disponibles, le nombre de demandes d'autorisations introduites s'est établi à 37 pour le mois de mars 2012 (dont 36 ont été avisées favorablement par le Comité de conjoncture). Le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 2 974 au mois de mars de l'année courante, ce qui dénote une relative stabilité par rapport aux deux mois précédents. Toutefois, en comparaison avec le même mois de 2011, le nombre de salariés potentiellement en chômage partiel a pratiquement triplé. L'évolution défavorable du chômage partiel témoigne du regain de pessimisme de la part des entreprises. Globalement, les données disponibles à ce jour ne permettent pas de tirer de fortes conclusions sur l'évolution effective du chômage partiel. Néanmoins, l'analyse des données (provisoires) relatives au nombre de salariés effectivement touchés par le chômage partiel indique une

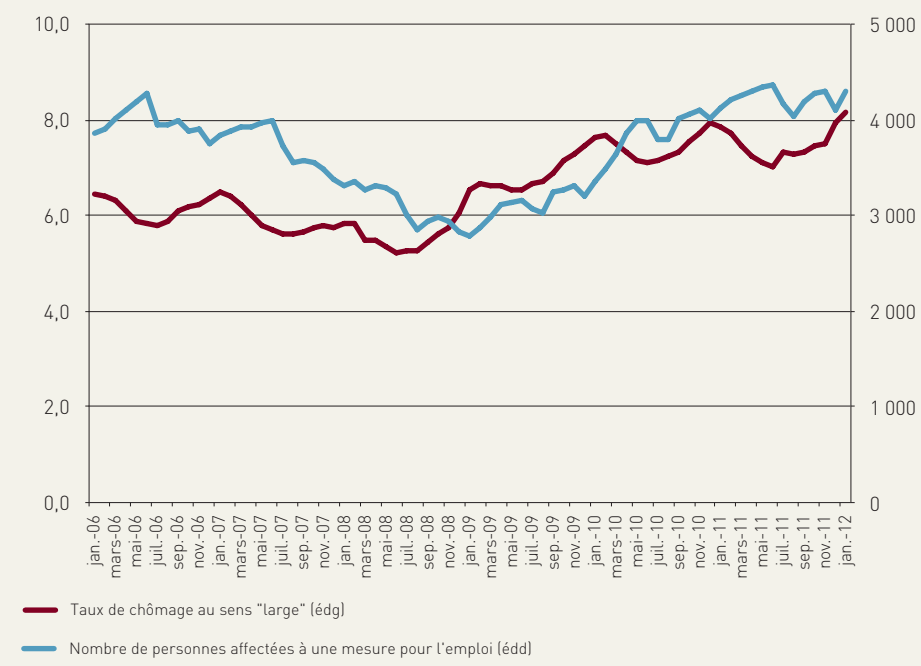
Graphique 16  
Nombre de personnes qui se sont inscrites auprès des bureaux de placement au cours du mois



Remarque : Les données historiques relatives aux années antérieures à 2012 sont établies selon l'ancienne méthodologie de sorte qu'il y a une rupture de série en janvier 2012.

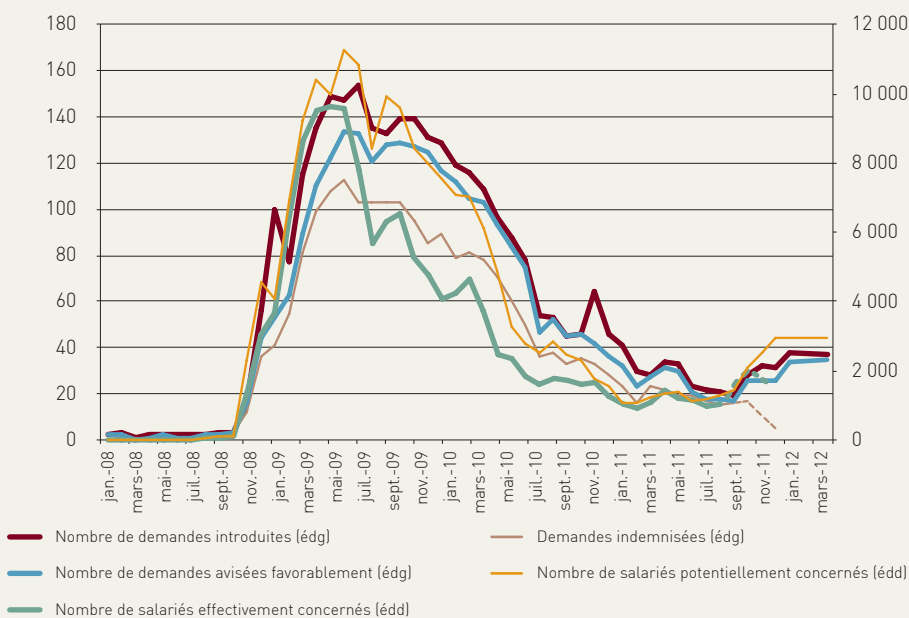
Sources : ADEM, calculs BCL

Graphique 17  
Nombre de personnes affectées à une mesure pour l'emploi  
(données non ajustées pour les variations saisonnières)



Source : ADEM

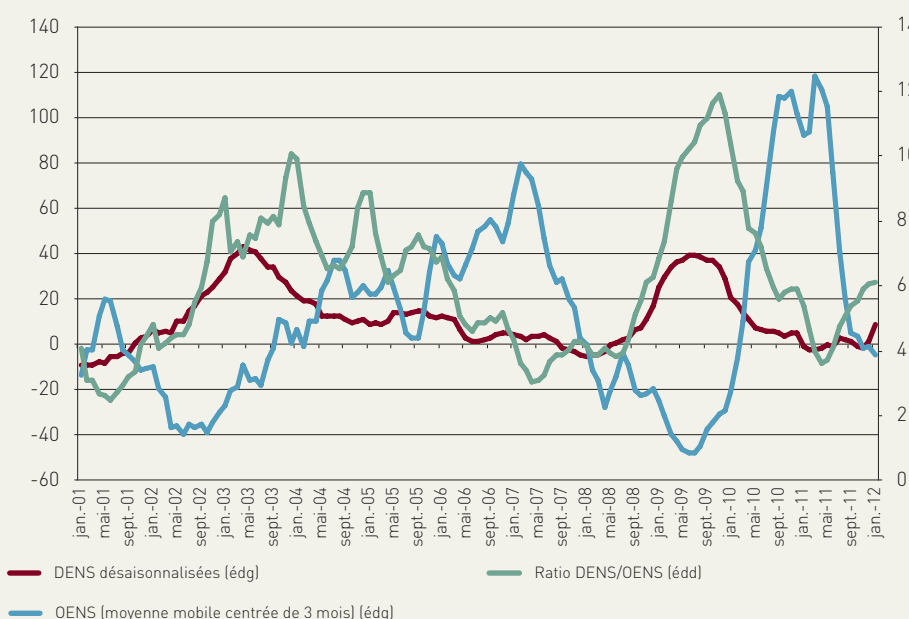
Graphique 18  
Evolution du chômage partiel  
(en nombre)



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

Source : Comité de conjoncture

Graphique 19  
Evolution des demandes et offres d'emploi non satisfaites  
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)



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

Sources : Adem, Statec, calculs BCL

recrudescence effective de ce dernier depuis le mois de septembre 2011.

La ventilation sectorielle des demandes de chômage partiel révèle qu'en mars 2012, ces demandes proviennent essentiellement du secteur industriel et dans une moindre mesure du secteur « Transports et entreposage » et du secteur de la construction (travaux spécialisés). On constate par ailleurs que la recrudescence du nombre de demandes observée au cours des derniers mois est quasi-exclusivement imputable au secteur de l'industrie.

Le ratio entre demandes d'emploi non satisfaites (DENS) et offres d'emploi non satisfaites (OENS) s'est quant à lui fortement détérioré au cours des derniers mois. Bien que le nombre de DENS continue d'évoluer à des niveaux historiquement élevés et que le chômage soit globalement positionné sur une pente ascendante, la détérioration du ratio entre DENS et OENS est essentiellement imputable à la forte baisse enregistrée du côté des offres d'emploi postées par les entreprises auprès de l'ADEM.

En conclusion, l'évolution récente du marché du travail luxembourgeois se caractérise par une stabilisation voire même une légère décélération de la croissance de l'emploi et une tendance ascendante du nombre de chômeurs. Par ailleurs, la baisse du nombre d'offres postées par les entreprises auprès de l'ADEM et le moindre recours au travail intérimaire témoignent de la dégradation des perspectives économiques. Dans une perspective à moyen et long terme, il est à craindre que la

hausse du chômage enregistrée depuis la crise vienne alimenter le chômage structurel. La dégradation du chômage de longue durée témoigne des difficultés rencontrées par les chômeurs (essentiellement les chômeurs âgés et moins qualifiés) à réintégrer le marché du travail. L'évolution conjoncturelle récente et les perspectives économiques moroses ne sont guère de bon augure pour le marché du travail luxembourgeois au cours des mois à venir.

Encadré 2

## NOUVELLE MÉTHODOLOGIE STATISTIQUE POUR L'ÉTABLISSEMENT DU BULLETIN MENSUEL DE L'EMPLOI DE L'ADEM : PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES ET IMPLICATIONS

### CONTEXTE DE LA RÉFORME ET RAISONS SOUS-JACENTES À LA RÉVISION DE LA DÉFINITION DU CONCEPT DE « DEMANDEUR D'EMPLOI »

En janvier 2012<sup>25</sup>, des modifications d'ordre méthodologique ont été apportées aux statistiques mensuelles publiées par l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM). Ces modifications s'inscrivent dans le cadre de la réforme de l'ADEM et se concentrent essentiellement sur le processus de production et de publication statistiques. A cet effet, un groupe de réflexion constitué par l'ADEM, la BCL et le STATEC a été créé afin d'améliorer la forme et le fond des données publiées par l'ADEM. La récente crise n'a pas épargné le marché du travail luxembourgeois et n'a fait qu'exacerber la nécessité de données statistiques fiables - condition sine qua non à une analyse rigoureuse et pertinente de l'évolution du chômage au Luxembourg. Le principe directeur des modifications méthodologiques introduites est de renforcer le respect des règles et normes internationales en vigueur en matière de statistiques sur le marché du travail. Il convient toutefois de rappeler que l'ADEM a comme principales missions (entre autres) l'orientation et l'intégration professionnelle des demandeurs d'emploi et la prévention / résorption du chômage. De par ses statuts, l'ADEM n'a pas une vocation statistique et collecte des données à des fins administratives. Par conséquent, d'importantes divergences existaient entre le concept de « demandeur d'emploi » au sens de l'ADEM et celui utilisé dans le cadre de l'Enquête sur les Forces de Travail (EFT) dans l'Union européenne, qui se base sur la définition préconisée par le Bureau International du Travail (BIT)<sup>26</sup>.

Jusqu'en décembre 2011, était considéré comme demandeur d'emploi au sens de l'ADEM toute « personne sans emploi, résidente sur le territoire national, disponible pour le marché du travail, à la recherche d'un emploi approprié, non affectée à une mesure pour l'emploi, indemnisée ou non indemnisée et ayant respecté les obligations de suivi de l'ADEM ». Cette définition exclut les demandeurs d'emploi bénéficiaires d'une mesure de soutien à l'emploi et inclut les salariés handicapés et les salariés à capacité réduite.<sup>27</sup> A l'inverse, est considérée comme chômeur au sens du BIT, toute personne âgée de 15 à 74 qui était:

1. sans emploi pendant la semaine de référence (exclut toute personne ayant travaillé ne serait-ce qu'une heure) ;
2. disponible pour travailler endéans un délai de deux semaines suivant la semaine de référence ;
3. activement à la recherche d'un travail, « c'est-à-dire qui avait entrepris des démarches spécifiques en vue de trouver un emploi salarié ou non salarié pendant une période de quatre semaines se terminant à la fin de la semaine de référence, ou qui avait trouvé un travail et l'entamerait dans une période de trois mois au maximum ». Concrètement les démarches spécifiques incluent les prises de contact avec un bureau de placement public ou une agence privée dans

25 Concrètement, ces changements méthodologiques sont entrés en vigueur fin février 2012 et s'appliquent aux données du mois de janvier 2012.

26 Cette définition est conforme au Règlement (CE) No 1897/2000 de la Commission du 7 septembre 2000 portant application du règlement (CE) no 577/98 du Conseil relatif à l'organisation d'une enquête par sondage sur les forces de travail dans la Communauté en ce qui concerne la définition opérationnelle du chômage.

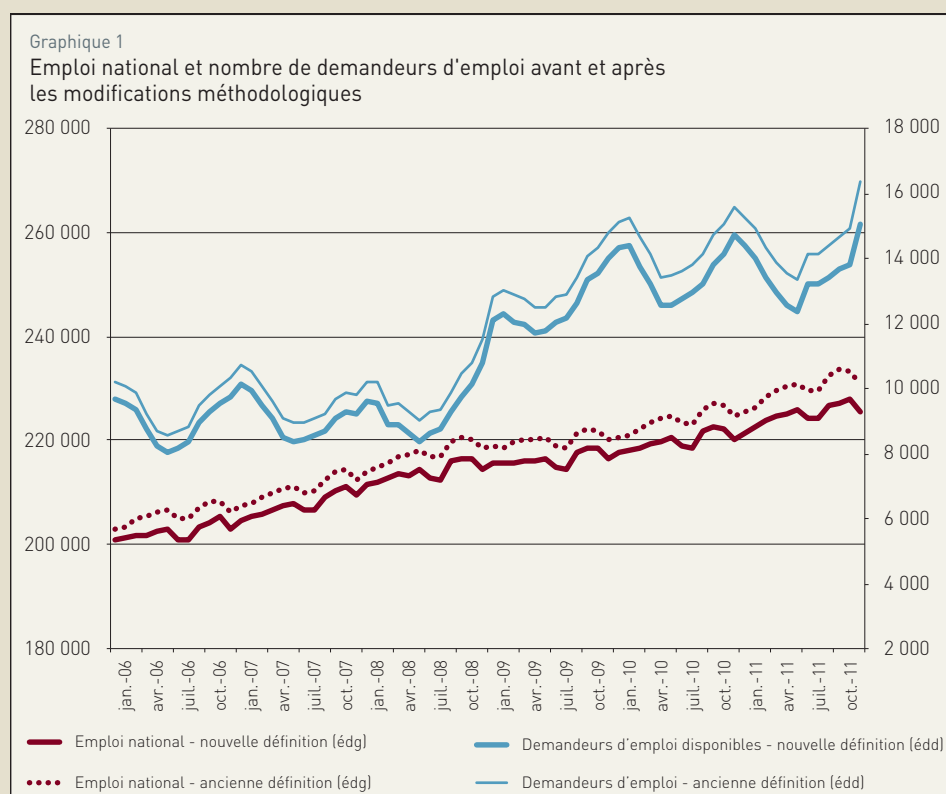
27 Sont considérés comme « salariés handicapés » au sens des dispositions L. 561-1. et suivantes du Code de travail les « demandeurs d'emploi présentant une diminution de leur capacité de travail de 30% au moins et qui sont reconnus comme aptes à exercer un emploi salarié sur le marché du travail ordinaire ou dans un atelier protégé ». De même, sont considérés comme « salariés à capacité réduite » au sens des dispositions L. 551-1. et suivantes du Code de travail les « demandeurs d'emploi bénéficiant d'une décision de reclassement externe prise par la commission mixte de reclassement des travailleurs incapables à exercer leur dernier poste de travail ».

le but de trouver un travail, l'envoi de candidatures aux entreprises, les recherches par des relations personnelles, l'analyse d'offres d'emploi, l'insertion ou la réponse à des annonces dans les journaux, la participation à un test, à un concours ou un entretien dans le cadre d'une procédure de recrutement ainsi que la recherche de terrains, de locaux ou de matériel et les démarches afin d'acquérir des permis, des licences ou des ressources financières.

Ainsi, une personne qui n'est pas inscrite à l'ADEM mais qui a entamé des recherches d'emploi est considérée comme demandeur d'emploi au sens du BIT. A l'inverse, une personne qui a travaillé ne serait-ce qu'une heure pendant la semaine de référence et qui est inscrite à l'ADEM (au dernier jour ouvrable du mois de référence) est considérée comme « chômeur » au sens de l'ADEM, mais ne l'est pas au sens du BIT. En raison des limites engendrées par la nature administrative des données collectées par l'ADEM,

il n'est pas possible (au stade actuel) d'affiner le concept de « demandeur d'emploi » et de se rapprocher davantage de la définition du BIT en ce qui concerne les critères 1. et 3.

Une autre différence concerne le concept de « disponibilité ». Les statistiques mensuelles produites par l'ADEM reflètent la situation à un moment donné du nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'ADEM. Par conséquent, jusqu'à présent, les chômeurs en congé de maladie ou en congé de maternité étaient comptabilisés en tant que demandeurs d'emploi alors qu'ils ne sont pas considérés comme disponibles pour le marché au travail au sens du BIT. Pour pallier cette situation, un nouveau concept a été introduit par l'ADEM à partir de janvier 2012 : le « demandeur



Source : ADEM

d'emploi disponible ». Plus en détail, est considéré comme demandeur d'emploi disponible toute « personne sans emploi, résidente sur le territoire national qui, à la date du relevé statistique, n'est ni en congé de maladie depuis plus de sept jours, ni en congé de maternité, ni affectée à une mesure pour l'emploi ».

### IMPACT DES CHANGEMENTS MÉTHODOLOGIQUES SUR LE NOMBRE DE DEMANDEURS D'EMPLOI ET LE TAUX DE CHÔMAGE AU LUXEMBOURG

La révision de la définition des demandeurs d'emploi a inévitablement un impact sur le nombre de chômeurs. Plus en détail, en 2011, le nombre de demandeurs d'emploi disponibles se trouve diminué en moyenne d'environ 1 000 personnes par mois.

Toutes choses égales par ailleurs, les modifications méthodologiques introduites par l'ADEM impliqueraient une baisse de 0,4 p.p. du taux de chômage (au sens « restreint ») en moyenne par mois en 2011. Toutefois, cette quantification de l'impact de la révision méthodologique doit être nuancée et interprétée avec prudence. De fait, l'entrée en vigueur des changements concernant le concept de « demandeur d'emploi (disponible) » coïncide avec un changement méthodologique additionnel au

niveau de l'emploi<sup>28</sup>. Jusqu'à présent, le taux de chômage était calculé à partir des données de l'emploi tel que mesuré par les inscriptions auprès de la sécurité sociale luxembourgeoise. L'emploi (national) mensuel mesurait le nombre total de résidents (salariés et indépendants) inscrits auprès de l'IGSS au dernier jour ouvrable du mois. Dorénavant, les données de l'emploi seront ajustées de manière à respecter les dispositions européennes SEC95 en vigueur dans la comptabilité nationale. Ce changement méthodologique a un impact baissier sur le niveau de l'emploi, dans la mesure où certaines personnes (par exemple les résidents qui exercent leur activité sur un autre territoire économique ou encore les nationaux membres des équipages de bateaux de pêche) seront désormais exclus de l'emploi national<sup>29</sup>. Ce changement méthodologique impacte essentiellement le niveau de l'emploi national qui se trouve ainsi diminué d'environ 5 000 personnes par mois en 2011.

Les changements d'ordre méthodologique introduits par l'ADEM et le STATEC induisent respectivement un effet baissier et haussier (via l'impact de la nouvelle définition de l'emploi national sur la population active) sur le taux de chômage.

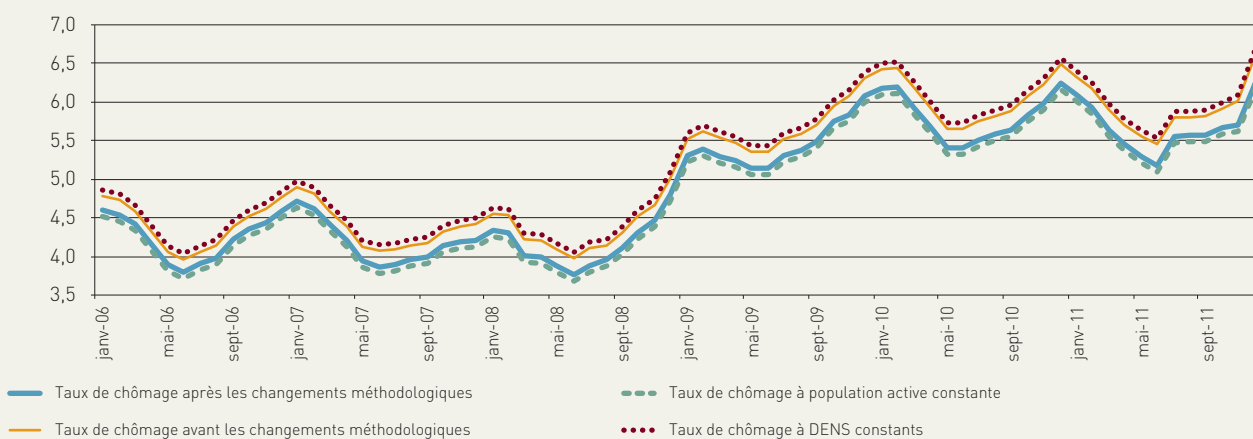
Tableau 1:

## Récapitulatif des changements introduits à partir de janvier 2012

	CHANGEMENT MÉTHODOLOGIQUE	IMPACT SUR L'EMPLOI	IMPACT SUR LE CHÔMAGE	IMPACT FINAL SUR LE CHÔMAGE
ADEM	Exclusion des demandeurs d'emploi en congé de maladie (depuis plus de 7 jours) et des demandeurs d'emploi en congé de maternité	Aucun impact	↓	↓
STATEC	Approximation de l'emploi par le concept des comptes nationaux	↓	↑	

Au final, les modifications de méthodologie introduites à partir de janvier 2012 ont un impact baissier de l'ordre de 0,3 p.p. en moyenne par mois sur le taux de chômage.

Graphique 2

Taux de chômage « strict » avant et après les modifications méthodologiques  
(données non ajustées pour les variations saisonnières)

Remarque : Le « taux de chômage à population active constante » correspond au taux de chômage qui résulterait de l'application de la nouvelle méthodologie de l'ADEM, sans changements de définition au niveau de l'emploi national (et donc de la population active). Le « taux de chômage à DENS constants » correspond au taux de chômage qui résulterait de l'application de la nouvelle définition de l'emploi, sans les changements méthodologiques introduits par l'ADEM. Le « taux de chômage après les changements méthodologiques » correspond au taux de chômage final en tenant compte de l'ensemble des modifications introduites à partir de janvier 2012.

Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

28 Il convient de rappeler que le taux de chômage mesure la proportion du nombre de demandeurs d'emploi (disponibles) dans la population active, cette dernière étant composée de la somme du nombre de demandeurs d'emploi (disponibles) et de l'emploi national.

29 Règlement (CE) No 2223/96 du Conseil du 25 juin 1996 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans la Communauté.

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 Industrie et construction

La production industrielle, qui s'était nettement redressée tout au long de l'année 2010, s'est retournée à la baisse au début de l'année 2011. Les plus récentes données disponibles indiquent que sur l'ensemble de l'année 2011, la production industrielle a enregistré une baisse de 3,6%, alors qu'elle a progressé de 3,5% dans la zone euro au cours de la même période. Au final, la production industrielle du Luxembourg se situait en décembre 2011 à un niveau près de 20% inférieur à celui qui était observé en juillet 2008. Sur la même période, la production de la zone euro affichait quant à elle une baisse de 7,5%.

Tableau 8

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

	2010	2011	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	10,5	-3,6	5,7	6,3	2,6	-4,5	-2,3	-9,9
Pjo - Biens intermédiaires	10,4	-5,7	0,6	2,5	-0,3	-7,3	1,3	-15,6
Pjo - Biens d'équipement	12,6	2,8	21,4	12,3	13,4	-1,8	-3	4,5
Pjo - Biens de consommation	12,4	-1,7	11,3	12,7	1,9	2,3	-3,9	-6,9
Pjo - Energie	11,8	-9,3	4	12	2,8	-8,8	-15,9	-16,3
Pjo - Industrie hors sidérurgie	9,9	-4,6	7,1	6,8	1,4	-4,9	-5,5	-9,1
Pjo - Sidérurgie	15,8	5,0	-5,7	1,7	12,5	-1,7	28,5	-16,5

Source : Statec

Les données de la plus récente enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie ne sont guères plus réjouissantes. Elles indiquent une baisse, pour le troisième trimestre consécutif, du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie. En janvier, ce taux s'établissait à 79,2%, soit en deçà de la moyenne historique estimée à 81,5%. Toujours selon la même enquête, les nouvelles commandes et les perspectives d'exportations dans l'industrie ont quant à elles littéralement plongé par rapport à l'enquête précédente (octobre 2011).

L'activité dans le secteur de la **construction** a pour sa part fait preuve d'une relative résistance en 2008 et en 2009 par rapport à l'industrie, avant d'afficher des résultats décevants en 2010 et en 2011. 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. L'activité dans le secteur de la construction est en général apparue atone au cours de l'année 2011.

La production dans le secteur de la construction a fait preuve d'un grand dynamisme en janvier et février 2011, pour deux raisons. Premièrement, elle a profité d'un report d'activité non effectuée en décembre 2010, du fait de conditions climatiques extrêmement défavorables. Deuxièmement, 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 climatiques. La croissance sur un an de la production de la construction s'est ainsi établie à un rythme moyen supérieur

à 20% au cours des deux premiers mois de l'année 2011, avant de marquer le pas en mars. Au total, la pjo a progressé de 13,1% au premier trimestre 2011. Ensuite, elle s'est inscrite en retrait aux deuxième et troisième trimestres 2011. Les données disponibles pour l'ensemble de l'année 2011 indiquent une progression moyenne modérée de l'activité par rapport à l'année 2010 et ce en dépit d'une diminution du nombre de salariés de l'ordre de 1,5% sur la même période.

Dans le secteur résidentiel, le nombre total de permis de bâtir a enregistré une quasi-stabilisation en 2010 en atteignant 3551, les permis de construire ayant progressé de manière dynamique sur le segment des maisons individuelles (+32,9%) en 2010 et reculé pour les maisons collectives (-11,7%). Sur les neuf premiers mois de l'année 2011, le nombre total de permis de bâtir s'est établi à 3261, soit un niveau supérieur de 28% à celui observé au cours des neuf premiers mois de l'année 2010. Les autorisations de construire des maisons à appartements ont été particulièrement dynamiques aux deuxième et troisième trimestres 2011, le nombre des permis de bâtir progressant de respectivement 30,9% et 57,6% (contre respectivement -1,8% et +33,6% pour les maisons individuelles aux deuxième et troisième trimestres 2011).

Les enquêtes de conjoncture auprès des entrepreneurs indiquent depuis plusieurs mois que le sous-secteur de la construction de logements est le moteur actuel de l'activité du secteur construction, tandis que la production dans le sous-secteur des travaux publics est en berne. Les évolutions favorables des permis de bâtir observées sur les neuf premiers mois de l'année 2011 devraient théoriquement stimuler la production de bâtiments au cours des prochains trimestres. Cependant, il n'est aucunement garanti que ce regain d'activité dans le bâtiment soit suffisant pour compenser la baisse observée depuis plusieurs mois dans le segment des travaux public.

Tableau 9

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

	2010	2011	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4
<b>Production par jour ouvrable (pjo) -Total</b>	-0,1	1,1	3,7	1,8	-4,2	13,1	-1,9	-3,6	4,1
<b>Heures travaillées</b>	1,1	-0,9	9,1	-6,0	4,3	12,0	-1,5	-5,6	1,3
Permis de bâtir <sup>29</sup>	0,3	-	13,7	-3,8	-21,0	13,1	17,4	50,8	-

Source : Statec

**1.2.3.2 Secteur financier****1.2.3.2.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier**

L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'est élevé à 26 696 personnes au 31 décembre 2011, ce qui représente une baisse de 37 emplois par rapport au 30 septembre 2011.

Dans le détail, 46 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs par rapport au mois de septembre 2011 (hausse allant de 1 à 39 employés, selon les cas). Par ailleurs, 48 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 68 employés, selon les cas).

Il convient toutefois de rappeler qu'une banque de la place a augmenté son effectif de 558 personnes au mois de septembre 2011, en rémunérant désormais directement des salariés qui travaillaient

30 Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).

auparavant pour le sous-traitant de son service d'administration de fonds d'investissement. En neutralisant cette opération non-récurrente, l'emploi au 31 décembre 2011 est en baisse de 117 unités par rapport au 31 décembre 2010.

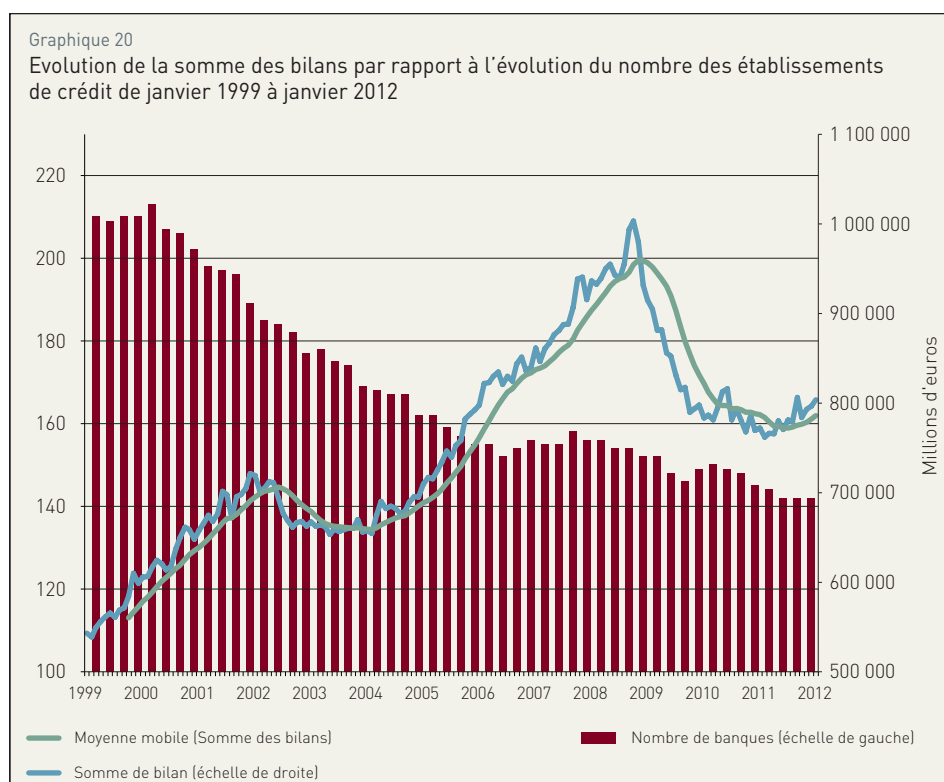
#### 1.2.3.2 Evolution du nombre des établissements de crédit

Depuis le mois de septembre 2011, le nombre des établissements de crédit a augmenté d'une unité, passant de 142 à 143 unités. Il convient de noter qu'un ensemble de développements s'est opéré entre la fin de l'année 2011 et le début de l'année 2012, avec la fermeture d'une banque et la création de deux nouvelles entités.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, avec 41 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise. On dénombre également 14 banques françaises, 11 banques belges, 10 banques suisses et 5 banques luxembourgeoises.

#### 1.2.3.3 Le bilan des établissements de crédit

Le graphique suivant 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 durant le reste de l'année 2010.



Au cours de l'année 2011, la somme moyenne des bilans des établissements de crédit s'est établie à 779 741 millions d'euros et demeure ainsi sous la barre des 800 milliards d'euros. Il convient toutefois de noter que cette moyenne repose sur deux piliers différents, à savoir une moyenne de 766 285 millions d'euros pour les quatre premiers mois de l'année et une moyenne de 786 201 millions d'euros pour les huit derniers mois de l'année. Le volume des activités a en effet connu un pic à 805 998 millions d'euros au mois de septembre, qui ne s'est pas prolongé. Cependant, depuis le mois d'octobre 2011, le volume des activités est en hausse, pour s'établir à 803 465 millions d'euros au 31 janvier 2012.

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

Source : BCL



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

Entre les mois de janvier 2011 et de janvier 2012, la somme des bilans des établissements de crédit est en hausse de 4,1%. Il est intéressant de noter les variations au sein des différents postes du bilan agrégé des banques. L'augmentation du volume des activités s'est, en effet, opérée de manière contrastée. A l'actif, elle résulte plus que proportionnellement d'une forte hausse des créances interbancaires, partiellement compensée par une forte baisse du volume des portefeuilles de titres, alors qu'au passif elle provient d'une hausse des dettes interbancaires et des dettes envers la clientèle.

Les créances interbancaires, qui représentent plus de la moitié (51,4%) de l'actif du bilan des banques, ont augmenté de 11,1%, soit 41 174 millions d'euros, entre janvier 2011 et janvier 2012, pour s'élever à 413 287 millions d'euros. L'évolution mensuelle sur la période étudiée reste contrastée. Toutefois, les créances interbancaires sont en hausse générale depuis le mois de juillet 2011.

Il convient cependant de noter que les facilités de dépôt auprès de la Banque centrale du Luxembourg sont incluses dans ces créances. Le mois de janvier 2012, avec 38 177 millions d'euros déposés, représente le montant le plus élevé enregistré pour ce poste. La faible rémunération des facilités de dépôt (0,25% au 14 décembre 2011) doit 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 2,1%, soit 4 083 millions d'euros, entre janvier 2011 et janvier 2012, pour s'élever à 194 128 millions d'euros. Ce poste représente presque un quart de l'actif du bilan des banques. Notons que la hausse de 4 083 millions d'euros est attribuable à une baisse de 874 millions d'euros des crédits accordés à la clientèle résidente conjuguée à une hausse de 3 582 millions d'euros des crédits accordés aux clients résidents dans d'autres pays de la zone euro et à une hausse de 1 375 millions des crédits accordés aux clients localisés dans le reste du monde.

Le portefeuille de titres des banques, qui représente désormais 20% de l'actif du bilan, s'est contracté de 12,9% entre janvier 2011 et janvier 2012, passant de 184 476 millions d'euros à 160 652 millions d'euros, soit un montant proche de celui du début des années 2000. 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 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 92,6% en valeurs mobilières à revenus fixes. Les 7,4% 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 forte évolution à la hausse entre janvier 2011 et janvier 2012. Il s'élève à 35 398 millions d'euros, soit 4,4% de l'actif du bilan. Cette évolution s'explique, notamment, par la vente de produits dérivés par les banques qui 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.

Tableau 10

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN%				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	01-2011	09-2011	01-2012	01-2011 - 01-2012		09-2011 - 01-2012		01-2012
				EN MILLIONS D'EUROS	EN%	EN MILLIONS D'EUROS	EN%	
Créances interbancaires	372 114	396 269	413 287	41 174	11,1	17 018	4,3	51,4
Créances sur la clientèle	190 045	199 284	194 128	4 083	2,1	-5 156	-2,6	24,2
Portefeuille titres	184 476	174 158	160 652	-23 824	-12,9	-13 506	-7,8	20,0
Autres actifs	25 325	36 287	35 398	10 073	39,8	- 889	-2,5	4,4
Total de l'actif	771 960	805 998	803 465	31 505	4,1	-2 533	-0,3	100,0

Source : BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs**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.

Les encours de dettes interbancaires, qui représentent 45,8% du passif du bilan des banques, ont augmenté de 7,1%, soit 24 228 millions d'euros, entre janvier 2011 et janvier 2012, pour s'élever à 367 743 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 4 349 millions d'euros fin janvier 2012. Les encours de dettes interbancaires sont donc majoritairement des dettes contractées avec des établissements de crédits. Le solde net des actifs et passifs interbancaires fin juillet 2011 est créditeur de 45 545 millions d'euros.

Les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 1,2%, entre janvier 2011 et janvier 2012, pour s'élever à 277 684 millions d'euros. Elles sont, par contre, en baisse de 2,5% par rapport au mois de septembre 2011. Le refinancement des banques reste cependant toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle, qui représentent un poids relatif de 34,6% de la somme du passif fin janvier 2012.

Entre janvier 2011 et janvier 2012, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 9,6%. 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 65 005 millions d'euros fin janvier 2012, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (8,1% de la somme du passif).

Fin janvier 2012, 93 033 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Les autres passifs sont cependant en légère baisse par rapport au mois de septembre 2011.

Tableau 11

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

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN%				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	01-2011	09-2011	01-2012	01-2011 - 01-2012		09-2011 - 01-2012		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN%	EN MILLIONS D'EUROS	EN%	
Dettes interbancaires	343 515	360 734	367 743	24 228	7,1	7 009	1,9	45,8
Dettes envers la clientèle	274 379	284 836	277 684	3 305	1,2	-7 152	-2,5	34,6
Dettes représentées par un titre	71 918	67 249	65 005	-6 913	-9,6	-2 244	-3,3	8,1
Autres passifs	82 148	93 179	93 033	10 885	13,3	- 146	-0,2	11,6
Total du passif	771 960	805 998	803 465	31 505	4,1	-2 533	-0,3	100,0

Source : BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des passifs

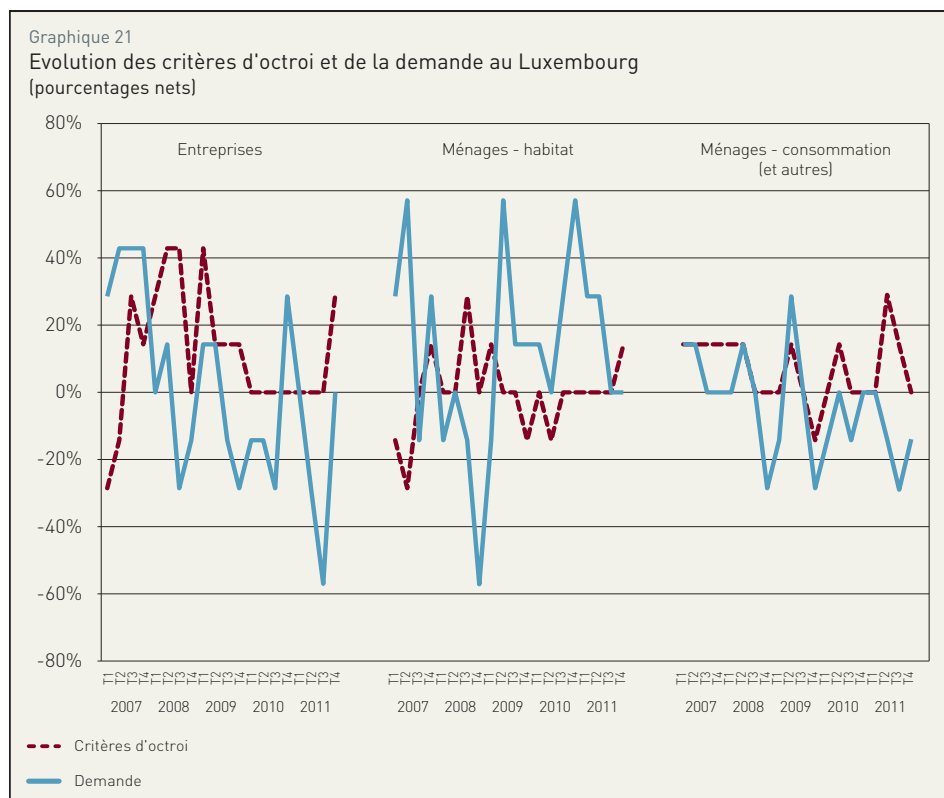
## 1.2.3.2.4 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

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

Les résultats de la plus récente enquête, réalisée en janvier 2012 et couvrant le quatrième trimestre 2011, indiquent que les banques sont devenues plus restrictives en matière d'octroi de crédits. Néanmoins, au Luxembourg les durcissements nets qui ressortent de l'enquête sont relativement faibles, notamment si on tient compte de la taille des banques. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont durcis davantage par rapport au trimestre précédent. Ces durcissements accrus sont liés à la détérioration des perspectives économiques de la zone euro ainsi qu'à la crise de la dette souveraine. En effet, la détérioration du coût des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan des banques ont contribué considérablement au durcissement des critères d'octroi appliqués par les banques de la zone euro. Dans ce contexte, les réponses à une question supplémentaire sur l'accès aux financements du marché vont dans le sens d'une détérioration continue des conditions de refinancement des banques de la zone euro. Néanmoins, cette détérioration fut moins grave qu'au trimestre précédent.

S'agissant de la demande nette, cette dernière a continué à se replier dans la zone euro, notamment pour ce qui est des crédits immobiliers. Les banques ont cité un moindre besoin de financement comme facteur ayant contribué à faire baisser la demande de crédits. Au Luxembourg, la demande nette est restée quasiment inchangée, seule celle se rapportant aux crédits à la consommation (et autres crédits) s'étant inscrite en légère baisse.

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.



Source : BCL

**Entreprises** : Au Luxembourg, un durcissement de l'orientation globale des critères d'octroi appliqués aux crédits dispensés aux entreprises est discernable pour la première fois depuis fin 2009. Les pourcentages nets s'élèvent à 29%, soit l'équivalent de deux banques. Néanmoins, ce résultat est nettement moins défavorable si la taille des banques est prise en compte. Les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué que le durcissement net des critères d'attribution est largement attribuable à une détérioration de leurs perceptions de risques.

Dans la zone euro, les pourcentages nets ont continué à augmenter pour s'inscrire à leur niveau le plus élevé depuis début 2009. Cette évolution est dans une grande mesure attribuable à une détérioration du coût des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan ainsi que des perceptions de

risques des banques. Ces développements font suite à une période au cours de laquelle les pourcentages nets relatifs à l'évolution des critères d'octroi se sont généralement établis à des niveaux très bas, à l'exception d'un rebond éphémère au deuxième trimestre de l'année passée.

Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro et au Luxembourg s'est également traduit par des conditions moins favorables aux emprunteurs, notamment en ce qui concerne les marges des banques.

Pour ce qui est de la demande, les résultats les plus récents indiquent que la demande nette demeure inchangée au Luxembourg au dernier trimestre 2011, après avoir atteint son creux historique au troisième trimestre. Généralement, la demande émanant des entreprises est plutôt morose, voire négative, depuis 2008.

Dans la zone euro, la demande nette s'est également repliée. Ce recul est imputable à un moindre besoin de financement lié notamment aux investissements en capital fixe ainsi qu'aux fusions, acquisitions et restructurations d'entreprises.

**Ménages (habitat)** : En ce qui concerne l'évolution des crédits à l'habitat accordés aux ménages, les critères d'octroi au Luxembourg se sont légèrement durcis au quatrième trimestre 2011. Cependant,

plus généralement, les critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers n'ont pas changé considérablement au Luxembourg ces dernières années.

Pour ce qui est de la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets ont atteint leur niveau le plus élevé depuis fin 2008. Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro est attribuable à une détérioration des perceptions de risques des banques, mais surtout à une dégradation des coûts des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan.

Si les critères d'octroi sont restés globalement stables au Luxembourg, plusieurs banques ont toutefois signalé un durcissement de certaines conditions d'octroi, notamment en ce qui concerne les marges perçues par les banques sur les prêts plus risqués. Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro s'est également traduit par des conditions d'octroi moins favorables, notamment en termes de marges plus élevées.

La demande nette est à nouveau restée inchangée au Luxembourg lors de la plus récente enquête, alors que les banques de l'échantillon agrégé de la zone euro ont signalé une chute de la demande. En effet, les pourcentages nets dans la zone euro se sont établis à leur creux sur presque trois ans. Cette évolution serait principalement imputable à un moindre besoin de financement découlant d'une dégradation des perspectives sur le marché du logement et de la confiance des consommateurs.

**Ménages (consommation et autres) :** Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés au quatrième trimestre. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont quelque peu durcis, en raison d'une détérioration du coût des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan ainsi que des perceptions de risques des banques découlant notamment de la capacité de remboursement des consommateurs.

Si une grande banque a indiqué avoir durci ses marges, les conditions d'octroi sont restées largement inchangées au Luxembourg. Les banques de l'échantillon agrégé de la zone euro ont également signalé un durcissement de leurs marges.

La demande nette s'est quelque peu repliée lors de la plus récente enquête, tant au Luxembourg qu'au niveau de la zone euro dans son ensemble. Au Luxembourg, la légère baisse de la demande nette s'explique par une perte de confiance des ménages. Dans la zone euro dans son ensemble, le recul de la demande découle d'un moindre besoin de financement lié à la confiance des consommateurs ainsi qu'aux dépenses de consommation en biens durables.

**Réponse aux questions supplémentaires :** L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée au dernier trimestre 2011 comprenait aussi plusieurs questions supplémentaires, dont une qui 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 encore détériorées au cours du trimestre sous revue. Dans la zone euro, les conditions d'accès aux financements du marché ont continué à se détériorer, mais moins qu'au trimestre précédent. Tous les segments de marché (marchés monétaires, émission de titres de créance et titrisation) sont affectés.

Une autre question supplémentaire permet d'évaluer plus spécifiquement l'impact de la crise de la dette souveraine sur les conditions de refinancement des banques, ainsi que sur les critères d'octroi. L'incidence de cette crise sur les conditions de refinancement des banques de l'échantillon luxembourgeois n'est pas très importante, alors qu'aucune banque n'a indiqué avoir durci ses critères d'octroi en raison de la crise. Les résultats de la zone euro dans son ensemble, par contre, indiquent que l'incidence de la crise sur la politique d'octroi de crédits est loin d'être négligeable.

Finalement, la plus récente enquête couvrait également l'incidence des nouvelles exigences réglementaires en matière de fonds propres, notamment sur la politique d'octroi de crédits des banques. Les résultats luxembourgeois indiquent que ces nouvelles exigences réglementaires n'ont pas eu d'impact sur les critères d'octroi des banques. Une incidence a toutefois été rapportée par les banques de l'échantillon agrégé de la zone euro.

Encadré 3

## L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

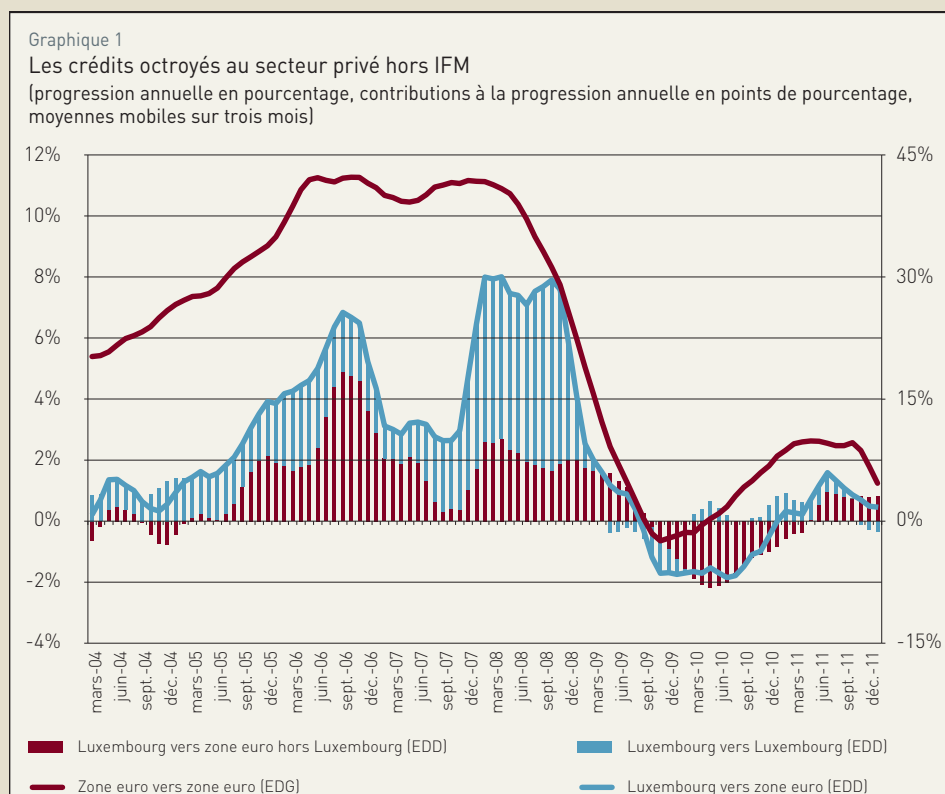
Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits octroyés au secteur privé<sup>31</sup>, publié en décembre 2011 (voir Bulletin 2011/3). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le quatrième trimestre 2011 ainsi que janvier 2012.

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.

Dans le passé, certains parallèles ont été soulignés entre les deux séries qui retracent les progressions annuelles

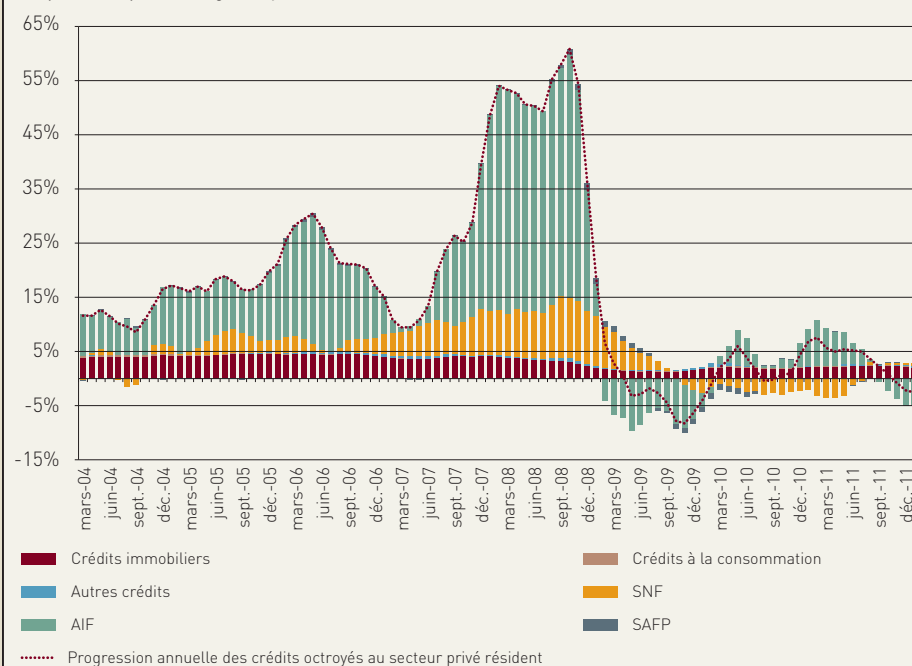


Sources : BCL, BCE

31 Dans le présent encadré, « secteur privé » signifie « secteur privé hors institutions financières monétaires (IFM) ». L'interbancaire est exclu 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.

respectives. Si les tendances sous-jacentes de ces deux séries avaient divergé quelque peu à partir de la mi-2011 suite à un revirement de tendance de la série luxembourgeoise, le Graphique 1 montre qu'au dernier trimestre 2011, le taux de croissance annuel des crédits octroyés par les IFM de la zone euro dans son ensemble a également entamé une tendance à la baisse. En effet, la progression annuelle des crédits octroyés par les IFM de la zone euro est passée de 2,5% au troisième trimestre 2011 à 1,0% au quatrième, pour s'inscrire à 1,1% en début d'année. La progression de la série luxembourgeoise s'est ralentie davantage au dernier trimestre pour finalement s'établir à 1,6% en décembre, avant de rebondir légèrement pour s'inscrire à 2,7% en janvier. Ce ralentissement découle largement des crédits octroyés à des contreparties résidentes, alors que la contribution des crédits octroyés aux non-résidents s'est stabilisée en fin de période. La suite de l'encadré se limitera aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associés aux développements macroéconomiques luxembourgeois.

Graphique 2  
Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes  
(progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



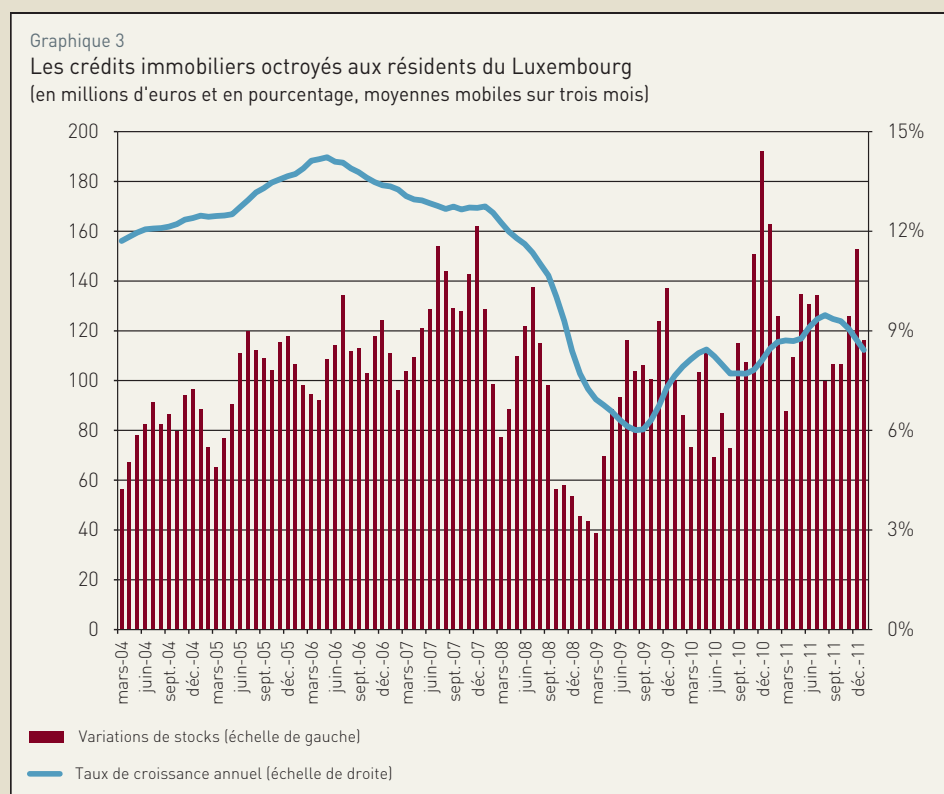
Source : BCL

Selon les données de janvier 2012, 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 SAFP est peu élevée. La composition sectorielle des encours a d'importantes implications pour les développements des crédits et pour l'économie plus généralement. En regard du poids des crédits aux AIF, il est peu surprenant de constater que la tendance baissière de la progression annuelle des crédits octroyés aux contreparties résidentes soit largement attribuable à une évolution défavorable des crédits destinés aux AIF, comme l'établit le Graphique 2.

En effet, la contribution des crédits aux AIF à la progression annuelle de l'ensemble des crédits octroyés au secteur privé a reculé davantage au quatrième trimestre et demeure négative en janvier. La contribution des crédits immobiliers est toutefois toujours positive, alors que celle des crédits octroyés aux SNF est proche de zéro.

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 stocks<sup>32</sup> (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.



Source : BCL

quatrième trimestre. Plus généralement, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique toutefois que les critères d'attribution relatifs aux crédits à l'habitat n'ont pas changé considérablement depuis l'émergence des turbulences financières. La demande nette est restée inchangée dans la deuxième moitié de l'année passée, après s'être inscrite en hausse continue pratiquement depuis son rebond en 2009. Ces développements expliquent sans doute le recul relatif de la progression annuelle des encours de crédits immobiliers.

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. La tendance haussière du taux de croissance annuel, discernable depuis le deuxième trimestre 2011, s'est interrompue lors de la deuxième moitié de l'année passée et la progression annuelle s'est stabilisée à 5,7% au dernier trimestre, pour finalement s'inscrire à 6,6% en janvier 2012. Les variations mensuelles des encours de crédits sont négatives depuis quelques mois.

Les volumes de crédits à l'habitat ont continué à progresser au quatrième trimestre. Si le taux de croissance annuel est en baisse par rapport au trimestre précédent, tout en dépassant toujours les 8%, il s'agit largement d'un effet de base. La progression des variations de stocks s'est en effet vivement poursuivie, mais elle est toutefois moins dynamique que fin 2010. En janvier, l'évolution des volumes de crédits immobiliers fut cependant moins favorable, notamment sur base mensuelle. Les données disponibles dans le cadre de la collecte MIR, non reprises dans le graphique, vont dans le sens d'une progression continue des crédits à l'habitat<sup>33</sup>.

Les critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers se sont légèrement durcis au

32 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).

33 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.



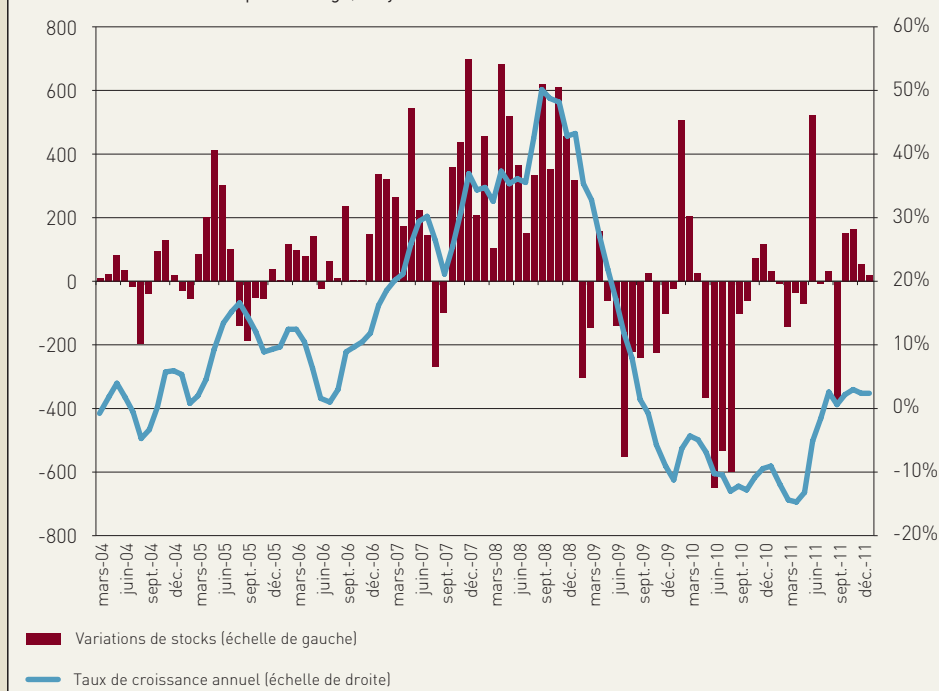
L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés entre octobre et décembre, tandis que la demande nette s'est légèrement repliée.

Pour ce qui est du secteur des entreprises, l'évolution des crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg demeure atone, comme le montre le Graphique 4.

Alors que le taux de croissance annuel est devenu positif au troisième trimestre, il s'inscrit à des niveaux relativement faibles. L'évolution des variations mensuelles des encours demeure également plutôt atone. S'agissant des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte MIR, les volumes mensuels relatifs aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros continuent à s'inscrire à des niveaux très élevés. Par contre, les gros volumes se maintiennent à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009. Les banques ont indiqué avoir légèrement durci leurs critères d'octroi au quatrième trimestre. Cependant, ce résultat est nettement moins défavorable si la taille des banques est prise en compte. La demande nette est restée inchangée, après une forte baisse au troisième trimestre<sup>34</sup>.

On peut donc conclure que le recul des crédits octroyés au secteur privé résident s'est poursuivi au quatrième trimestre, évolution qui découle en premier lieu d'une diminution continue des crédits octroyés aux AIF. Les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse continue, mais leur progression annuelle s'est ralentie en fin d'année. Alors que le taux de croissance annuel relatif aux crédits dispensés aux entreprises résidentes est devenu positif au troisième trimestre, il s'inscrit toujours à des niveaux relativement faibles. L'évolution des variations mensuelles demeure d'ailleurs plutôt morose.

Graphique 4  
Les crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg  
(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

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

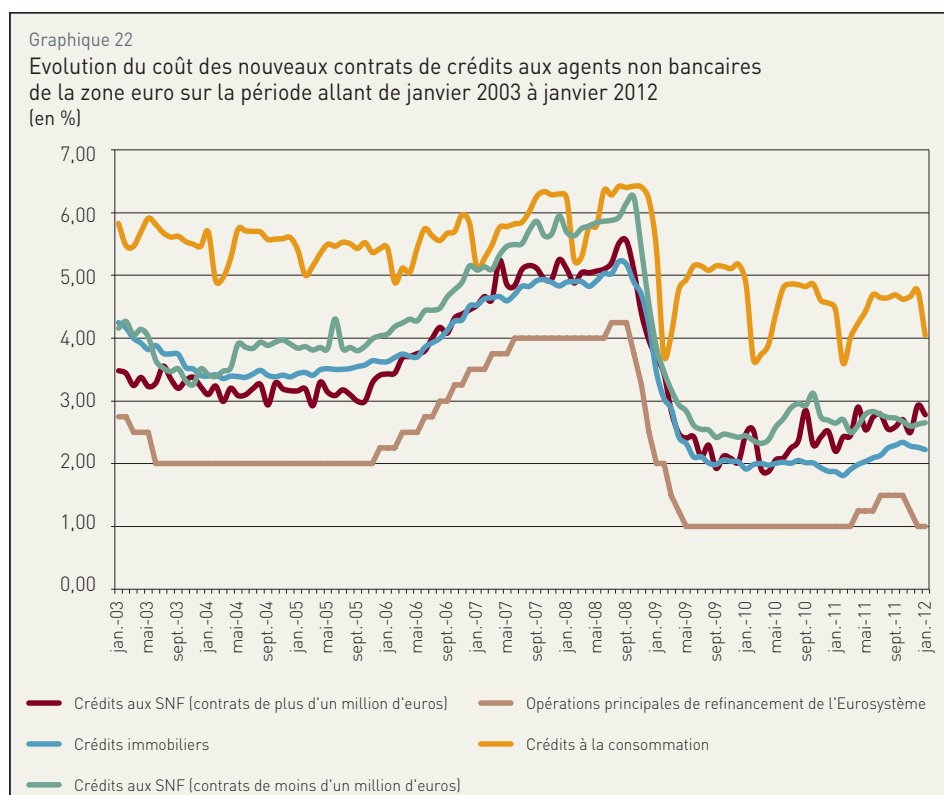
### 1.2.3.2.5 Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises

#### Taux d'intérêts des crédits accordés par les banques

Les taux directeurs de l'Eurosystème des mois de janvier 2011 et de janvier 2012 sont identiques. Cependant, les taux directeurs ont varié quatre fois au cours de l'année 2011. Il y a eu deux mouvements de hausse en avril et en juillet, suivis de deux mouvements de baisse en novembre et en décembre.

Le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable a augmenté de 35 points de base entre janvier 2011 (1,87%) et janvier 2012 (2,22%). 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%. Ce taux a été en constante progression jusqu'en octobre. Puis les deux derniers mois de l'année 2011 et le mois de janvier 2012 se sont caractérisés par des baisses des taux, dans la lignée de la baisse des taux directeurs de l'Eurosystème.

Entre janvier 2011 et janvier 2012, le coût des crédits à la consommation ayant un taux variable<sup>35</sup> a augmenté, passant de 2,45% à 3,04%. A l'inverse, le coût des crédits dont la période de fixation du taux est comprise entre une année et cinq années et celui des crédits dont la période de fixation est supérieure à cinq années a baissé.



Source : BCL

Ainsi, pour la première catégorie, les crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans a baissé de 40 points de base, passant de 4,44% à 4,04%. En ce qui concerne, les crédits à la consommation dont la période de fixation est supérieure à cinq ans, le taux est passé de 4,96% à 4,02% sur la période.

<sup>35</sup> ou dont la période de fixation initiale du taux est d'une durée inférieure ou égale à un an.

La catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a également vu son coût diminuer entre janvier 2011 (2,27%) et janvier 2012 (2,24%), après plusieurs mouvements de hausse au cours du deuxième et du troisième trimestre de l'année 2011. Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, les autres crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

Concernant les nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières, de montants inférieurs à un million d'euros, nous notons une stabilité pour les contrats ayant un taux variable<sup>36</sup>. En effet, les taux sont identiques entre janvier 2011 et janvier 2012 (2,65%). Concernant les contrats dont la période de fixation du taux est comprise entre une année et cinq années, nous constatons une baisse des taux sur la période (de 3,34% à 2,59%). A l'inverse, les contrats, dont la période de fixation est supérieure à cinq ans enregistrent une hausse des taux de 3,43% à 3,48% sur la période.

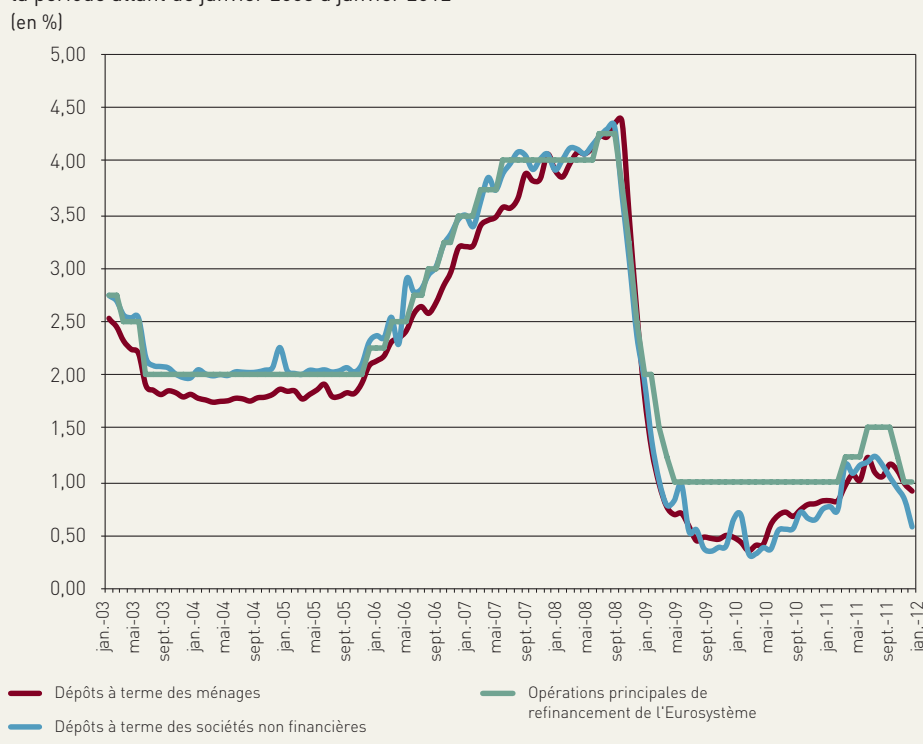
Par ailleurs, le coût des nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières pour des montants supérieurs à un million d'euros est en hausse, quelles que soient les maturités initiales.

### Taux d'intérêts des dépôts en banque

La rémunération des dépôts des ménages est en hausse entre janvier 2011 et janvier 2012, sauf pour les nouveaux contrats de maturité supérieure à deux ans. Par ailleurs, la hausse des taux directeurs de l'Eurosystème du 13 juillet 2011 se reflète nettement dans la rémunération des dépôts à ce moment, puisque le mois de juillet s'est caractérisé par la plus forte rémunération de l'année 2011. Depuis, celle-ci est en diminution, dans la lignée de la baisse des taux directeurs de l'Eurosystème.

En ce qui concerne la rémunération des dépôts des sociétés non financières, le constat est un peu différent. La rémunération est en hausse uniquement pour les contrats dont la maturité initiale est comprise entre un et cinq ans.

Graphique 23  
Evolution de la rémunération des dépôts aux agents non bancaires de la zone euro sur la période allant de janvier 2003 à janvier 2012



Source : BCL

36 ou dont la période de fixation initiale du taux est d'une durée inférieure ou égale à un an.

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

Dans un environnement difficile marqué essentiellement par la crise de l'endettement des principales économies européennes, les banques luxembourgeoises ont pu améliorer leurs revenus opérationnels récurrents, à savoir la marge sur intérêt et le solde net sur commissions.

Toutefois, sur base des chiffres provisoires le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements luxembourgeois, à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger, s'est établi à 4 546 millions d'euros à l'issue de 2011, soit une baisse de 8,0%, ou bien 397 millions d'euros par rapport au résultat dégagé en 2010. Cette baisse s'explique principalement par la perte nette enregistrée sur les autres revenus nets. En effet, les autres revenus nets ont fortement souffert des variations de juste valeur des portefeuilles de titres évalués au prix de marché et de pertes (non-récurrentes) encourues lors de la vente de titres. Dans ce contexte, il importe toutefois de noter que les autres revenus nets sont par nature très volatiles et que les pertes dégagées l'ont été par un nombre limité de banques.

La marge sur intérêts a continué son redressement dans un environnement marqué par des taux d'intérêt modérés, voire faibles. Dans le détail, les intérêts perçus ont augmenté de 8,7%, soit 1 553 millions d'euros par rapport à l'année précédente alors que les intérêts payés ont augmenté de 10,4%, soit 1 369 millions d'euros. Dans ce contexte on remarque également la hausse notable des dividendes perçus, de 187 millions d'euros soit 26,1% par rapport à l'année 2010. Partant, sur base annuelle, la marge sur intérêts (dividendes compris) s'est améliorée de 6,8%, soit 371 millions d'euros par rapport à l'année précédente. Ainsi, la marge sur intérêts réalisée au cours de l'année 2011 s'élève à 5 845 millions d'euros, contre 5 474 millions d'euros pour l'année 2010.

Parallèlement à l'évolution de la marge sur intérêts, les revenus nets sur commissions ont nettement progressé, passant de 3 611 millions d'euros pour l'année 2010 à 3 830 millions d'euros pour 2011. Au cours de l'année 2011, la persistance de la crise de la dette souveraine et les perspectives économiques ont fortement dominé le développement des valeurs boursières. Ces dernières influent directement sur la volatilité et le volume des actifs sous gestion servant d'assiette au calcul des commissions de gestion, au même titre que le volume d'activité d'investissement de la clientèle. Ainsi, sous l'impulsion des marchés financiers agités, les revenus nets sur commissions ont progressé de 6,1%, soit 219 millions d'euros, en 2011.

La baisse des autres revenus nets de 599 millions d'euros par rapport à l'année précédente est à la base de la perte nette dégagée en 2011, qui se chiffre à 404 millions d'euros et qui provient largement des variations négatives de juste valeur de titres détenus par un nombre très limité de banques. Dans ce contexte, on note qu'une seule banque affiche une importante perte nette qui influe fortement sur le résultat agrégé.

Le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 2,0% en comparaison annuelle et s'élève à 9 363 millions d'euros pour l'année 2011.

Du côté des frais généraux, on note une augmentation de 4,4%, qui se décompose en une hausse de 7,5% des frais d'exploitation (montant de 1 991 millions d'euro en 2011) et de 2,2% des frais de personnel (2 553 millions d'euro). Dans ce contexte, il convient de rappeler qu'une banque a repris à son propre compte le personnel d'un sous-traitant actif dans le domaine des services de gestion d'OPC pour un effectif de quelque 560 personnes. Partant, les frais de personnel affichent une hausse assez conséquente, puisque cet effet se conjugue à la tranche indiciaire d'octobre 2011.

Tableau 12

**Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit à l'exclusion des succursales étrangères des établissements luxembourgeois**  
(en millions d'euros sauf indication contraire)

RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	12-2010	03-2011	06-2011	09-2011	12-2011	12-2010 - 12-2011		09-2011 - 12-2011	
						VARIATION EN POURCENT	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT	VARIATION EN TERMES BRUTS
1 Intérêts perçus	17 885	4 983	9 573	14 599	19 438	8.7	1 553	33.1	4 839
2 Dividendes perçus	717	118	424	581	904	26.1	187	55.6	323
3 Intérêts bonifiés	13 128	3 678	7 080	10 761	14 497	10.4	1 369	34.7	3 736
4 Marge sur intérêts	5 474	1 423	2 917	4 419	5 845	6.8	371	32.3	1 426
5 Revenus nets sur commissions	3 611	1 059	1 927	2 928	3 830	6.1	219	30.8	902
6 Revenus nets sur opérations de change	277	45	44	141	92	-66.8	- 185	-34.8	- 49
7 Autres revenus nets	195	295	325	296	- 404	-307.2	- 599	-236.5	- 700
8 Revenus hors intérêts	4 083	1 399	2 296	3 365	3 518	-13.8	- 565	4.5	153
9 Produit bancaire	9 557	2 822	5 213	7 784	9 363	-2.0	- 194	20.3	1 579
10 Frais de personnel	2 499	665	1 254	1 918	2 553	2.2	54	33.1	635
11 Frais d'exploitation	1 852	478	922	1 427	1 991	7.5	139	39.5	564
12 Frais de personnel et d'exploitation	4 351	1 143	2 176	3 345	4 544	4.4	193	35.8	1 199
13 Amortissements sur immobilisé non financier	263	67	130	199	273	3.8	10	37.2	74
14 Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	4 943	1 612	2 907	4 240	4 546	-8.0	- 397	7.2	306
15 Constitution nette de provisions	19	- 11	- 75	- 68	- 287	-1,610.5	- 306	322.1	- 219
16 Dépréciations nettes	569	83	393	1 198	1 761	209.5	1 192	47.0	563
17 Résultats divers	91	0	0	0	0	-99.6	- 91	n.a.	0
18 Résultats avant impôts	4 446	1 540	2 589	3 110	3 072	-30.9	-1 374	-1.2	- 38
19 Impôts sur revenu et bénéfice	606	232	461	475	165	-72.8	- 441	-65.3	- 310
20 Résultat net	3 840	1 308	2 128	2 635	2 907	-24.3	- 933	10.3	272

Source : CSSF

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

Finalement, il convient de garder à l'esprit que les développements économiques et financiers ont fortement marqué les résultats dégagés par les banques en 2011. En effet, alors que les résultats opérationnels récurrents ont bien résisté aux difficultés économiques et financières, le volume des dépréciations a fortement augmenté et a exercé un impact défavorable sur le résultat après provisions et dépréciations. On note une très forte croissance des dépréciations au cours des troisième et quatrième trimestre de l'année 2011. Le volume considérable des dépréciations en 2011 se compare de manière défavorable à celui observé en 2010, puisque l'amélioration des conditions sur les marchés après la crise de 2008 avait conduit à une baisse significative des dépréciations et provisions nettes en 2010. Toutefois, en 2011 l'accroissement de la crise de l'endettement souverain, en particulier grec, a donné lieu à une augmentation des dépréciations de 209,5%, pour atteindre 1 761 millions d'euros en 2011. Il importe de noter que ces chiffres sont encore fortement provisoires et dépendent notamment des négociations relatives à la restructuration de la dette grecque.

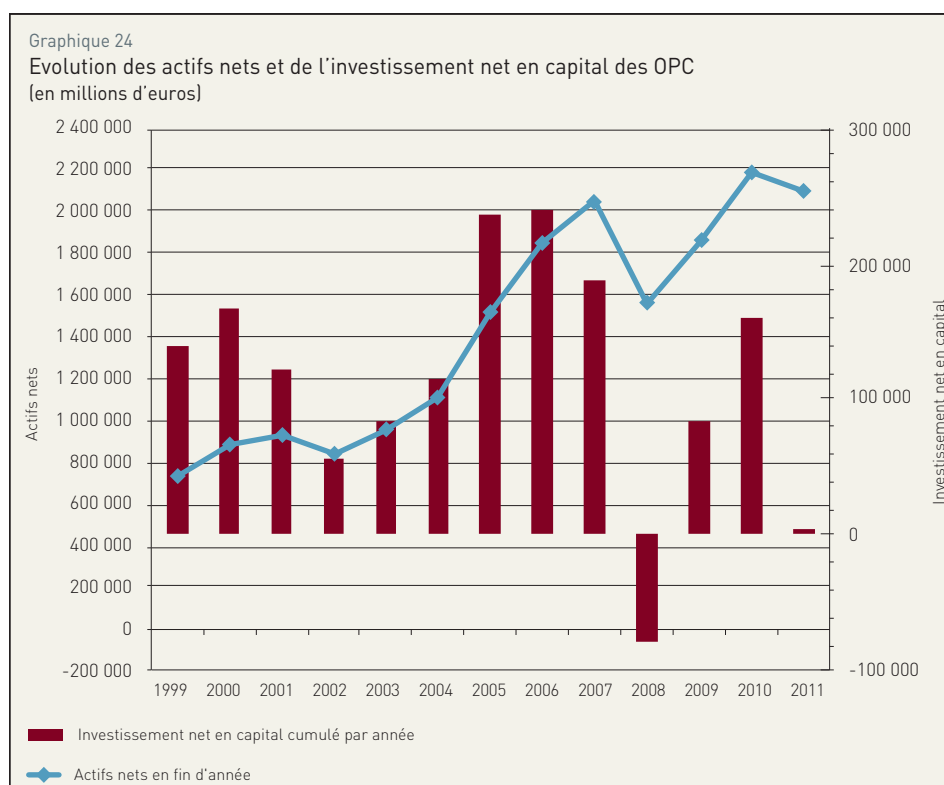
Finalement, il convient de mentionner que les comptes de profits et pertes décumulés permettent de confirmer une année mixte caractérisée par des résultats favorables pour les trois premiers mois de l'année. Par contre, le quatrième trimestre de l'année est caractérisé par d'importantes pertes nettes sur les autres revenus (valorisation à la juste valeur des portefeuilles de titres) et un volume considérable de dépréciations.

#### 1.2.3.2.7 Les organismes de placement collectif

Au cours du quatrième trimestre 2011, l'industrie des fonds d'investissement a poursuivi sa croissance du point de vue du nombre des entités inscrites sur la liste officielle des organismes de placement collectif. Quant au volume des actifs sous gestion, il a enregistré un timide retour à la croissance au cours du même trimestre, sans toutefois retrouver le niveau observé au cours de la première partie de l'année 2011.

##### 1.2.3.2.7.1 L'évolution en nombre

L'année 2011 s'est caractérisée par un accroissement régulier du nombre des fonds d'investissement, qui a augmenté de 178 unités entre janvier et décembre pour s'établir, au 31 décembre, à 3 845 entités. Cette hausse se décompose en une augmentation de 182 entités du nombre de fonds d'investissements spécialisés (FIS) qui s'élevait à 1 374 entités au 31 décembre 2011, combinée à une diminution de 4 unités du nombre d'organismes de placement collectif soumis à la loi de 2010, dont le nombre total s'élevait à 2 471. Finalement, on note encore que malgré la diminution constante du nombre de compartiments monétaires, le nombre de compartiments a progressé de 357 unités au cours de l'année écoulée, passant de 12 937 à 13 294 unités entre décembre 2010 et décembre 2011.



Source : CSSF

## 1.2.3.2.7.2 Evolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Au cours du quatrième trimestre de 2011, l'évolution des marchés financiers s'est avérée globalement positive. Par contre, au cours de la même période, le volume des investissements nets s'est contracté de près de 11 milliards d'euros. Au total, la valeur nette d'inventaire (VNI) observée à la fin du mois de décembre s'est appréciée de près de 3,2% par rapport au niveau observé fin septembre 2011. Toutefois, si l'on observe son évolution à un an d'écart, le volume des actifs sous gestion s'est inscrit en recul de 4,7% par rapport à décembre 2010. En décembre 2011, la VNI se situait encore largement sous le pic atteint au printemps 2011. Elle s'élevait à 2 096 512 millions d'euros fin décembre, contre 2 219 208 fin mai. Dans l'ensemble, l'année 2011 n'a pas été favorable au secteur. Sur une base annuelle, les investissements nets se sont élevés à 5 284 millions d'euros seulement, contre 161 568 millions d'euros pour l'année 2010. Quant aux effets de marché, ils ont eu un impact négatif de 107 766 millions d'euros, alors qu'ils avaient contribué à la croissance de la VNI à hauteur de 196 433 millions d'euros en 2010. Toutefois, les évolutions observées au quatrième trimestre, ainsi que la bonne tenue des marchés boursiers en ce début d'année 2012, laissent présager un retour sur un chemin de croissance pour le secteur au cours des prochains mois.

Tableau 13

## 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 COMPARTS.	DONT NOMBRE DE COMPARTS. MONÉTAIRES	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE	INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL <sup>1) 2)</sup>	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS <sup>2) 3)</sup>	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN%	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN%
2003	1 870	7 509	445	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	432	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	449	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	451	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	463	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	477	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	479	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	461	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	412	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2011										
jan.	3 684	12 979	451	2 184 027	14 212	-29 179	323 339	17,4	-14 967	-0,7
fév.	3 705	13 030	447	2 208 198	15 623	8 548	310 264	16,3	24 171	1,1
mars	3 724	13 057	435	2 190 896	2 515	-19 817	210 358	10,6	-17 302	-0,8
avril	3 736	13 097	430	2 195 408	10 667	-6 155	182 521	9,1	4 512	0,2
mai	3 749	13 186	424	2 219 208	7 906	15 894	226 795	11,4	23 800	1,1
juin	3 749	13 164	421	2 184 999	-4 879	-29 330	174 362	8,7	-34 209	-1,5
juil.	3 795	13 210	428	2 189 665	-7 883	12 549	170 442	8,4	4 666	0,2
août	3 799	13 256	427	2 085 941	-10 550	-93 174	16 951	0,8	-103 724	-4,7
sep.	3 816	13 312	427	2 032 077	-11 343	-42 521	-51 663	-2,5	-53 864	-2,6
oct.	3 819	13 307	424	2 071 937	-7 706	47 566	-35 638	-1,7	39 860	2,0
nov.	3 833	13 328	424	2 059 419	206	-12 724	-101 453	-4,7	-12 518	-0,6
déc.	3 845	13 294	412	2 096 512	-3 484	40 577	-102 482	-4,7	37 093	1,8

<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC.

<sup>2)</sup> Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.

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

Source : CSSF

### 1.2.3.2.7.3 L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement (fonds en actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, 'hedge funds', autres fonds) permet une analyse plus fine des développements constatés dans le secteur des fonds d'investissement.

Tableau 14

#### Evolution du total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement (en millions d'euros, encours en fin de période)

	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	HEDGE FUNDS	AUTRES FONDS
2008	506 236	411 095	324 716	31 803	33 966	96 580
2009	584 222	587 830	385 162	30 266	21 501	89 399
2010	754 748	737 842	478 518	34 129	25 483	107 043
2011						
jan.	759 242	729 925	484 778	34 132	24 764	108 225
fév.	777 300	741 829	492 513	35 004	24 759	109 582
mars	779 725	730 750	492 821	34 565	25 315	109 444
avril	773 833	734 349	508 582	37 483	24 436	111 906
mai	793 531	736 545	513 154	37 563	25 529	112 324
juin	790 087	717 195	508 333	37 254	25 241	111 173
juil.	816 422	717 351	521 205	38 879	25 606	112 846
août	804 611	641 998	501 601	39 496	24 383	108 755
sep.	798 528	598 907	492 836	41 177	24 374	108 268
oct.	795 725	635 715	500 678	40 231	22 704	108 561
nov.	772 801	622 008	488 918	40 293	22 239	106 038
déc.	777 088	622 724	488 725	40 222	22 478	104 240

Source : BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds à partir de décembre 2008, date à laquelle la BCL a commencé une collecte statistique détaillée auprès des fonds d'investissement non-monétaires. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires constituent la catégorie la plus importante. Ils sont suivis par, dans l'ordre, les fonds en actions et les fonds mixtes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie 'autres' reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

Les évolutions récentes varient quelque peu selon le type de fonds. Les actifs des fonds obligataires ont affiché une tendance globalement haussière entre janvier 2010 et juillet 2011. Par la suite, la tendance s'est inversée. La valeur des actifs s'est progressivement affaiblie, passant de 816 422 millions d'euros en juillet 2011 à 772 801 millions en novembre 2011. Toutefois, en décembre, une légère hausse à 777 088 millions a été constatée. Ces évolutions récentes sont liées à la hausse des taux d'intérêts enregistrée au cours de la deuxième partie de l'année 2011 et à la crise des dettes souveraines.

Au cours du troisième trimestre de 2011, la chute des cours boursiers a provoqué une forte baisse du total de l'actif des OPC majoritairement investis en actions. Il a chuté de 16,5% entre juillet et septembre, passant de 717 351 millions d'euros à 598 907 millions d'euros. Au quatrième trimestre, le



total bilantaire s'est stabilisé pour atteindre 622 724 millions d'euros en décembre 2011.

Quant aux fonds mixtes, ils synthétisent les évolutions des fonds obligataires et en actions, soit une croissance stable entre janvier 2010 et juillet 2011, suivie d'une brusque inversion de tendance à partir de juillet 2011 et d'une stabilisation en toute fin d'année.

Vu la faible importance des montants en jeu, les autres fonds ne sont pas représentés sur le graphique. Toutefois, on note que les actifs des fonds immobiliers se sont dépréciés entre septembre et octobre 2011, puis sont restés stables au cours du quatrième trimestre. Le total bilantaire des 'hedge funds', quant à lui, s'est affaibli puis s'est stabilisé au cours du quatrième trimestre, pour atteindre 22 478 millions d'euros en décembre 2011. Enfin, l'évolution des actifs des autres fonds a affiché une tendance nettement baissière à partir de juillet 2011, passant de 112 846 millions d'euros à 104 240 millions d'euros à la fin du mois de décembre.

### 1.2.3.2.8 Les OPC monétaires

#### 1.2.3.2.8.1 Le nombre de compartiments et la somme des bilans

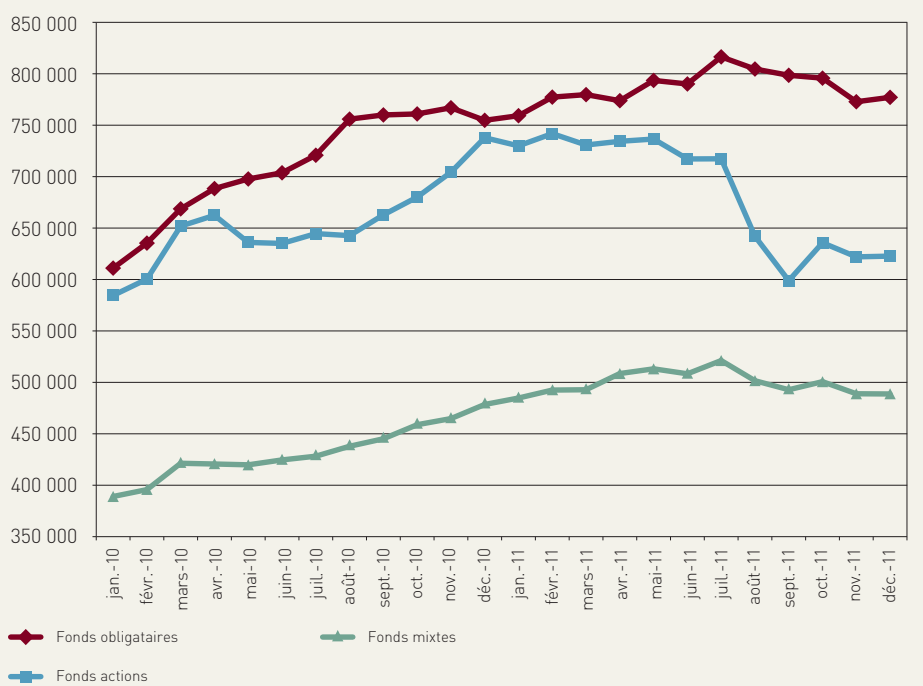
Au 31 décembre 2011, 412 compartiments monétaires étaient officiellement enregistrés auprès de la CSSF, alors que ce nombre s'élevait à 461 un an auparavant. La diminution du nombre de compartiments monétaires, entamée fin 2009, s'est poursuivie tout au long de l'année 2011.

Par contre, depuis juillet 2011, on constate une reprise de la croissance du total bilantaire des fonds monétaires, qui s'est nettement accru, passant de 262 546 millions d'euros en juillet à 302 696 millions d'euros en décembre. En particulier, au cours du quatrième trimestre, les actifs ont augmenté de 6,4%.

A un an d'écart, la progression est également manifeste. Entre le 31 décembre 2010 et le 31 décembre 2011, la somme de bilan des OPC monétaires est passée de 284 555 millions d'euros à 302 696 millions d'euros, ce qui représente une augmentation de 6,4%.

Graphique 25

Evolution du total bilantaire des OPC obligataires, en actions et mixtes  
(en millions d'euros, encours en fin de période)



Source : BCL



Les OPC monétaires, qui avaient perdu de leur attrait aux yeux des investisseurs depuis avril 2009, ont retrouvé leurs faveurs suite à la crise de la dette publique de la zone euro et à l'instabilité des marchés financiers. A nouveau, les gestionnaires de patrimoine se tournent vers les OPC monétaires, dont les rendements sont limités mais constituent un placement peu risqué.

#### 1.2.3.2.8.2 La politique d'investissement

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

Fin décembre 2011, le portefeuille de titres représentait 73,0% de l'actif, soit 220 889 millions d'euros. Parallèlement, les créances sur les établissements de crédit représentaient un poids relatif de 25,0%, soit 75 586 millions d'euros. Il convient de noter que le poids relatif de ces créances était en constante augmentation depuis l'été 2011, passant de 18,7% en juin à 28,6% en novembre. Toutefois, en décembre, il est retombé à 25%. Ce niveau reste toutefois élevé en regard des niveaux observés avant la crise financière de 2008 (environ 12% en moyenne) ou au cours de l'année 2010 (19,7% en moyenne). 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.

Tableau 15

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

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN%				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	12-2010	09-2011	12-2011	12-2010 - 12-2011		09-2011 - 12-2011		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN%	EN MILLIONS D'EUROS	EN%	
Créances	57 410	75 905	75 586	18 176	31,7	- 319	-0,4	25,0
Portefeuille titres	221 835	200 206	220 889	- 946	-0,4	20 683	10,3	73,0
Autres actifs	5 310	8 350	6 221	911	17,2	-2 129	-25,5	2,1
Total de l'actif	284 555	284 461	302 696	18 141	6,4	18 235	6,4	100,0

Source : BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Le portefeuille des titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se compose de titres émis par des établissements de crédit (125 010 millions d'euros au 31 décembre 2011), de titres émis par le secteur public (56 301 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (38 648 millions d'euros). Le volume de titres émis par les administrations publiques a nettement diminué entre septembre 2009, où il atteignait 69 412 millions d'euros et mars 2011, où il s'élevait à 40 044 millions d'euros. Toutefois, depuis lors, il s'est lentement mais sûrement consolidé pour atteindre 56 301 millions d'euros à la fin du mois de décembre. Quant aux titres émis par les établissements de crédits, ils ont enregistré une nette progression par rapport au trimestre précédent (10%), mais un recul par rapport au volume détenu en décembre 2010 (-7,6%). Enfin, les titres émis par les autres secteurs continuent de perdre de l'importance dans le portefeuille des OPC monétaires. En 2007, ils représentaient plus de 40% du portefeuille des titres, avec un volume dépassant les 80 milliards d'euros. En décembre 2011, ils se sont élevés à 38 648 millions d'euros et leur poids relatif ne s'est élevé qu'à 17,6%.

Tableau 16

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie<sup>1)</sup>

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN%				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	2010/12	2011/09	2011/12	2010/12 - 2011/12		2011/09 - 2011/12		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN%	EN MILLIONS D'EUROS	EN%	
Etablissements de crédit	135 309	113 652	125 010	-10 299	-7,6	11 358	10,0	56,8
Administrations publiques	40 219	46 494	56 301	16 083	40,0	9 807	21,1	25,6
Autres secteurs	45 521	39 211	38 648	-6 873	-15,1	- 563	-1,4	17,6
Total	221 049	199 357	219 959	-1 089	-0,5	20 602	10,3	100,0

Source : BCL

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

## 1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

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 2010. Enfin, le secteur hôtel-restauration a affiché des résultats décevants, puisque son chiffre d'affaires s'est accru de 3,0% seulement en 2010 (après un recul de 2,7% en 2009).

La bonne santé dans le secteur du commerce s'est maintenue tout au long de l'année 2011. Le chiffre d'affaires s'est inscrit en hausse sur un an, de 11% en moyenne sur les onze premiers mois de l'année 2011 dans le commerce de gros et de 12,1% sur la même période dans le commerce de détail. Les ventes de détail hors ventes par correspondance (VPC) et ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) ont affiché comme à l'accoutumé des évolutions nettement moins favorables (+0,4% en moyenne sur les onze premiers mois de l'année 2011).

Dans le secteur automobile, les statistiques d'immatriculations sont apparues relativement volatiles depuis la fin de l'année 2010 (voir tableau). Il n'en reste pas moins que sur l'ensemble de l'année 2011, les immatriculations d'automobiles au Luxembourg se situent à un niveau quelque peu supérieur à celui qui prévalait en moyenne un an plus tôt sur la même période. Avec quelques 49 881 nouvelles immatriculations automobiles, le marché de l'automobile du Luxembourg a tout de même enregistré en 2011 sa quatrième meilleure performance depuis 1981. Il se rapproche ainsi des sommets atteints avant la crise financière. Pour rappel, 52359 immatriculations automobiles avaient été enregistrées en 2008. Dans la zone euro, le marché de l'automobile au contraire baissé en 2011 [-3,3%]. Ce dernier chiffre cache des situations contrastées entre d'une part l'Allemagne et la Belgique qui ont vu leurs immatriculations progresser de respectivement 8,8% et 4,5% en 2011 et, d'autre part, la France et l'Italie qui ont enregistré des baisses respectives de 2,1% et 10,9% sur la même période. Les dernières statistiques disponibles concernent le mois de janvier 2012. Elles font état d'une faible baisse des immatriculations automobiles en Allemagne (-0,4%) et de chutes vertigineuses en Belgique (-16%), en France (-20,7%) et en Italie (-16,9%). Notons que pour plusieurs pays européens, les immatriculations souffrent d'effets de base défavorables du fait des mesures incitatives à l'achat de véhicules neufs qui prévalaient encore en janvier 2011 (c'est le cas notamment avec la prime à la casse de la France). Le Luxembourg affiche quant à lui des résultats plus que satisfaisants, avec une hausse de 8,8% de ses immatriculations en

janvier 2012. D'autre part, les premières tendances de l'Autofestival 2012 (28 janvier-6 février 2012) indiqueraient une bonne tenue des ventes, à un niveau équivalent à celui observé un an auparavant. Un autre élément, qui pourrait contribuer à soutenir le marché de l'automobile Luxembourgeoise, réside dans la reconduction de la prime CAR-e - instituée par le gouvernement en 2008 pour promouvoir l'achat de voitures plus écologiques - pour toute l'année 2012.

Tableau 17

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

	2009	2010	2011	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4
Immatriculations de voitures	-9,3	4,8	0,3	-1,2	-7,8	0,0	-6,7	7,2	5,0
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-10,8	4,4	-	7,1	1,2	10,6	1,7	9,9	-
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-23,3	26,3	-	30,9	18,9	25,8	8,6	7,1	-
Commerce de détail	0,4	12,7	-	13,1	11,9	14,3	12,1	10,4	-
Commerce de détail (corrigé de l'effet VPC <sup>34</sup> et VCMS <sup>35</sup> )	-0,8	3,3	-	4,8	1,4	1,8	1,4	-1,3	-
Hôtels et restaurants	-2,7	3,0	-	3,5	3,2	3,4	3,7	1,1	-
Transport aérien	-23,1	22,8	-	21,7	18,1	19,9	5,2	7,6	-
Transport par eau	-16,3	15,3	-	-11,9	8,0	-15,3	-0,7	22,3	-
Transport terrestre	-7,2	3,5	-	5,9	2,4	3,9	6,7	9,6	-
Services auxiliaires des transports	-15,7	19,1	-	18,8	13,0	14,8	-0,2	7,2	-

\* En valeur.

#### 1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs au Luxembourg, qui s'était clairement retourné à la baisse à la mi-2011, semblait avoir cessé de se dégrader depuis le mois décembre. Les résultats de la dernière enquête disponible ont toutefois indiqué un repli de la confiance des consommateurs en février 2012, qui vient contrebalancer l'évolution favorable observée entre novembre 2011 et janvier 2012 (+6 points). En outre depuis août 2011, l'indicateur de confiance des consommateurs évolue toujours en dessous de sa moyenne historique. Dans la zone euro, la confiance des consommateurs a enregistré sa deuxième hausse consécutive en février 2011, mais elle se situe en dessous de sa moyenne historique depuis août 2011.

L'enquête auprès des consommateurs du Luxembourg de février 2012 indique que l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg, après correction des variations saisonnières, a enregistré un net repli en février. Toutes les composantes de l'indicateur de confiance se sont inscrites en retrait ce mois-ci à l'exception des anticipations des ménages concernant la situation économique générale au Luxembourg, qui ont légèrement progressé en février. Les anticipations des ménages relatives au chômage, à leur situation financière et à leur capacité d'épargner se sont en revanche nettement dégradées en février.

37 VPC : ventes par correspondance.

38 VCMS : ventes de carburants en magasins spécialisés.

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

Tableau 18

## Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS				
		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSO MMATEURS	SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2010	février	-6	-17	47	1	41
	mars	-1	-9	44	1	46
	avril	-5	-11	38	-3	33
	mai	-7	-26	33	-10	41
	juin	-2	-11	31	-7	40
	juillet	3	-5	26	-4	48
	août	5	2	24	-1	42
	septembre	5	1	23	3	38
	octobre	5	0	23	-5	48
	novembre	6	0	22	0	44
	décembre	2	-5	28	-6	45
	2011	janvier	5	-3	26	-4
février		3	-1	25	-5	43
mars		5	0	18	1	39
avril		6	-5	16	-4	50
mai		8	2	13	-3	44
juin		4	-2	19	-3	42
juillet		5	-1	26	1	46
août		0	-9	34	-3	44
septembre		-1	-14	37	0	46
octobre		-7	-24	48	-4	46
novembre		-8	-29	43	-3	45
décembre		-7	-27	40	-3	42
2012	janvier	-2	-23	35	-3	52
	février	-6	-22	39	-6	43

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.

### 1.2.5 La croissance économique

La dernière publication des comptes nationaux trimestriels fait apparaître qu'au troisième trimestre de 2011, le PIB réel a progressé de 0,6% par rapport au trimestre précédent, la croissance sur base annuelle s'établissant à 1,1%. Par ailleurs, les données pour le deuxième trimestre de 2011 ont été révisées très nettement à la baisse puisqu'il s'avère à présent que l'activité économique s'est fortement contractée par rapport au trimestre précédent (-0,9%), alors que la croissance qui ressortait de la première estimation des comptes nationaux parue en octobre 2011 était de +0,3%. Cette révision à la baisse est principalement imputable à une évolution moins dynamique qu'estimé précédemment de la formation brute de capital et dans une moindre mesure des exportations.

En examinant le comportement des différents sous-agrégats selon l'optique « dépenses », il apparaît que la formation brute de capital fixe a fortement contribué à redresser la croissance économique au troisième trimestre, l'évolution de cette composante s'affichant à 27,2% sur base trimestrielle<sup>39</sup>. Cette performance exceptionnelle des investissements s'est accompagnée d'une croissance soutenue des importations (4,5%), alors que dans le même temps l'évolution des exportations est restée très molle (0,4%), impliquant une contribution très négative des exportations nettes à la croissance économique. Enfin, la contribution des dépenses de consommation privée a été légèrement négative (-0,1%) et ce pour le deuxième trimestre d'affilée, tandis que la croissance des dépenses de consommation publique a été largement positive (0,8%).

Tableau 19

**Croissance du PIB réel et des composantes de la demande**

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011
Consommation privée	0,1	0,7	-0,1	-0,1	3,1	1,4	1,6	0,7
Consommation publique	0,1	-1,3	0,6	0,8	1,6	-0,1	0,9	0,2
Formation brute de capital fixe	14,2	14,4	-8,4	27,2	4,7	8,2	-3,2	52,3
Exportations	2,3	0,2	0,9	0,4	2,7	4,8	2,4	3,8
Importations	1,4	3,5	0,9	4,5	2,3	5,4	2,4	10,6
PIB réel	1,2	0,2	-0,9	0,6	2,0	2,9	0,5	1,1
Emploi salarié	0,6	0,8	1,0	0,6	2,4	2,6	2,9	2,9
Emploi total	0,6	0,7	0,9	0,5	2,4	2,6	2,9	2,9
Rémunération moyenne par salarié	0,8	0,1	-0,6	0,6	3,7	3,6	1,8	0,9
Productivité du travail	0,6	-0,5	-1,8	0,0	1,5	0,3	-2,3	-1,7
Coût unitaire du travail	0,2	0,6	1,2	0,6	2,1	3,3	4,1	2,7

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

*Sources : Stateg, calculs BCL (aux erreurs d'arrondi près)*

Notons qu'en glissement annuel, l'ensemble des composantes de la demande intérieure affiche une croissance positive, avec toutefois un net contraste entre l'évolution vigoureuse de la formation brute de capital fixe (52,3%) et l'évolution beaucoup plus atone des dépenses de consommation privée (0,7%) et publique (0,2%). La contribution des exportations nettes à la croissance annuelle du PIB a quant à elle été largement négative, puisque les exportations (+3,8%) ont progressé beaucoup plus modestement que les importations (10,6%).

En décomposant l'évolution de la valeur ajoutée par secteur, on remarque que la progression de l'activité économique au troisième trimestre a principalement été soutenue par la branche « commerce, transports et communications » et davantage encore par les « services financiers », la croissance de ces branches s'établissant en rythme trimestriel à, respectivement, 0,5% et 0,8%. Par ailleurs, l'activité dans le secteur industriel s'est sensiblement repliée, la croissance s'affichant à -1,1%, tandis que la croissance de l'activité dans la construction a été atone (+0,2%).

<sup>39</sup> Cette croissance hors norme s'explique en partie par la réalisation d'un investissement exceptionnel d'une firme luxembourgeoise résidant dans l'achat d'un satellite.

Par contre, en rythme annuel la dynamique de croissance dans les secteurs fut toute autre. Ainsi, il apparaît notamment que le secteur industriel affiche une croissance relativement robuste sur un an (+4,7%) tandis que l'activité dans le secteur des services financiers est en nette contraction (-4,0%).

Tableau 20

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011
Agriculture, chasse et pêche	0,0	3,8	-3,7	-3,8	4,0	3,8	0,0	-3,8
Industrie y compris énergie	-0,6	9,5	-2,8	-1,1	3,4	16,4	5,9	4,7
Construction	-1,3	7,2	-4,6	0,2	4,4	9,9	0,9	1,1
Commerce, transports et communications	1,9	2,1	0,9	0,5	7,3	5,5	4,8	5,6
Services financiers	1,4	-3,9	-2,3	0,8	1,4	-4,8	-6,5	-4,0
Services immobiliers, de location et aux entreprises	4,4	-1,5	0,5	-0,3	8,6	7,2	4,7	3,0
Autres activités de services	0,3	-1,8	0,9	0,3	2,1	0,2	0,9	-0,2

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondis près)

Notons encore que la dernière version de la comptabilité nationale trimestrielle fait état d'un ralentissement de la croissance annuelle de la rémunération par tête au cours du troisième trimestre 2011 (0,9% contre 1,8% le trimestre précédent et 2,3% au cours du même trimestre de 2010). Cette évolution couplée à une diminution de la productivité du travail (en glissement annuel), s'est traduite par une hausse des coûts salariaux unitaires nominaux de 2,7% au troisième trimestre 2011 par rapport au même trimestre de l'année précédente. Pour plus de détail sur l'évolution du coût salarial moyen, se référer à la section 1.2.1.3.

### 1.2.6 Retour sur les projections macro-économiques de décembre 2011

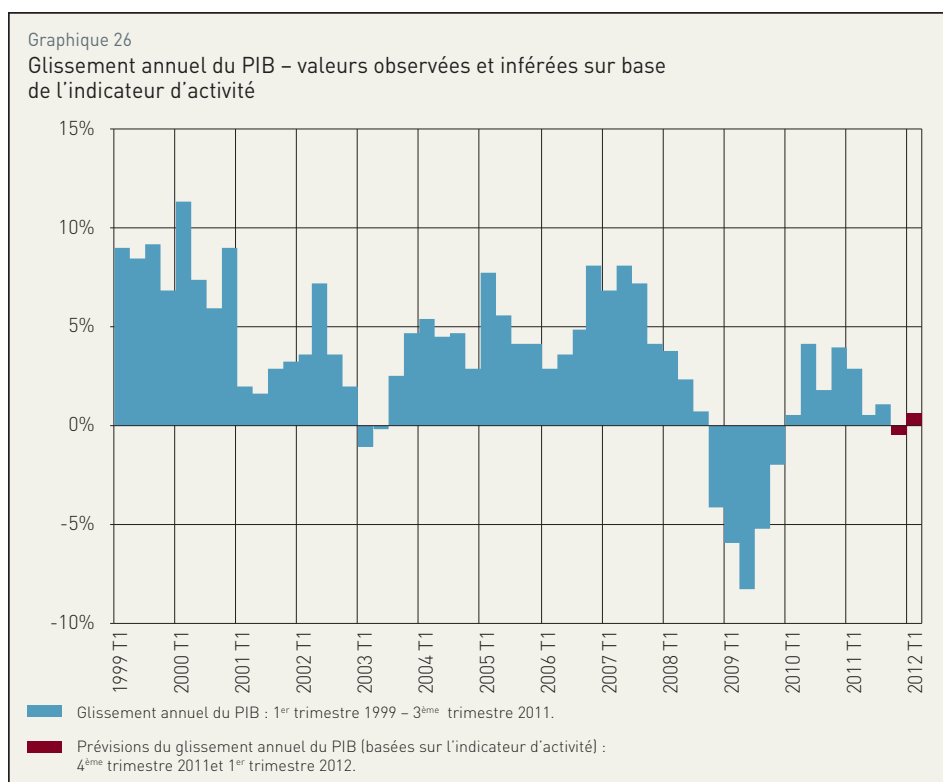
Les plus récentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2011. Le scénario sous-jacent tablait alors sur une nette diminution du PIB réel au quatrième trimestre 2011 et sur un retour fort graduel de la croissance à partir du premier trimestre 2012. Selon ces projections, la progression du PIB réel devait se situer entre 1,4% et 2,0% en 2011 et entre 0,0% et 2,0% en 2012.

Depuis lors, le Statec a publié sa première estimation des comptes pour le troisième trimestre 2011 et de nouvelles informations conjoncturelles ont été diffusées. Le PIB du Luxembourg aurait progressé de 0,6% au troisième trimestre 2011, après un recul de 0,9% au deuxième trimestre 2011 et une faible croissance au premier (voir la section 1.2.5). Dans le même temps, le taux de croissance de la zone euro se serait stabilisé à 0,1% au troisième trimestre 2011, avant de reculer à -0,3% au quatrième. Les indicateurs conjoncturels disponibles pour le quatrième trimestre 2011 semblent globalement indiquer que la croissance trimestrielle du PIB du Luxembourg devrait nettement s'infléchir. En effet, la production industrielle a reculé de 5,2% au quatrième trimestre 2011 (par rapport au troisième trimestre 2011), les données provisoires relatives au commerce de gros laissent anticiper un recul du chiffre d'affaires au quatrième trimestre 2011 (toujours par rapport au trimestre précédent). Enfin, la valeur nette d'inventaire des OPC a baissé de 1,3% au quatrième trimestre 2011. Seul, le secteur du BTP semble avoir affiché une certaine résistance, puisque la production dans le secteur de la construction a légèrement progressé au quatrième trimestre 2011 (+1,4 par rapport au troisième trimestre 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 -1,3% et +0,4% au quatrième trimestre 2011 (après +1,1% au troisième trimestre 2011). Autrement dit, la croissance du PIB en rythme trimestriel (quatrième trimestre 2011 par rapport au trimestre précédent) serait négative, autour de -0,3%. La croissance pour 2011 calculée à l'issue de ce quatrième trimestre s'établirait dans ces conditions autour de +1,0%. Ce dernier résultat pour l'année 2011 tient compte des informations conjoncturelles les plus récentes relatives au Luxembourg, y compris la forte révision à la baisse par le Statec de la croissance relative au deuxième trimestre

2011. Cette inférence de 1,0% – qui doit être interprétée avec prudence compte tenu des fréquentes révisions statistiques – est inférieure à la limite basse de la fourchette de croissance résultant des projections macroéconomiques de décembre 2011 de la BCL (soit 1,4% – 2%).

L'indicateur d'activité laisse augurer pour le premier trimestre 2012 une croissance du PIB en glissement annuel se redressant, pour s'établir dans une fourchette comprise entre -1,1% et +2,3%. Ce dernier résultat impliquerait pour l'année 2012 un acquis calculé à l'issue du premier trimestre 2012 s'établissant à 1,1%. Ce dernier taux serait en ligne avec les projections de décembre 2011 de la BCL (croissance comprise entre 0,0 et 2,0% pour 2012).



Sources : Statec, calculs BCL

## 1.2.7 Le commerce extérieur

Le déficit du commerce extérieur s'est à nouveau alourdi en atteignant un niveau record de 6,4 milliards d'euros sur toute l'année 2011 (+14% par rapport à l'année 2010). Cette aggravation est pourtant intervenue sur fond d'une amélioration des échanges de biens, qui ont enregistré en 2011 une hausse de 11% pour les exportations et de 12% pour les importations. La croissance du commerce extérieur s'est toutefois ralentie dès le second trimestre 2011, dans un contexte d'assombrissement des perspectives économiques mondiales, malgré une relative embellie au troisième trimestre. Au deuxième trimestre 2011, la progression en rythme annuel des exportations ralentit ainsi à 9% (comparé à 25% pour le premier trimestre) et à 0,3% pour les importations (contre 18% pour le premier trimestre 2011, voir le tableau ci-dessous). Le troisième trimestre 2011 s'est par contre caractérisé par une relative embellie pour les exportations (+11,6%) et un net rebond pour les importations (+23%, suite à l'acquisition d'un satellite). Les données du quatrième trimestre indiquent une quasi-stagnation (+0,6%) des exportations et une hausse de 11% pour les importations (suite à la livraison de deux avions). Alors qu'il était pourtant en recul sur les deux premiers trimestres de 2011, le déficit commercial est donc remonté au troisième trimestre et au quatrième trimestre 2011, essentiellement sous l'effet d'acquisition des biens d'équipement (satellite et avions évoqués ci-dessus).



Les indices moyens des prix montrent une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation qui, avec un taux de croissance de 1,3% en 2010 et de 6% sur les trois premiers trimestres 2011, ont progressé à un rythme inférieur aux prix à l'importation (+8% sur toute l'année 2010 et +9% sur les trois premiers trimestres 2011). En conséquence, les termes de l'échange ont en moyenne poursuivi leur détérioration (-3%) sur les trois premiers trimestres 2011, essentiellement suite à la remontée du prix du pétrole. Quant aux indices moyens des volumes du commerce, ils montrent une hausse plus marquée des volumes à l'exportation (+15% sur toute l'année 2010 et +9% sur les trois premiers trimestres 2011) qu'à l'importation (+10% en 2010 et +4% sur les trois premiers trimestres 2011).

Dans les différentes catégories de biens exportés, les produits sidérurgiques, principale composante des exportations luxembourgeoises, ont subi un net ralentissement de leur croissance (9% sur toute l'année 2011, contre 26% en 2010) qui s'est même avérée négative au dernier trimestre 2011. Toutes les autres catégories de biens se sont 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% en 2010 et de 8% en 2011. Les livraisons vers l'Asie ont progressé d'environ 23% en 2010 et de 11% sur toute l'année 2011. Celles à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont repris leur progression (+35%) sur toute l'année 2011, après avoir baissé de 5% en 2010.

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 25% sur toute l'année 2010 et de 16% sur toute l'année 2011. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (85% de toutes les importations) se sont accrues de 18% en 2010 et de 9% sur toute l'année 2011. Celles en provenance d'Amérique et d'Asie ont augmenté à des rythmes plus soutenus.

Tableau 21

**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	8 833,7	-1,9%	12 108,8	-1,4%	-3 275,1	0,1%
2004	9 785,2	10,8%	13 677,3	13,0%	-3 892,1	18,8%
2005	10 344,3	5,7%	14 463,2	5,7%	-4 118,9	5,8%
2006	11 393,1	10,1%	15 785,9	9,1%	-4 392,8	6,6%
2007	11 945,9	4,9%	16 470,5	4,3%	-4 524,6	3,0%
2008	11 987,5	0,3%	17 515,7	6,3%	-5 528,2	22,2%
2009	9 250,2	-22,8%	13 799,2	-21,2%	-4 549,0	-17,7%
2010	10 785,4	16,6%	16 421,9	19,0%	-5 636,5	23,9%
1 <sup>er</sup> trim.	2 515,2	9,7%	3 698,9	8,1%	-1 183,7	4,8%
2 <sup>e</sup> trim.	2 801,4	28,3%	4 509,6	35,8%	-1 708,2	50,2%
3 <sup>e</sup> trim.	2 685,8	11,2%	3 830,0	16,2%	-1 144,3	29,9%
4 <sup>e</sup> trim.	2 783,0	18,0%	4 383,4	16,6%	-1 600,4	14,2%
2011	12 006,9	11,3%	18 427,8	12,2%	-6 420,9	13,9%
1 <sup>er</sup> trim.	3 150,5	25,3%	4 356,3	17,8%	-1 205,9	1,9%
2 <sup>e</sup> trim.	3 058,8	9,2%	4 523,0	0,3%	-1 464,3	-14,3%
3 <sup>e</sup> trim.	2 997,0	11,6%	4 701,7	22,8%	-1 704,7	49,0%
4 <sup>e</sup> trim.	2 800,5	0,6%	4 846,7	10,6%	-2 046,1	27,8%

Source : STATEC

Encadré 4

## L'ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT FINANCIER ET DE CONSOMMATION DES MÉNAGES : INTRODUCTION ET PREMIERS RÉSULTATS

### INTRODUCTION

Les banques centrales de l'Eurosystème ont mis en place l'enquête HFCS<sup>40</sup> afin de collecter des données micro-économiques sur le comportement financier et de consommation des ménages. De telles informations harmonisées à travers les différents pays ne sont pas disponibles par le truchement des sources statistiques existantes. Pourtant, elles présentent une utilité certaine dans plusieurs domaines de compétence des banques centrales, étant donné que les évolutions des agrégats économiques sont déterminées en partie par la distribution, parmi les ménages, de la richesse ou de la dette. Les décisions de consommation et d'épargne dépendent d'ailleurs également de facteurs propres aux ménages individuels (composition, âge, éducation, etc.). Ainsi, par le passé plusieurs banques centrales ont établi des enquêtes régulières auprès des ménages (Federal Reserve Board, Banca d'Italia, Banco de España). Le projet HFCS vise à harmoniser cette pratique et à l'étendre à l'ensemble des pays membres de la zone euro.

Dans le cadre de ce projet, la Banque centrale du Luxembourg en collaboration avec le CEPS/Instead a conduit deux enquêtes, entre le dernier trimestre 2010 et le premier trimestre 2011. Il s'agit d'une part du volet luxembourgeois de l'enquête HFCS – orienté vers les ménages résidents – et d'autre part d'une enquête complémentaire orientée vers les ménages non-résidents dont au moins un membre est employé au Luxembourg. La deuxième enquête reflète l'importance des frontaliers pour l'emploi, la consommation et la production au Luxembourg.

Cet encadré se focalise sur l'enquête auprès des ménages résidents, présentant son contexte et ses objectifs, détaillant la collecte et le traitement des données et résumant certains résultats préliminaires concernant le comportement financier. L'enquête relative aux ménages frontaliers fera l'objet d'un deuxième encadré dans le prochain bulletin, qui portera plus sur les résultats relatifs à la consommation.

### LE QUESTIONNAIRE, L'ÉCHANTILLONNAGE ET LA COLLECTE DES DONNÉES

Le questionnaire HFCS se compose de deux parties: la première concerne le ménage dans son ensemble et la deuxième s'adresse individuellement à certains membres du ménage. Les questions s'adressant au ménage concernent les actifs réels et leur financement, les autres passifs et contraintes de crédit, les entreprises privées, les actifs financiers, les cadeaux/transferts intergénérationnels et la décision de consommation/épargne. Les questions orientées vers les individus concernent les caractéristiques individuelles (âge, sexe, situation familiale), l'emploi, les droits à la retraite et les autres revenus du travail (les autres sources de revenus sont couvertes au niveau du ménage). Dans l'ensemble, plus de 400 questions différentes sont proposées, dont la plupart proviennent de l'enquête Eurosystème HFCS.

En principe, l'échantillon de l'enquête devrait cibler l'ensemble de la population des ménages résidant au Luxembourg. Cependant, les données du recensement de la population étaient désuètes au moment de la collecte des données. En conséquence, l'enquête s'est basée sur un échantillon aléatoire stratifié extrait du registre de l'Inspection Générale de la Sécurité Sociale (en date du 31 décembre 2009). Ce registre couvre la quasi totalité de la population résidente (à l'exception des fonctionnaires européens et les résidents de certaines institutions).

Afin de réduire la variance des estimateurs, l'échantillon est stratifié selon la nationalité, l'occupation et le revenu individuel. En accord avec les objectifs de l'enquête, la catégorie de la population présentant une richesse plus élevée a été sur-représentée dans l'échantillon. Il s'agit de prendre en compte la plus grande variabilité de la composition du portefeuille parmi ces ménages et leur contribution plus importante aux agrégats relatifs au secteur des ménages.

40 Household finance and consumption survey.

L'enquête auprès des ménages résidents au Luxembourg a été conduite par le biais d'entretiens personnels assistés par ordinateur (CAPI)<sup>41</sup>. Les modalités de l'enquête ont été communiquées aux ménages sélectionnés par différents moyens (lettre d'introduction, dépliants d'information, page internet et numéro téléphonique dédié). Un effort considérable a été consacré à la préparation du questionnaire dans les différentes langues véhiculaires au Luxembourg. La collecte des données a commencé fin septembre 2010 et s'est terminée en avril 2011. En moyenne, un entretien a duré 56 minutes (avec une médiane de 51 minutes). Partant de l'échantillon initial de 5 000 ménages résidents extrait du registre IGSS, des entretiens ont eu lieu avec 950 ménages, représentant 2 540 individus. La qualité des réponses fournies est jugée bonne au vu de différentes indications fournies par les enquêteurs (fiabilité des données sur le revenu et la richesse, nombre de documents consultés, intérêt pour l'enquête, compréhension des questions).

### TRAITEMENT DES DONNÉES

Il est bien connu que des enquêtes aussi complexes sur des sujets particulièrement sensibles conduisent à des incohérences logiques entre les réponses à différentes questions et à des non-réponses à certaines questions. C'est pourquoi les données doivent faire l'objet d'un traitement spécifique avant toute analyse empirique. Dans un premier temps, les données sont éditées afin d'identifier et de corriger d'éventuelles erreurs (incohérences logiques). Ces corrections se basent aussi sur les commentaires de l'enquêteur enregistrés après l'entretien, sur des incohérences institutionnelles, des incohérences logiques entre les réponses à différentes questions ou des erreurs de frappe.

Dans un deuxième temps, la non-réponse à des questions individuelles est traitée. Sans un traitement approprié, la non-réponse peut avoir des conséquences graves, générant un biais des estimateurs et limitant la taille de l'échantillon et donc l'efficacité des estimateurs. La procédure de l'imputation sert à remplacer les non-réponses par des valeurs plausibles. La BCL a eu recours à *€MIR*<sup>42</sup>, une suite de routines pour l'imputation multiple, mise à sa disposition par l'Eurosysteme.

Enfin, les données éditées et imputées sont pondérées pour fournir un échantillon représentatif de la population de ménages résidents au Luxembourg (dont au moins un membre était enregistré à l'IGSS fin 2009). La procédure de pondération repose sur les étapes suivantes : ajustement pour la probabilité de sélection (en tenant compte de la surreprésentation des ménages plus favorisés), ajustement pour la non-réponse à des questions individuelles, ajustement selon des sources statistiques externes afin d'approximer au mieux la distribution des ménages et des individus dans la population cible.

### RÉSULTATS

Pour le ménage résident représentatif (moyenne pondérée des ménages interrogés) le revenu brut annuel est estimé à €83 600. La plus grande part de ce revenu brut provient des salaires (63%), tandis que 7% provient du revenu du travail indépendant et 18% des pensions. Sur l'ensemble des ménages résidents, seulement 71% comptent des salariés et 10% des travailleurs indépendants. Le revenu salarial moyen (par ménage dont au moins un membre est salarié) est de €73 700. Parmi les ménages dont au moins un membre est travailleur indépendant, le revenu moyen émanant de ce travail est de €58 900. Ce contraste s'explique en partie par le fait que bon nombre de ménages combinent un revenu salarial avec un travail indépendant qui génère un revenu plus limité. Ainsi, en se limitant aux ménages dont la personne de référence se déclare travailleur indépendant, cette source de revenu représente €150 000 pour le ménage représentatif.

Environ 35% des ménages résidents reçoivent au moins une pension pour une valeur moyenne de €43 800 par an. Les transferts sociaux concernent 41% des ménages et leur valeur moyenne est estimée à €8 600 par an. Les revenus des investissements immobiliers sont perçus par seulement 13% des ménages, avec une valeur moyenne de €24 400 par an. Les investissements financiers concernent pratiquement 50% des ménages et génèrent un revenu annuel moyen de €2 100.

41 Computer-assisted personal interview.

42 ECB Multiple Imputation Routines.

Pour le ménage représentatif, la richesse nette (après déduction des dettes immobilières et autres) est de €733 000 (médiane €403 000). Cette valeur est très élevée en comparaison internationale. Aux Etats-Unis, la richesse nette du ménage moyen se situe à €425 000 (Bricker et al., 2011), en France à €229 300 (Chaput et al., 2011) et en Allemagne à €140 000 (Frick et al., 2010).

La richesse brute se compose à 11% d'actifs financiers et à 89% d'actifs réels (biens immobiliers, véhicules, etc.). Le ménage représentatif détient €723 000 d'actifs réels et €88 400 d'actifs financiers, pour une richesse brute totale de l'ordre de €811 000. La résidence principale correspond à 59% des actifs réels du ménage représentatif (€430 000). D'autres biens immobiliers représentent 30% des actifs réels (€217 000), tandis que les véhicules et autres objets de valeur ne constituent qu'une fraction de ces actifs. Du côté du passif, les dettes hypothécaires s'élèvent à €74 000 en moyenne. La dette totale est estimée à €78 400 pour le ménage représentatif.

On estime que 67% des ménages luxembourgeois sont propriétaires de leur résidence principale (au moins en partie). Sa valeur moyenne est estimée à €640 000 (médiane €500 000). Pratiquement 30% des ménages sont propriétaires d'autres biens immobiliers, d'une valeur moyenne de €770 000 (médiane €300 000). Seuls 6% des ménages possèdent des parts d'entreprise, avec une valeur moyenne de €760,000 (médiane €190 000). Par contre, 87% des ménages sont propriétaires d'au moins un véhicule, d'une valeur moyenne de €24,000. D'autres objets de valeur sont détenus par 24% des ménages, la valeur moyenne correspondante s'établissant à €39 000.

Le ménage représentatif détient par ailleurs 32% de ses actifs financiers sur un compte d'épargne, 21% dans un organisme de placement collectif, 19% dans le cadre d'un plan de pension privé et 11% sur un compte courant. En moyenne, les ménages luxembourgeois possèdent près de €29 000 sur leur compte d'épargne, €18 000 en parts d'OPC, €17 000 en plan de pension et €10 000 en compte courant. D'autres catégories d'actifs financiers sont moins importantes.

Presque chaque ménage possède un compte courant, mais seuls 75% ont un compte d'épargne et 19% des parts d'OPC. Si on se limite aux ménages qui ont un compte d'épargne, leur montant moyen est de presque €40 000 (médiane €15 000). En se limitant aux ménages qui ont des parts d'OPC, l'investissement moyen est de €95 000 (médiane €27 000). Pour les 4% des ménages qui ont acheté des obligations, leur valeur moyenne est de €120 000 (médiane €45 000) et pour les 10% qui ont acheté des actions, leur valeur moyenne est de €60 000 (médiane €10 000). Un tiers des ménages souscrit à un plan de pension privé, avec une valeur moyenne de €50 000 (médiane €28 000).

Les caractéristiques spécifiques des différents ménages peuvent expliquer le niveau et la composition de leur richesse nette. En passant des ménages composés d'une seule personne aux ménages composés de deux personnes, on observe une forte augmentation de la richesse totale et de la richesse réelle. Cependant, le passage des ménages à deux personnes aux ménages à trois ou à quatre personnes n'exerce pratiquement aucun effet. Le niveau de richesse augmente à nouveau si les ménages sont composés de plus de quatre personnes.

Le revenu brut, la richesse nette et la richesse réelle augmentent nettement avec l'âge (jusqu'à la retraite) et avec le niveau d'éducation. Par contre, ces variables ont moins d'impact sur la richesse financière. Par exemple, pour les ménages dont la personne de référence ne dispose pas d'un niveau d'éducation primaire, le niveau de richesse nette est de l'ordre de €400 000. Celle-ci augmente jusqu'à €1 075 000 pour les ménages dont la personne de référence présente le niveau d'éducation le plus élevé.

Les ménages dont la personne de référence a la nationalité luxembourgeoise ont un niveau moyen de richesse nette (€940 000) et de richesse réelle (€842 000) constituant pratiquement le double des ménages dont la personne de référence est de nationalité étrangère (respectivement €395 000 et €333 000 en moyenne). Ces différences sont statistiquement significatives. Par contre, en termes de revenu brut, la différence n'est pas significative (€86 500 en moyenne pour le ménage luxembourgeois et €79 000 pour le ménage étranger). Ceci pourrait s'expliquer par les héritages, qui sont vraisemblablement plus élevés pour les ménages luxembourgeois.

Le lien entre le niveau de revenu et le niveau de richesse est bien visible. La richesse nette augmente de façon régulière en passant du premier au deuxième quartile de la distribution des revenus et ensuite du deuxième au troisième quartile. Par contre, une augmentation beaucoup plus importante de la richesse nette se manifeste en passant du troisième au quatrième quartile de la distribution des revenus.

## CONCLUSIONS

Cet encadré fournit un premier aperçu de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages au Luxembourg. Par rapport au revenu et la richesse, les résultats sont cohérents avec les données agrégées quant à la position du Luxembourg en comparaison internationale (OECD, 2011). La valeur ajoutée de cette enquête provient des informations micro-économiques qui permettent de mettre en relation le revenu et la richesse par rapport à des données propres à chaque ménage. De plus, elle permet d'analyser la distribution du revenu et de la richesse à travers la population des ménages. Enfin, la nature harmonisée de l'enquête permettra une comparaison avec la distribution des revenus et de la richesse dans d'autres pays de la zone euro.

## RÉFÉRENCES

Bricker, J., C. Bucks, A. Kennickell, T. Mach and K. Moore (2011): "Surveying the aftermath of the storm: Changes in family finances from 2007 to 2009, Finance and Economics Discussion Paper No. 2011-17, Washington: Federal Reserve Board.

Chaput, H., K.-H. Luu Kim, L. Salembier and J. Solard (2011): "Les inégalités de patrimoine s'accroissent entre 2004 et 2010", INSEE Première, N° 1380 – Novembre 2011. Paris: INSEE.

Frick J. R., M. M. Grabka, and R. Hauser (2010): "Die Verteilung der Vermögen in Deutschland. Empirische Analysen für Personen und Haushalte", Berlin: edition sigma 2010.

OECD (2011): "How's life? Income and wealth", Paris. OECD.

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 2,4 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2011, contre 3 milliards d'euros sur la même période de 2010. Cette importante détérioration (-20%) du surplus courant provient d'une aggravation des déficits structurels des marchandises, des revenus et des transferts courants, sur fond d'un tassement des exportations nettes de services. Les données préliminaires du quatrième trimestre font état d'une poursuite de la détérioration du compte courant dans ses balances partielles, à l'exception du revenu net d'investissements.

Dans la balance des marchandises, l'importante hausse du déficit qui totalise 3,5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2011, résulte en grande partie d'une forte hausse du déficit des marchandises du commerce général, particulièrement au troisième trimestre et même davantage au quatrième trimestre, sous l'effet d'acquisition d'un satellite et de deux aéronefs (voir section 1.2.7 ci-dessus). A cela s'ajoutent les opérations sur or non-monnaire dont le solde s'est retourné en dégageant un déficit sur les trois premiers trimestres de 2011 (et même sur l'année), contre un surplus sur la période correspondante de 2010. L'accroissement du déficit des revenus, qui atteint 10 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2011, est dû à la fois à une hausse de 4% de la rémunération nette des salariés et à une hausse

de 7% des dividendes et intérêts versés aux non-résidents. Le creusement du déficit des transferts courants (826 millions sur les trois premiers trimestres 2011) s'explique en grande partie par l'augmentation des versements nets de la BCL à l'Eurosystème dans le cadre de la redistribution du revenu monétaire.

L'excédent de la balance des services a subi un important ralentissement de sa croissance sur les trois premiers trimestres (en atteignant 17 milliards) et même au dernier trimestre de 2011. Au total sur les trois premiers trimestres 2011, la progression annuelle des exportations nettes de services se réduit ainsi à 4,5%, contre 28% sur la période correspondante de 2010. Ce tassement reflète essentiellement les évolutions dans les exportations nettes de services financiers et d'assurances. Comparé à la période correspondante de 2010 où elles affichaient encore une hausse de plus de 30%, les exportations nettes de services financiers ont vu leur croissance se ralentir fortement sur les deux premiers trimestres de 2011, avant de subir un important recul au troisième trimestre et au quatrième trimestre, en raison de l'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Les services d'assurance ont subi le même impact négatif de l'environnement financier, les primes perçues ayant largement reculé sur les trois premiers trimestres, avant de se stabiliser au quatrième trimestre 2011. Les exportations des autres services, à l'exception des voyages, ont également subi une stagnation voire une baisse de leurs excédents.

#### 1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) ont enregistré des sorties nettes d'environ 47 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de l'année 2011. Ces sorties nettes sont compensées par des entrées nettes de 39 milliards dans les investissements de portefeuille et de 5 milliards dans les produits financiers dérivés. Les flux nets d'investissements sont quant à eux restés quasiment neutres.

Dans les investissements de portefeuille, face à l'incertitude sur les marchés financiers dans le contexte de la crise des dettes souveraines de certains pays de la zone euro, les résidents ont vendu massivement les actions étrangères (à concurrence de 39 milliards pour le seul troisième trimestre 2011), alors qu'ils avaient réalisé des achats nets sur les deux premiers trimestres. Les non-résidents ont également rapatrié, au seul troisième trimestre, 30 milliards d'euros d'investissements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie), contre une acquisition nette sur les deux premiers trimestres 2011. Les transactions sur titres de participation ont globalement dégagé des entrées nettes en forte chute (32 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2011, contre 93 milliards sur la même période de 2010). Les entrées nettes positives de 2011 proviennent toutefois en grande partie des ventes nettes d'actions étrangères par les résidents et non d'une acquisition nette par les non-résidents, comme à l'accoutumé, de parts d'OPC luxembourgeois.

En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont délaissé les titres étrangers à court terme qui ont subi des ventes nettes (10 milliards sur les trois premiers trimestres 2011) au profit des titres à long terme (acquisitions nettes pour 14 milliards). Du côté des engagements, les non-résidents ont également délaissé les titres à court terme (ventes nettes de 660 millions) tout en acquérant massivement les titres à long terme (à concurrence de 11 milliards). Compte tenu de ces mouvements de rapatriement des capitaux et de réallocation de portefeuille, les transactions sur titres de créance se sont soldées par des entrées nettes de 7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2011, contre des sorties nettes de 46 milliards sur la même période de 2010.

Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 47 milliards sont liées à une hausse des avoirs nets à la fois des institutions financières monétaires (la BCL y contribue pour un tiers) et des autres secteurs.

Tableau 22

Balance des paiements du Luxembourg<sup>1)</sup>

UNITÉ <sup>1)</sup> : MILLION EUR	JANVIER-SEPTEMBRE 2010			JANVIER-SEPTEMBRE 2011		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>130 976</b>	<b>127 976</b>	<b>3 000</b>	<b>141 702</b>	<b>139 295</b>	<b>2 407</b>
Marchandises	9 341	12 379	-3 038	10 334	13 821	-3 487
Services	36 808	20 409	16 399	39 045	21 909	17 136
Revenus	81 132	91 007	-9 875	88 409	98 825	-10 416
Transferts courants	3 695	4 180	-485	3 914	4 740	-826
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>32</b>	<b>169</b>	<b>-137</b>	<b>24</b>	<b>165</b>	<b>-141</b>
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
<b>COMPTE FINANCIER</b> <sup>2)</sup>			<b>-2 612</b>			<b>-2 481</b>
<b>Investissements directs</b> <sup>3)</sup>	<b>-72 926</b>	<b>69 070</b>	<b>-3 856</b>	<b>-121 911</b>	<b>122 202</b>	<b>290</b>
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-49 492	146 331	96 839	-85 317	92 241	6 924
Autres opérations, Prêts intragroupes	-23 434	-77 261	-100 695	-36 594	29 960	-6 634
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-65 397</b>	<b>112 073</b>	<b>46 676</b>	<b>12 922</b>	<b>25 854</b>	<b>38 776</b>
Titres de participation	-17 328	110 199	92 871	16 329	15 636	31 965
Titres de créance	-48 070	1 875	-46 195	-3 408	10 218	6 811
<b>Produits financiers dérivés</b>			<b>7 526</b>			<b>5 261</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>-120 452</b>	<b>67 500</b>	<b>-52 953</b>	<b>-175 951</b>	<b>129 248</b>	<b>-46 703</b>
<b>Avoirs de réserve</b>			<b>-6</b>			<b>-105</b>
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>-251</b>			<b>215</b>

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2)</sup> 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 augmentation, un signe positif une diminution.

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

Sources : BCL/STATEC

## 1.2.9 La position extérieure globale

Les avoirs financiers extérieurs bruts ont augmenté de 23 milliards d'euros (0,46%) pour atteindre 4 984 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre de 2011, contre 4 961 milliards à la fin du deuxième trimestre 2011. Cette hausse est le résultat d'un effet flux largement positif (sorties de capitaux à concurrence de 52,4 milliards), compensé en grande partie par une réévaluation à la baisse (-29,6 milliards, soit -0,6%) consécutive à la chute des cours d'actifs sur les marchés financiers. La dépréciation de l'euro observée entre fin juin et fin septembre 2011 n'a pas suffi à effacer les pertes de valeur induites par la baisse des prix d'actifs, occasionnant globalement un effet négatif de valorisation sur les avoirs extérieurs. Le même phénomène s'est produit du côté de l'encours d'engagements financiers extérieurs, qui a globalement subi un effet négatif de valorisation (-32 milliards d'euros). Ce dernier effet a été largement compensé, comme pour l'encours d'avoirs, par un effet flux positif (entrées de capitaux de 52,2 milliards d'euros) permettant ainsi à l'encours total d'engagements envers les non-résidents d'atteindre 4 938 milliards à la fin du troisième trimestre 2011.

Les effets-flux se sont donc mutuellement neutralisés (sorties de capitaux presque identiques aux entrées), pendant que les effets négatifs de valorisation ont davantage affecté les engagements que les avoirs financiers extérieurs. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est par conséquent améliorée de

2,5 milliards en atteignant 46 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2011 contre 43,5 milliards à la fin du deuxième trimestre 2011. Cette amélioration provient donc exclusivement de l'incidence des effets de valorisation (voir tableau ci-dessous).

Dans les différentes composantes de la position extérieure, les positions créditrices sur investissements directs et sur produits dérivés se sont réduites de respectivement 20 milliards et de 6 milliards d'euros. Ces deux baisses sont plus que compensées par un accroissement de 23 milliards dans l'excédent des autres investissements et par une réduction de 5,5 milliards dans le déficit d'investissements de portefeuille.

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'établit à 1 551 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2011, enregistrant une hausse de 91 milliards (+6%) par rapport au trimestre précédent. Les flux de nouveaux investissements réalisés (57 milliards) s'ajoutent à un large effet positif de change (34 milliards d'euros ou +2%). De même, le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit à 1 542 milliards d'euros fin septembre 2011, soit une hausse de 112 milliards (dont 60 milliards de nouveaux flux entrants et 52 milliards d'effet positif de change).

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, se réduit de 5,5 milliards pour atteindre un déficit de 294 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre. Ce sont les effets négatifs de valorisation qui ont contribué à cette amélioration (à concurrence de 40,6 milliards). La contribution des flux s'est avérée négative (creusement du déficit pour 35,1 milliards). Face à l'incertitude accrue résultant de l'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, le comportement des investisseurs s'est caractérisé, au troisième trimestre 2011, par d'importants mouvements de rapatriement de capitaux. Les investisseurs résidents ont vendu les titres étrangers à concurrence de 73 milliards d'euros. En même temps, le portefeuille de titres étrangers a subi une perte de valeur de 97 milliards d'euros (-5%) induite par la baisse des marchés. Les deux effets combinés réduisent ainsi l'encours de valeurs mobilières détenues à 1 966 milliards d'euros fin septembre, contre 2 137 milliards fin juin 2011 (-8%). Les titres luxembourgeois ont également subi des ventes nettes par les investisseurs étrangers à concurrence de 38 milliards (dont 30 milliards en titres de participation). A cela s'ajoutent d'importants effets négatifs de valorisation (-138 milliards, soit -6%) réduisant ainsi l'encours d'engagements de portefeuille à 2 261 milliards (dont 80% correspondent aux parts d'OPC). Dans l'ensemble, les effets négatifs de valorisation ont davantage affecté les titres luxembourgeois (-138 milliards) que les titres étrangers (-97 milliards), contribuant ainsi à la réduction du déficit total sur les valeurs mobilières.

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) a subi une hausse de son excédent de 23 milliards d'euros pour s'établir à 321 milliards fin septembre 2011. La position créditrice des institutions financières monétaires (incluant la BCL) s'établit à 164 milliards fin septembre 2011, soit une hausse de 28 milliards par rapport à fin juin 2011. La contribution de la BCL (correspondant essentiellement au solde TARGET) a progressé de 14 milliards à 83 milliards à fin septembre 2011. Celle des autres IFMs s'est accrue dans les mêmes proportions à 81 milliards.

Finalement, la dette extérieure brute du Luxembourg, qui recense uniquement les engagements financiers exigibles qui requièrent les paiements d'intérêt et du principal, s'établit à 1 579 milliards d'euros fin septembre 2011 (environ 3500% du PIB), soit une hausse de 92 milliards par rapport à fin juin 2011. La créance extérieure nette, qui correspond à la différence entre l'encours d'actifs financiers exigibles et l'encours d'engagements exigibles, se contracte de 14 milliards sur trois mois pour atteindre 1 336 milliards fin septembre 2011.



Tableau 23

## Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards EUR)

	ENCOURS À FIN 2011Q2 <sup>(2)</sup>	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT <sup>(1)</sup>	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS <sup>(1)</sup>	ENCOURS À FIN 2011Q3 <sup>(2)</sup>
<b>Position extérieure nette</b>	<b>43,5</b>	<b>0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>46,1</b>
Avoirs extérieurs bruts	4 961,0	52,4	-29,6	4 983,8
Engagements extérieurs bruts	4 917,5	52,2	-32,1	4 937,7
<b>Investissements directs</b>	<b>29,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-17,3</b>	<b>9,4</b>
Luxembourgeois à l'étranger	1 459,6	57,1	34,4	1 551,1
Étrangers au Luxembourg	1 429,9	60,1	51,8	1 541,8
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-299,7</b>	<b>-35,1</b>	<b>40,6</b>	<b>-294,2</b>
<b>Titres étrangers</b>	<b>2 136,6</b>	<b>-73,3</b>	<b>-97,0</b>	<b>1 966,3</b>
Titres de participation	896,3	-38,9	-107,3	750,2
Titres de créance	1 240,3	-34,4	10,3	1 216,2
<b>Titres luxembourgeois</b>	<b>2 436,4</b>	<b>-38,3</b>	<b>-137,6</b>	<b>2 260,6</b>
Titres de participation	2 104,7	-30,4	-131,6	1 942,7
Titres de créance	331,7	-7,9	-6,0	317,9
<b>Produits dérivés</b>	<b>15,5</b>	<b>2,9</b>	<b>-8,7</b>	<b>9,7</b>
Créances	59,7	4,0	3,7	67,4
Engagements	44,2	1,1	14,6	57,7
<b>Autres investissements</b>	<b>297,3</b>	<b>43,4</b>	<b>-20,2</b>	<b>320,6</b>
Créances	1 304,3	72,7	21,2	1 398,2
Engagements	1 007,0	29,3	41,4	1 077,6
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,71</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,75</b>

<sup>(1)</sup> Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une diminution des avoirs et des engagements ou à un effet négatif de valorisation. Un signe positif traduit une hausse des avoirs et des engagements ou à un effet positif de valorisation.

<sup>(2)</sup> Les stocks d'engagements sont repris avec un signe positif. Un signe négatif représente une position nette négative.

Source : BCL

### 1.2.10 Les comptes financiers

Le terme générique 'comptes financiers' englobe les comptes de patrimoine, les transactions en termes d'actifs et passif financiers, les gains et les pertes de détention, ainsi que sur les autres changements des actifs et passifs financiers.

Les comptes de patrimoine fournissent une vue d'ensemble détaillée des avoirs et engagements financiers des secteurs institutionnels domestiques<sup>43</sup> et du reste du monde. Ces actifs et passifs sont répartis par instrument financier<sup>44</sup>. Pour chaque secteur, le patrimoine financier net résulte de la différence entre le total des actifs et le total des engagements financiers.

La variation des patrimoines financiers nets entre le début et la fin d'un trimestre résulte d'une part des *transactions financières* effectuées au cours de la période et d'autre part des *autres variations*, qui se composent principalement des variations de prix et de cours de change. Dans son acception plus

<sup>43</sup> Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages, sociétés financières, sociétés non financières et administrations publiques.

<sup>44</sup> Numéraire et dépôts, crédits, titres à revenus fixes, actions et participations, parts d'organismes de placement collectif, provisions techniques d'assurance et autres comptes à payer/à recevoir.

spécifique, le terme 'comptes financiers' désigne l'enregistrement des transactions financières. Ainsi, les comptes financiers mettent en évidence la manière dont les différents secteurs institutionnels affectent leur épargne, ou trouvent les ressources nécessaires pour financer leur déficit.

Dans la mesure où les actifs et passifs des grands acteurs du secteur financier sont analysés dans les parties y afférentes du présent bulletin, l'analyse se limite ici aux secteurs non financiers, à savoir les ménages, les sociétés non financières et les administrations publiques.

Tableau 24

**Evolution des actifs et passifs financiers des ménages luxembourgeois <sup>1)2)</sup>**  
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	06-2009	06-2010	06-2011	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	09-2011
<b>Actifs financiers</b>	<b>53 466</b>	<b>55 625</b>	<b>55 525</b>	<b>624</b>	<b>-1 572</b>	<b>54 578</b>
Numéraire	1 850	1 970	2 049	25	0	2 074
Dépôts transférables et autres dépôts	24 901	25 314	26 209	165	33	26 407
Titres autres qu'actions	6 955	8 272	6 565	213	-586	6 192
Crédits	242	276	269	-2	0	267
Actions et autres participations	13 977	12 575	12 205	-12	-700	11 494
Provisions techniques d'assurances	5 541	7 218	8 228	234	-318	8 143
<b>Passifs financiers</b>	<b>19 005</b>	<b>20 210</b>	<b>21 898</b>	<b>307</b>	<b>3</b>	<b>22 208</b>
Crédits	19 005	20 210	21 898	307	3	22 208
dont: Court terme (moins d'un an)	1 132	909	891	-22	3	872
dont: Long terme (plus d'un an)	17 873	19 301	21 007	329	0	21 337
<b>Patrimoine financier net</b>	<b>34 461</b>	<b>35 415</b>	<b>33 627</b>	<b>317</b>	<b>-1 574</b>	<b>32 369</b>

Sources : STATEC / BCL

<sup>1)</sup> Y inclus les institutions sans but lucratif au service des ménages

<sup>2)</sup> Les autres variations 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 actifs des ménages luxembourgeois sont majoritairement composés de dépôts (48% du total fin septembre 2011), d'actions et autres participations (21%) et d'obligations (11%). Le trimestre sous revue s'est caractérisé par une timide reprise des achats nets de titres à revenu fixe (213 millions d'euros), tandis que les investissements en produits d'assurance-vie et fonds de pension (234 millions d'euros) ont continué d'attirer le grand public. Toutefois, toutes les catégories d'actifs, à l'exception évidente des dépôts, ont enregistré des effets de prix et de change défavorables, conduisant à une diminution des avoirs, qui sont passés de 55 525 millions d'euros en juin à 54 578 millions d'euros en septembre.

Les engagements des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent la majorité. Au cours du troisième trimestre de 2011, l'encours des crédits à long terme a continué de progresser, comme il le fait de façon régulière depuis 2006. On note toutefois une tendance à la baisse des crédits à court terme depuis 2009.

Tel qu'il ressort du tableau ci-dessus, la capacité de financement dégagée par les ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages s'élevait à 317 millions d'euros à la fin du mois de

septembre 2011. Toutefois, il a été plus que compensé par un effet de marché défavorable de 1 574 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net s'est inscrit en recul au troisième trimestre de 2011. Il s'est élevé à 32 369 millions d'euros, contre 33 627 millions d'euros à la fin du trimestre précédent.

Tableau 25

**Evolution des actifs et passifs financiers des sociétés non financières luxembourgeoises<sup>1)</sup>**

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

	06-2009	06-2010	06-2011	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	09-2011
<b>Actifs financiers</b>	<b>356 705</b>	<b>339 602</b>	<b>318 415</b>	<b>5 632</b>	<b>-447</b>	<b>323 600</b>
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	81 681	90 383	97 288	2 058	-1	99 345
Titres autres qu'actions	5 927	3 951	2 429	586	-10	3 005
Crédits	30 672	28 801	27 281	1 048	0	28 328
Actions et autres participations	234 049	211 866	186 931	1 051	-466	187 516
Autres	4 375	4 601	4 487	890	29	5 406
<b>Passifs financiers</b>	<b>451 671</b>	<b>445 156</b>	<b>436 975</b>	<b>3 135</b>	<b>-20 130</b>	<b>419 980</b>
Numéraire et dépôts	1 762	1 782	1 786	-3	0	1 782
Titres autres qu'actions	9 525	15 317	17 513	-135	-707	16 670
Crédits	102 745	77 857	74 908	357	39	75 304
Actions et autres participations	311 281	325 916	321 265	3 215	-19 473	305 007
dont: Actions cotées	53 646	60 108	65 559	0	-19 616	45 943
dont: Actions non cotées et autres participations	257 636	265 808	255 706	3 215	143	259 064
Autres comptes à payer	26 358	24 284	21 504	-298	12	21 217
<b>Patrimoine net financier</b>	<b>-94 966</b>	<b>-105 554</b>	<b>-118 559</b>	<b>2 497</b>	<b>19 683</b>	<b>-96 380</b>

Sources : STATEC / BCL

<sup>1)</sup> Les autres variations 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 (58% du total des avoirs à la fin septembre 2011) et de dépôts (31%). L'analyse de l'évolution récente des actifs financiers révèle un accroissement des investissements financiers en termes de dépôts (2 058 millions d'euros), titres à revenu fixe (586 millions d'euros), titres à revenus variables (1 051 millions d'euros) et crédits accordés (1 048 millions d'euros). A l'instar de ce qui est constaté dans le cas des ménages, les effets de marché se sont avérés globalement négatifs pour tous ces instruments. Au total, les actifs se sont toutefois légèrement accrus, pour atteindre 323 600 millions en septembre 2011.

Du côté des engagements, les sociétés non financières luxembourgeoises se financent principalement par l'émission d'actions et de participations (73% du total du passif à la fin septembre 2011), et par l'emprunt (18%). L'émission d'obligations, qui ne représente que 4% des engagements, est un instrument de financement moins utilisé. Au cours du troisième trimestre de 2011, de nouveaux crédits ont été contractés pour un montant net de 357 millions d'euros. L'émission nette de nouvelles participations s'est élevée à 3 215 millions d'euros. Mais le phénomène le plus marquant du trimestre est l'effet de marché particulièrement négatif enregistré pour les actions cotées. Cet effet, évalué à -19 473 millions d'euros, reflète principalement l'évolution du cours de l'action Arcelor-Mittal SA, qui est cotée à la

bourse de Luxembourg. Au total, les engagements se sont contractés de 3,9% entre juin 2011 et septembre 2011, pour atteindre 419 980 millions d'euros.

En conséquence de tous les mouvements décrits ci-dessus, les sociétés non financières ont terminé le troisième trimestre de l'année 2011 avec un léger surplus financier de 2 497 millions d'euros, qui s'est accompagné d'un effet de prix et de taux de change favorable (puisque fortement négatif du côté du passif) de 19 683 millions d'euros. Ces effets combinés ont permis au secteur d'améliorer la valeur nette de son patrimoine financier, qui s'élevait, fin septembre, à - 96 380 millions d'euros.

Tableau 26

**Evolution des actifs et passifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises <sup>1)</sup>**  
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	06-2009	06-2010	06-2011	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	09-2011
<b>Actifs financiers</b>	28 925	30 733	31 718	-109	-1 774	29 836
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	4 358	5 708	5 212	69	0	5 281
Titres autres qu'actions	757	239	272	-10	2	264
Crédits	908	898	951	3	0	954
Actions et autres participations	16 496	18 585	20 545	368	-1 775	19 138
dont: Actions cotées	1 969	2 068	2 297	0	-811	1 486
dont: Actions non cotées et autres participations	7 766	8 514	9 158	-17	-579	8 562
dont: Parts d'OPC	6 761	8 003	9 090	386	-386	9 090
Autres comptes à recevoir	6 387	5 300	4 738	-540	0	4 198
<b>Passifs financiers</b>	9 430	11 202	11 572	75	160	11 807
Numéraire et dépôts	186	201	215	3	0	218
Titres autres qu'actions à long terme	2 072	4 212	4 120	0	160	4 280
Crédits	3 697	3 806	3 901	-8	0	3 893
Autres comptes à payer	3 475	2 982	3 336	80	0	3 416
<b>Patrimoine net financier</b>	19 495	19 531	20 146	-184	-1 934	18 028

Sources : STATEC / BCL

<sup>1)</sup> Les autres variations 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.

Au cours du trimestre sous revue, les avoirs totaux des administrations publiques se sont contractés, principalement en raison d'effets de marché négatifs s'élevant à 1 774 millions d'euros, mais aussi, dans une moindre mesure, en raison d'une diminution des autres comptes à recevoir. Les actifs totaux sont ainsi passés de 31 718 millions d'euros fin juin 2011 à 29 836 millions d'euros fin septembre 2011.

Du côté des engagements, les administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres et le crédit auprès d'institutions bancaires locales. Au cours du trimestre sous revue, peu de changements ont été enregistrés, l'Etat n'ayant pas émis de nouvelle obligation ni contracté de nouveau prêt important auprès des institutions de crédit de la place.

Au final, le solde des comptes financiers des administrations publiques a enregistré un déficit de 184 millions d'euros, qui se conjugue à des effets de prix et de cours de change défavorables de 1 934 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net a reculé de 11,7% pour atteindre 18 028 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2011.

### 1.2.11 Les finances publiques

#### Evolution des recettes et dépenses de l'Administration centrale en 2011

Le Ministère des finances a présenté le 20 janvier 2012 l'évolution des recettes et dépenses de l'Administration centrale au cours de l'année 2011 (format SEC 95). Les recettes seraient en augmentation de 9,5% par rapport à l'année précédente sous l'influence déterminante de trois facteurs, à savoir (i) une hausse soutenue des impôts directs sur les sociétés à la faveur d'une accélération de la collecte de soldes d'impôt liés aux années antérieures ; (ii) une forte hausse des recettes de TVA en raison principalement du dynamisme du commerce électronique ; (iii) l'impact des mesures fiscales mises en œuvre en janvier 2011 (prélèvement de solidarité accru sur les entreprises et ménages et impôt de crise de 0,8% notamment).

Les données du tableau présentées ci-dessous doivent être interprétées avec la plus grande précaution, car elles ne seront finalisées que dans le courant du mois d'avril. Il est par conséquent difficile à ce stade d'en dégager l'impact sur les soldes budgétaires. Par ailleurs, l'impôt de crise précité a été supprimé au 1<sup>er</sup> janvier 2012.

Tableau 27

#### Evolution des dépenses et recettes de l'Administration centrale (SEC 95 ; chiffres établis à fin décembre 2011)

	SITUATION FIN DÉCEMBRE			
	2000	2011	VARIATION	
			EN MILLIONS	EN%
<b>Dépenses</b>				
1. Consommation intermédiaire	799,6	842,2	+42,6	+5,3%
2. Formation de capital	895,2	854,1	-41,1	-4,6%
3. Rémunération des salariés	2 375,5	2 511,2	135,7	+5,7%
4. Subventions (Services publics d'autobus, logement...)	565,8	589,0	+23,2	+4,1%
5. Revenus de la propriété (intérêts débiteurs)	78,8	95,8	+17,0	+21,6%
6. Prestations sociales autres qu'en nature (Chômage, RMG...)	951,8	1 033,8	+82,0	+8,6%
7. Prestations sociales en nature	69,7	71,9	+2,2	+3,2%
8. Autres transferts courants (Pensions, Maladie, Famille, Communes)	4 942,6	5 060,2	+117,6	+2,4%
9. Transferts en capital	518,6	471,2	-47,4	-9,1%
10. Corrections sur actifs non financiers non produits	-7,1	-24,2	-17,1	+240,8%
<b>Dépenses totales</b>	<b>11 190,5</b>	<b>11 505,1</b>	<b>+314,6</b>	<b>+2,8%</b>
<b>Recettes</b>				
11. Impôts sur la production	4 452,3	4 877,5	+425,2	+9,6%
12. Impôts courants sur le revenu	4 896,2	5 433,5	+537,3	+11,0%
13. Autres recettes	1 317,2	1 371,4	+54,2	+4,1%
<b>Recettes totales</b>	<b>10 665,7</b>	<b>11 682,5</b>	<b>+1 016,8</b>	<b>+9,5%</b>

Notes : Les chiffres de ce tableau sont exprimés en millions d'euros  
les chiffres de ce tableau ne comprennent pas les dépenses et les recettes qui sont comptabilisées au cours de la période complémentaire qui est clôturée au 29 avril de l'année x+1

Encadré 5

## MISE EN PLACE D'UNE NORME D'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE ADAPTÉE À LA SITUATION DU LUXEMBOURG DANS LE CADRE DE LA RÉFORME DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

### INTRODUCTION

Le 13 décembre 2011, le pacte de stabilité et de croissance renforcé est entré en vigueur avec un ensemble de nouvelles mesures incluant un arsenal juridique composé de 5 règlements et d'une directive (« six pack »)<sup>45</sup>. La mise en place de ce nouveau cadre législatif, lui-même renforcé par un projet de traité intergouvernemental concernant la stabilité, la coordination et la gouvernance de l'Union économique et monétaire (le « Traité budgétaire »)<sup>46</sup>, constitue une étape très importante en vue de garantir la stabilité économique et budgétaire ainsi que de rétablir la confiance et de prévenir des nouvelles crises à l'intérieur de l'Union Européenne et de la zone euro.

Outre la mise en place du pacte de stabilité et de croissance réformé, les Etats membres de la zone euro, à l'occasion du Conseil européen et de la réunion des Chefs d'Etat ou de gouvernement de la zone euro du 26 octobre 2011 et 9 décembre 2011, se sont engagés à mettre en œuvre au niveau national des règles budgétaires numériques juridiquement contraignantes, de préférence au niveau constitutionnel, ainsi que des conseils budgétaires indépendants chargés de la surveillance et de la mise en place de ces règles.

L'établissement de ces nouvelles règles contraignantes légalement dans chacun des Etats membres a pour conséquence que le cadre légal relatif aux aspects institutionnels des finances publiques devra être adapté à la situation propre de chacun des Etats membres et particulièrement à celle du Luxembourg.

Le présent encadré tente de fournir des précisions concernant l'utilité et les modalités de la mise en place d'une telle norme budgétaire adaptée à la situation du Luxembourg. Le chapitre 2 du Bulletin comporte une version plus détaillée des recommandations de la BCL, qui renferme notamment des propositions d'amendement de la loi budgétaire.

### 1. UTILITÉ D'UNE NORME BUDGÉTAIRE

L'établissement d'une norme d'équilibre budgétaire serait particulièrement judicieux dans les présentes circonstances. En premier lieu, elle constituerait un élément de poids dans une stratégie de sortie de crise réussie. Une telle stratégie constituerait un puissant signal à l'endroit des agents économiques luxembourgeois et des investisseurs étrangers. Elle démontrerait la volonté des autorités d'assurer le maintien d'un cadre économique et fiscal empreint de stabilité, à rebours des politiques de « stop and go » prévalant dans les pays en proie à des finances publiques déséquilibrées.

En second lieu, une telle norme s'impose au Luxembourg du fait de l'évolution du cadre de gouvernance européen. A l'occasion du Conseil européen et de la réunion des Chefs d'Etat ou de gouvernement de la zone euro du 26 octobre 2011 et 9 décembre 2011, les Etats membres de la zone euro se sont engagés à mettre en œuvre au niveau national certaines mesures supplémentaires, qui vont au-delà du semestre européen, du Pacte pour l'euro plus et du paquet législatif concernant la réforme de la gouvernance économique. Ces mesures supplémentaires visent notamment l'adoption, d'ici la fin

45 Le « six pack » se compose du Règlement (UE) n° 1173/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la mise en œuvre efficace de la surveillance budgétaire dans la zone euro, du Règlement (UE) n° 1174/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 établissant des mesures d'exécution en vue de remédier aux déséquilibres macroéconomiques excessifs dans la zone euro, du Règlement (UE) n° 1175/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1466/97 du conseil relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, du Règlement (UE) n° 1176/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, du Règlement (UE) n° 1177/2011 du Conseil du 8 novembre 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1467/97 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs et de la directive 2011/85/UE du conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des Etats membres..

46 Le projet de traité budgétaire a été accepté par 25 des 27 Etats membres lors du sommet européen de Bruxelles le 30 janvier 2012. Il devrait être adopté lors du sommet européen de mars 2012 et entrer en vigueur au 1 janvier 2013 si au moins 12 Etats signataires membres de la zone euro l'ont ratifié.

2012, de règles relatives à l'équilibre structurel des finances publiques. Ces règles devront être inscrites dans la législation nationale, de préférence au niveau constitutionnel ou à un niveau équivalent. A noter également dans cette perspective la Directive, la Proposition ainsi que le projet de Traité budgétaire.

Une telle voie s'impose donc à un double titre au Luxembourg. Il reste à déterminer quelle serait la norme la plus appropriée compte tenu des spécificités de notre économie. Il est par ailleurs indispensable que cette norme soit aisée à mettre en œuvre, ce qui impose notamment qu'elle soit définie de façon précise.

Les lignes qui suivent renferment une première tentative de spécification d'une telle norme.

## 2. DÉFINITION DE LA NOTION D'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE

### 2.1 Définition large et conforme au cadre SEC 95

Afin d'être crédible, la norme doit être la plus exhaustive possible et l'instrument de mesure sous-jacent doit bénéficier d'une large reconnaissance. C'est la raison pour laquelle l'objectif d'équilibre doit reposer sur le solde des Administrations publiques (assise institutionnelle large) défini en conformité avec le système comptable SEC 95 (assise comptable rigoureuse et bénéficiant d'une reconnaissance internationale).

Une acception étroite de la norme d'équilibre semble peu appropriée au Luxembourg, pays où l'Etat central au sens strict est dans une large mesure, du moins d'un point de vue budgétaire, une structure appelée à opérer des transferts vers d'autres secteurs. Il en est par exemple ainsi des transferts liés aux fonds spéciaux, aux pensions (contributions de l'Etat), à l'assurance maladie ou aux communes (Fonds communal de dotation financière en particulier).

Le solde de l'Etat central au sens strict est en conséquence un concept très malléable. Il suffirait en effet de diminuer les transferts précités pour améliorer artificiellement les soldes de ces entités. En outre, la comptabilité « cash » qui prévaut dans le cadre luxembourgeois peut être aisément manipulée (transferts de dépenses en fin d'exercice par exemple).

Le solde SEC 95 de l'Administration centrale est déjà un concept plus tangible, car il repose sur une comptabilité codifiée et comparable à l'échelle européenne (le SEC 95) et englobe les fonds spéciaux. Le respect d'une norme contraignante pourrait cependant toujours être assuré de façon quelque peu virtuelle, par une simple redéfinition du mode de financement des communes ou de la sécurité sociale.

Un seul concept est en raison de son exhaustivité peu susceptible de faire l'objet d'arbitrages de ce type : il s'agit du solde SEC 95 des Administrations publiques dans leur ensemble (Administration centrale, Administrations locales et sécurité sociale). Un concept plus malléable reviendrait à vider de sens la norme budgétaire. Les données budgétaires de caisse, souvent rapidement disponibles, sont un utile complément des données SEC 95. Ces dernières n'en constituent pas moins la pierre angulaire de la comptabilité publique.

La Directive, dans son article 1, indique d'ailleurs que « les États membres disposent de systèmes de comptabilité publique couvrant de manière exhaustive et cohérente tous les sous-secteurs des administrations publiques et contenant les informations nécessaires à la production de données fondées sur les droits constatés en vue de la préparation de données établies sur la base des normes du SEC 95. Ces systèmes de comptabilité publique sont soumis à un contrôle interne et à un audit indépendant. »

### 2.2 Définition en termes structurels : nécessité d'un surplus apuré de la conjoncture d'au moins 1,15% du PIB

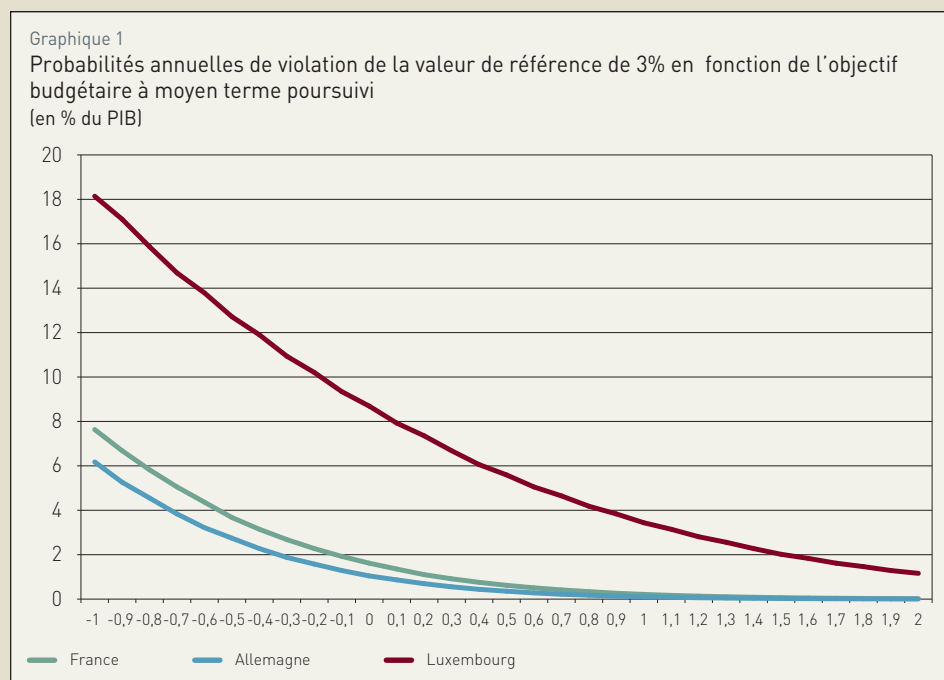
Il est indispensable de définir l'objectif budgétaire en termes structurels, faute de quoi la norme budgétaire induirait un biais pro-cyclique. En période de basse conjoncture, le solde effectif des Administrations publiques tendrait en effet toutes autres choses égales par ailleurs à se détériorer (recettes moindres, dépenses du Fonds pour l'emploi accrues).

Le respect d'une norme budgétaire assise sur le solde effectif des Administrations publiques impliquerait par conséquent une consolidation budgétaire en période de basse conjoncture et à l'inverse une politique budgétaire expansive en période de haute conjoncture. Un tel biais pro-cyclique contribuerait à déstabiliser les agents économiques et à renforcer les éventuels phénomènes de « bulles d'actifs ».

La norme d'équilibre budgétaire du Luxembourg doit prendre en compte une réalité essentielle inhérente au fort degré d'ouverture de notre économie, à savoir une forte volatilité des agrégats macroéconomiques et partants des finances publiques. Ainsi, l'écart type mesuré au cours de la période 1991-2010 des soldes des administrations publiques a atteint quelque 2,2% du PIB au Luxembourg, soit nettement plus que dans des pays de plus grande taille tels que l'Allemagne et la France, où l'écart type s'est limité à respectivement 1,3 et 1,4% du PIB au cours de la même période.

Comme l'illustre le graphique ci-joint, la forte volatilité des soldes luxembourgeois impose le choix d'un objectif d'équilibre particulièrement exigeant, afin de prémunir le Luxembourg contre une violation de la valeur de référence d'un déficit de 3% du PIB prévue au Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Afin de ramener la probabilité de violation de la valeur de référence de 3% à un niveau de probabilité qui correspond peu ou prou à l'équilibre budgétaire en Allemagne et en France (soit une probabilité de l'ordre de 2%), **le Luxembourg devrait opter, en guise d'objectif d'équilibre budgétaire, pour un surplus structurel de l'ordre de 1.15% du PIB.** Un solde se situant au milieu de l'intervalle proposé par la Commission européenne, de 0,75 à 1,5%, semble approprié dans cette perspective. Il en résulte un surplus structurel de 1.15% du PIB. La marge de sécurité inhérente à un tel surplus est d'ailleurs particulièrement indiquée dans un contexte économique particulièrement incertain. En d'autres termes, au Luxembourg la notion d'équilibre budgétaire doit se décliner sous la forme d'un substantiel surplus, à rebours de la situation prévalant dans des économies disposant d'une plus grande assise.



Sources : Eurostat, STATEC, calculs BCL

Notes : Pour chaque objectif budgétaire défini en termes structurels, la probabilité est calculée sur la base d'une distribution normale centrée sur l'objectif et à partir de l'écart type des soldes budgétaires enregistrés sur la période 1991-2010. Ce calcul est répliqué pour chacun des trois pays. Ce mode de calcul revient à considérer que l'objectif sélectionné est en moyenne respecté (pas de déviations systématiques), les écarts de court terme autour de cet objectif étant symétriques.

Il convient également de noter que l'objectif d'un surplus structurel des Administrations publiques de 1,15% du PIB ou plus est en accord avec l'analyse de soutenabilité budgétaire à terme de la BCL (voir notre récent avis sur le projet de budget), pourvu qu'une réforme ambitieuse des pensions soit mise en œuvre en parallèle.

En l'absence d'une telle réforme, un objectif plus ambitieux encore devrait être mis en œuvre.

Enfin, cet objectif d'un surplus des Administrations publiques d'au moins 1,15% du PIB se rapproche de l'objectif à moyen terme recommandé par la Commission européenne, qui se situe en 0,75 et 1,5% du PIB.



Il va sans dire que le solde de référence devrait être apuré non seulement des effets de la conjoncture, mais également de l'incidence d'éventuelles mesures temporaires (par exemple le produit de la vente de biens immobiliers).

### 2.3 Dispositions transitoires: convergence graduelle du solde vers un solde structurel d'au moins 1,15% du PIB en 2015

L'objectif d'un surplus structurel d'au moins 1,15% du PIB étant défini, il reste à préciser l'horizon temporel présidant à cet objectif. Conformément aux nouvelles « *Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact* » (draft du 9 décembre 2011), les Etats membres qui n'ont pas encore atteint leur MTO devraient en guise de « benchmark » améliorer leurs soldes – il s'agit des soldes des Administrations publiques apurés de la conjoncture et de l'impact de certaines mesures temporaires – à raison de 0,5 points de PIB par an. Selon les calculs de la BCL, le solde apuré des administrations publiques luxembourgeoises sera déficitaire à raison de 0,5% en 2012, du moins à politique inchangée. Il semble raisonnable dans une telle perspective de plaider pour un surplus plancher de 0% du PIB en 2012 (qui suppose un effort de consolidation additionnel dès 2012), de 0,5% du PIB en 2013, de 1% du PIB en 2014 et enfin pour un plancher supérieur à 1,15% en 2015 (solde de l'ordre de 1,15% du PIB recommandé par la BCL dans son avis sur le projet de budget 2012).

Durant la période transitoire s'étendant de 2012 (première année concernée par la nouvelle loi) à 2015 (année au cours de laquelle l'objectif structurel serait atteint), les soldes planchers précités auraient la même valeur juridique que l'objectif ultime de 1,15% du PIB. Ainsi, tout écart par rapport à ces soldes devrait faire l'objet d'une correction automatique en l'espace de trois ans (voir le point 6).

### 2.4 Mécanisme de surveillance renforcé en cas de surplus structurel inférieur à 1,5% du PIB

Dans une loi constitutionnelle sur la responsabilité budgétaire, la Slovaquie a introduit le concept d'une surveillance budgétaire renforcée avant même la violation de la valeur de référence d'un endettement de 60% du PIB – qui constituera l'objectif budgétaire ultime en Slovaquie (cet objectif sera progressivement ramené à 50% du PIB en 2028)<sup>47</sup>. Une surveillance accrue, comportant notamment des votes de confiance du Parlement et des justifications de la part des autorités, sera en effet mise en œuvre à titre préventif quand le ratio d'endettement dépassera les 50% du PIB (40% du PIB en 2028). Cette disposition permet d'exercer une pression sur les autorités dès qu'une marge de sécurité de 10% du PIB par rapport à l'objectif budgétaire ultime est atteinte.

Par similitude, le gouvernement luxembourgeois pourrait être contraint de déposer un document justificatif auprès de la Chambre des Députés en cas de surplus structurel des Administrations publiques inférieur à un seuil de 1,5% du PIB. Cette disposition serait d'application à partir de 2015. Elle aurait en effet peu de sens au cours de la période transitoire décrite au point 2.3, durant laquelle l'objectif de solde serait à peine supérieur à l'équilibre.

## 3. UNE PERSPECTIVE PLURIANNUELLE

Selon la base de données de la Commission européenne sur la gouvernance budgétaire interne, le Luxembourg était en 2008 l'un des 5 pays de l'Union – avec la Grèce, Chypre, la Hongrie et le Portugal – ne disposant pas d'un cadre budgétaire à moyen terme. Or seul un horizon pluriannuel permet de disposer d'une véritable visibilité de la politique budgétaire. Les actualisations successives des programmes de stabilité répondent en apparence à cet impératif, mais ces dernières sont actuellement trop peu détaillées. Le meilleur horizon temporel serait, du point de vue économique, la durée d'un cycle économique. Ces cycles n'étant cependant ni réguliers ni parfaitement identifiables, il semble préférable d'opter pour un horizon de temps fixe, par exemple l'horizon des actualisations du Programme de stabilité ou un horizon quinquennal. Ce dernier horizon coïnciderait avec la durée d'une législature, ce qui permettrait de mieux responsabiliser les gouvernements successifs. La période quinquennale pourrait être prolongée d'un an chaque année (périodes « glissantes »). Cet horizon de 5 ans serait compatible avec la Directive, qui mentionne une programmation budgétaire « à trois ans au moins ».

47 C. Avis de la BCE du 5 décembre 2011 (CON/2011/96).

Les montants de dépenses figurant dans les plans pluriannuels seraient idéalement contraignants. Ces plafonds de dépenses devraient par ailleurs être compatibles avec la norme d'évolution des dépenses relevant du (nouveau) volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. Pour rappel, cette dernière norme postule schématiquement une évolution des dépenses qui soit en ligne avec la croissance de moyen terme du PIB potentiel.

#### 4. NÉCESSITÉ D'UN CONSEIL BUDGÉTAIRE INDÉPENDANT EN CHARGE DU CALCUL DU PIB POTENTIEL, DE L'IDENTIFICATION DES MESURES TEMPORAIRES, DES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES SOUS-TENDANT LES PROJETS DE BUDGET ET DU SUIVI DE L'APPLICATION DES RÈGLES BUDGÉTAIRES.

L'article 4 de la Proposition de la Commission indique que les Etats membres devront mettre en place un conseil budgétaire indépendant (« CBI »), qui sera chargé du suivi de l'application des règles budgétaires. A l'article 3, notamment, le même texte met en exergue la nécessité de baser l'élaboration des projets de budget sur des projections macroéconomiques indépendantes. Le CBI serait le candidat « naturel » à l'élaboration de projections de ce type.

Seule une telle maîtrise du processus de projection permettrait d'ailleurs au CBI de pleinement mener à bien une autre tâche indispensable au suivi de la règle portant sur le solde structurel, à savoir le calcul du PIB potentiel et des écarts de production. Ce dernier aspect est primordial. Il s'agit là du corolaire direct du point 2.2 supra, en vertu duquel la norme de soldes budgétaires doit être définie en termes structurels. Les soldes effectifs doivent être apurés de la conjoncture de façon appropriée, d'où l'importance d'une méthode robuste de calcul du PIB potentiel et des écarts de production. Une simple adoption de la méthode de calcul des écarts de production utilisée par la Commission européenne serait tout à fait inappropriée pour une économie telle que celle du Luxembourg, qui présente nombre de spécificités (fort degré d'ouverture, large présence de frontaliers, etc.).

La déconnection prévalant généralement entre le PIB et les recettes – qui a été particulièrement manifeste en 2011 – imposerait même l'élaboration d'une méthode désagrégée de calcul du solde structurel des Administrations publiques, dérivée pour des sous-agrégats tels que la masse salariale, l'excédent brut d'exploitation ou encore la consommation des résidents (voire même la consommation des non résidents pour des recettes telles que la TVA électronique ou pour le « *Tanktourismus* »). Compte tenu de la complexité de la problématique, seul un comité d'experts pourrait élaborer une telle méthode en toute rigueur et – ce qui importe encore davantage – en assurer correctement la « maintenance » et le suivi. Le comité pourrait également être chargé de définir et identifier les mesures temporaires, de dégager l'impact budgétaire de ces dernières et de calculer le solde budgétaire structurel en conséquence.

#### 5. ARTICULATION AVEC LE SEMESTRE EUROPÉEN ET LES BUDGETS ANNUELS

La norme de surplus et l'objectif quantifié correspondant devraient être définis dans la loi spéciale, toute modification requérant une nouvelle loi spéciale. Durant une phase transitoire (par exemple deux ou trois ans après l'adoption de la loi spéciale), les Administrations publiques ne seraient pas tenues de respecter dans l'immédiat la règle d'équilibre. Des soldes garantissant un cheminement crédible vers cet équilibre devrait cependant être définis dans la loi spéciale sur l'horizon de transition, de même que l'année à partir de laquelle la norme d'équilibre s'appliquera pleinement (par exemple 2015 au plus tard).

L'objectif d'équilibre et les soldes intermédiaires relatifs à la période de transition étant quantifiés, il resterait à amender en conséquence les actualisations successives des programmes de stabilité. Ces derniers devraient bien entendu être en totale adéquation avec le contenu de la loi spéciale. A l'inverse de la situation prévalant actuellement, ces programmes devraient être accompagnés d'un budget pluriannuel des Administrations publiques repris en annexe. Ce budget pluriannuel serait moins détaillé que les budgets adoptés annuellement par la Chambre des Députés. Ainsi, le budget des dépenses ne comporterait pas les différents articles budgétaires. Il se cantonnerait dans un premier temps – en attendant une structure par programmes – aux actuelles sections du budget annuel et aux dépenses de la sécurité sociale (par branche : régime général de pension, régimes spéciaux, etc.) et des communes (dépenses de personnel, investissements, etc.). Le degré de détail serait le même sur le versant des recettes, avec cependant une identification du produit des principaux impôts, tels que l'impôt sur les traitements et salaires et l'impôt sur le revenu des collectivités. L'établissement des budgets pluriannuels exigerait bien évidemment une spécification précise des mesures envisagées sur l'horizon temporel visé et de leur impact sur la soutenabilité

à terme des finances publiques. Le budget pluriannuel s'accompagnerait de l'équivalent des tableaux de transition entre la comptabilité luxembourgeoise et le SEC 95 déjà actuellement repris dans le volume III (le cadre européen de la politique budgétaire) des budgets annuels. Le budget pluriannuel comporterait également, conformément à la Directive, une évaluation de l'impact sur la soutenabilité à terme des finances publiques des diverses mesures envisagées sur l'horizon pluriannuel.

Le budget pluriannuel devrait bien entendu être pleinement en phase avec l'actualisation correspondante du Programme de Stabilité – donc avec l'objectif d'équilibre budgétaire. Enfin, ce budget pluriannuel devrait être en ligne avec les projets de budget annuels successifs. Il serait d'ailleurs souhaitable que le budget pluriannuel déposé en avril (soit parallèlement à l'actualisation des programmes de stabilité et du dépôt du programme national de réformes) soit révisé lors du dépôt du budget annuel en octobre, afin de garantir une parfaite compatibilité entre les budgets annuels (détaillés) et le budget pluriannuel. Les budgets pluriannuels d'avril et d'octobre comporteraient tous deux une explication des modifications par rapport au budget pluriannuel précédent (impact des données macroéconomiques, projections différentes, évolution spécifique de certaines recettes, évolution des dépenses, etc.).

Le budget pluriannuel d'octobre pourrait le cas échéant être élaboré selon le même degré de détail que le projet de budget proprement dit (horizon de 5 ans pour chacun des articles – du moins pour l'État central). Il serait par conséquent plus détaillé que le budget pluriannuel d'avril accompagnant l'actualisation du programme de stabilité, qui se cantonnerait aux sections comme indiqué supra.

## 6. DISPOSITIONS ADDITIONNELLES

Lors des examens périodiques de la mise en œuvre des budgets annuels et pluriannuels, certains dérapages seraient immanquablement constatés, en dépit de l'existence d'une règle. Il ne pourrait être question d'entériner sans autre forme de procès ces dérapages. Le « base drift » associé à une pratique empreinte de laxisme en la matière viderait la norme budgétaire de sa substance. Afin de prévenir une telle dérive, la BCL propose l'adoption d'un « mécanisme de correction d'erreur » en trois ans, qui s'inspire de mécanismes existant en Suisse (niveau fédéral) et en Suède (niveau local). En clair, tout dérapage par rapport à l'objectif de solde structurel devrait être corrigé par tranches d'un tiers en trois ans. Les autorités seraient en outre contraintes d'expliquer les causes de tout dérapage par rapport à l'objectif budgétaire structurel dans un rapport présenté devant la Chambre des Députés.

De plus tout dérapage au niveau des administrations publiques devrait pouvoir être disséqué en détail au niveau des sous-secteurs de manière à analyser plus en détail l'origine de ce dérapage et d'y remédier de manière appropriée. De même un équilibre voire un surplus apparent du solde des administrations publiques peut cacher en fait de grandes disparités dans les soldes au niveau des sous-secteurs d'où la nécessité d'un tel mécanisme de surveillance et de correction au niveau des sous-secteurs de l'économie.

Ce mécanisme pourrait cependant être suspendu suite à la survenance d'événements relevant de la force majeure (catastrophes naturelles, sanitaires ou guerres) et ayant un impact budgétaire important. Cette suspension devrait faire l'objet d'un vote par la Chambre des Députés.

Les éventuels excédents par rapport à l'objectif d'équilibre pourraient être automatiquement transférés vers des réserves. Ces dernières permettraient, selon des conditions prédéterminées, de faire face à d'éventuels chocs macro-économiques.

Un autre point fondamental est la nécessaire transparence de la politique budgétaire, qui exige la publication d'états budgétaires mensuels comportant notamment les dépenses de l'État central, des fonds spéciaux et de la sécurité sociale (en isolant l'assurance maladie et les régimes de pension). Une ventilation des recettes de l'impôt des sociétés en fonction du millésime (exercices générateurs des recettes) s'impose également. Enfin, les divers engagements conditionnels (garanties) de l'État devraient être détaillés dans ce tableau mensuel. Les nouvelles obligations en matière de garanties sont décrites à l'article 14 de la Directive. Les tableaux mensuels devraient être publiés dans le courant du mois suivant.

Encadré 6

## LA RÉFORME DES PENSIONS

Le gouvernement a récemment déposé un projet de loi portant réforme de l'assurance pension, qui concerne tant le régime général de pension que les régimes spéciaux. Le présent encadré renferme une première évaluation de cette réforme.

### LES PRINCIPAUX AXES DE LA RÉFORME

Le projet de loi ne touche pas aux droits des pensionnaires actuels ni à l'âge légal de départ à la retraite de 65 ans. Le gouvernement n'attentera pas davantage au principe suivant lequel les cotisations des actifs servent à payer les pensions des retraités (système par répartition), ni au financement tripartite (État, assurés, entreprises) du régime général de pension.

Les principaux aspects de la réforme sont successivement abordés ci-dessous. Comme dans la partie explicative du projet de loi, il est supposé tout au long de l'encadré qu'elle serait mise en œuvre dès janvier 2013.

#### 1. LA « PENSION À LA CARTE »

L'un des principaux aspects de la réforme envisagée est la « pension à la carte ». En vertu de cette dernière, les assurés auraient le choix entre deux options. La première option consiste à partir à la retraite dès qu'ils en ont le droit, en conformité avec le régime actuel (l'âge légal de 65 ans et les âges de départ anticipé de 57 et 60 ans seraient maintenus). Dans ce cas, ils devraient cependant concéder une diminution de leur pension, sachant que les droits acquis seraient préservés. Pour les actifs d'aujourd'hui, l'ajustement de la pension à la baisse s'effectuerait en effet seulement au prorata des années de travail restant à prester. Ainsi, un assuré ayant travaillé 20 ans avant l'instauration de la réforme et comptant effectuer une carrière de 40 ans ne supporterait que la moitié de la diminution précitée des pensions.

La seconde option revient à continuer à travailler et à compenser de la sorte la diminution précitée de la pension. Un allongement de l'ordre de 3 ans serait requis afin de garantir le maintien du taux de remplacement au niveau actuel.

Concrètement, la « pension à la carte », constituant l'une des pierres angulaires de la réforme, consisterait à modifier l'actuelle formule de calcul des pensions, qui repose sur une partie fixe (majoration forfaitaire), une partie variable en fonction des revenus cotisables accumulés au cours de la carrière (majoration proportionnelle), des majorations proportionnelles échelonnées (pour les retraités excédant une durée de carrière de 38 ans et un âge de 55 ans) et enfin une allocation de fin d'année.

Les majorations proportionnelles seraient abaissées de 13,5%, passant de 1,85% à 1,60% des revenus cumulés. Il en résulterait toutes autres choses égales par ailleurs une diminution de la pension moyenne de 10,4%, les majorations proportionnelles ordinaires représentant 77% des pensions totales du régime général. Cette diminution serait cependant partiellement compensée par une hausse des majorations forfaitaires, qui passeraient de 23,5 à 26% du salaire social minimum. Comme ces dernières représentaient en 2010 16,7% de la « pension type », il en résulterait toutes autres choses égales par ailleurs une hausse des pensions moyennes de 1,8%. Au total et pour autant que l'âge de départ à la retraite demeure inchangé par rapport à la situation présente, la pension moyenne se réduirait donc de 8,6% en régime de croisière (soit à partir de la fin 2052).

En outre, la pension « à la carte » serait introduite de manière extrêmement graduelle. Les innovations précitées (abaissement de 1,85 à 1,60% du taux de majoration proportionnelle et hausse des majorations forfaitaires) ne seraient en effet introduites que sur une période de 40 années, de sorte qu'elles n'induiraient aucune diminution des pensions futures des actuels pensionnés. Ainsi, pour un actif prenant sa pension 8 ans après l'entrée en vigueur de la réforme à l'issue d'une carrière de 40 ans, le taux de majoration proportionnelle sera de 1,80% contre 1,85% actuellement, ce qui équivaudra à une diminution de la pension à concurrence de 2,1%. Ce dernier effet sera en outre amorti par une hausse (également graduelle) de la partie forfaitaire de la pension, de sorte que la diminution de la pension de départ de ce pensionné se limitera en définitive à 1,7% seulement en vertu de la « pension à la carte ».

L'ajustement de la formule de pension s'appliquerait aux pensions du secteur privé (« régime général ») et aux pensions des régimes spéciaux pour les agents « publics » (fonctionnaires de l'Etat, des communes et pour les agents des CFL) entrés en fonction après le 31 décembre 1998.

## 2. ADAPTATIONS AU MÉCANISME DES MAJORATIONS PROPORTIONNELLES ÉCHELONNÉES

Comme indiqué ci-dessus, les pensionnés bénéficient actuellement de majorations proportionnelles échelonnées, qui visent à inciter les assurés à opter pour une retraite plus tardive. Depuis la loi « Rentendesch » du 28 juin 2002, le taux de majoration proportionnelle tend en effet à augmenter en fonction de l'âge de départ à la retraite et de la durée de la période de cotisation. Ce supplément n'est accordé que si deux conditions sont simultanément satisfaites: l'âge de départ doit au minimum atteindre 55 ans et la durée de la carrière ne peut être inférieure à 38 ans, ces deux conditions devant toutes deux être vérifiées. Le supplément est égal à cette dernière durée augmentée de l'âge de départ, dont on retranche 93 ans (à savoir 55+38), le tout étant multiplié par 0,01%. A titre d'exemple, une personne prenant sa retraite à 60 ans après une carrière de 40 ans bénéficiera d'une augmentation de 0,07% du taux de majoration proportionnelle, qui s'établira dès lors à  $1,85\% + 0,07\% = 1,92\%$ . Il en résultera donc une hausse de la pension de l'ordre de 3%. Il convient de souligner que le taux de majoration proportionnelle corrigé ne peut en aucun cas excéder 2,05%.

Dans un encadré publié dans le Bulletin 2006/1, la BCL avait mis en exergue le fait que ce régime de majorations proportionnelles échelonnées ne compensait que très partiellement un défaut majeur de la formule actuelle de calcul des pensions, à savoir le fait qu'elle incite les assurés à opter pour un âge précoce de départ à la retraite. Il était alors proposé de doubler l'augmentation échelonnée de ce taux en cas de départ plus tardif à la retraite (doublement financé par une diminution globale de la majoration proportionnelle ordinaire).

La réforme des pensions actuellement en gestation prévoit précisément une révision en profondeur du mécanisme des majorations proportionnelles échelonnées, qui comporte une multiplication par 2,5 de l'avantage marginal (il passe donc de 0,01% à 0,025%). Il s'ajoute cependant à cet ajustement les deux innovations suivantes :

- L'âge de 55 ans et la durée de carrière de 38 ans sont revus à la hausse, pour atteindre respectivement 60 et 40 ans, la convergence vers ces deux nouveaux paramètres s'effectuant sur une période de 40 ans comme la « pension à la carte ». A cette aune, le nouveau régime ciblera donc davantage l'octroi des incitants à une retraite plus tardive.
- Cependant, les conditions d'âge (55/60 ans) et de carrière (38/40 ans) ne devront plus être satisfaites simultanément. A rebours de la situation prévalant actuellement, une personne prenant sa retraite à 60 ans après une carrière de 37 ans voire moins (et respectant le stage de 40 ans sur la base des années d'études ou d'autres périodes complémentaires) bénéficiera d'un supplément de pension au titre des majorations proportionnelles échelonnées. Cette nouvelle disposition, qui devrait induire un accroissement des dépenses en raison de la hausse de nombre de personnes éligibles, serait d'application dès la mise en œuvre de la réforme.

## 3. AJUSTEMENT DES PENSIONS AUX SALAIRES RÉELS

Les pensions sont actuellement ajustées aux salaires réels, sur la base d'une série de référence compilée par l'IGSS après élimination des revenus les plus extrêmes. Les pensions sont ajustées sur cette base tous les deux ans (années impaires), ces ajustements devant être confirmés par le gouvernement et par la Chambre des Députés. La BCL a à plusieurs reprises mis en exergue l'intérêt, en termes de soutenabilité des systèmes de pension, d'une suspension de cet ajustement aux salaires réels.

Le projet de loi prévoit qu'en cas de dégradation de la situation financière des systèmes de pensions, un facteur de modération se greffera sur l'ajustement des pensions. Ce facteur serait initialement fixé à 1, ce qui implique un statu quo. Il pourrait cependant être fixé à 0,5 à partir du moment où les dépenses de pension excéderaient les recettes correspondantes. En cas de hausse des salaires réels de 3% sur deux ans, l'ajustement des pensions ne serait dès lors plus que de 1,5%.

Ce mécanisme se distinguerait cependant à deux égards de la suspension régulièrement évoquée par la BCL. D'une part, le facteur de modération ne s'appliquerait qu'aux pensions versées au cours de la période de retraite et nullement à la pension de départ. Le taux de remplacement initial s'appliquant à une personne partant à la retraite ne serait donc pas affecté, quelle que soit l'année de ce départ à la retraite. Le potentiel en termes d'économies en serait nettement amoindri. D'autre part, le nouveau mécanisme serait d'application lorsque les premiers déficits apparaîtraient et nullement de manière proactive.

#### 4. AUTRES ASPECTS DE LA RÉFORME

La réforme revêt de nombreux aspects. Peuvent notamment être mentionnés les éléments suivants :

- Années complémentaires pouvant servir à compléter le stage de 40 ans : les années d'études et assimilées peuvent actuellement être prises en compte afin de parfaire le stage et ce pour des études effectuées de 18 à 27 ans. Ainsi, une personne ne comptant que 35 années de cotisation mais ayant effectué 5 années d'études peut opter pour la retraite anticipée à 60 ans. Cette condition deviendra plus restrictive dès l'année d'entrée en vigueur de la réforme : seules les années d'études effectuées de 20 à 27 ans seront désormais prises en compte.
- Cumul entre la pension et la carrière : un tel cumul sera plus aisé qu'actuellement.
- Une autre piste, qui ne serait appliquée qu'en cas de besoin, est une possible augmentation des cotisations de pension, qui pourraient à titre d'exemple passer de 24 à 30% de la masse cotisable à partir de 2021 (toujours avec répartition en trois tiers).

#### EVALUATION PRÉLIMINAIRE DE LA RÉFORME

##### 5. LES EFFETS ATTENDUS DE LA RÉFORME REPOSENT SUR UNE HYPOTHÈSE DE CROISSANCE EXCESSIVEMENT FAVORABLE

Les projections que renferme le projet de loi partent de l'hypothèse d'une croissance de 3% l'an sur la période 2013-2060. Une telle hypothèse revient à supposer un quadruplement du PIB en volume de 2013 à 2060. Ce taux de croissance peut paraître raisonnable à l'aune des taux de croissance extrêmement élevés observés au cours des dernières décennies, à la faveur notamment de la montée en puissance du secteur financier. Ce taux paraît cependant très élevé par rapport à la croissance prévue dans les pays limitrophes ou au sein de la zone euro. En outre, la crise économique et financière pourrait se traduire par un décrochage durable de la croissance potentielle. Dans ce contexte, la BCL se sent confortée dans sa volonté d'effectuer des simulations reposant sur un taux de croissance de 2,2% l'an. Toute politique de pension doit reposer sur des hypothèses de croissance réalistes. Dans le cas contraire, les autorités endossent un risque considérable : elles pourraient accepter des engagements futurs qu'elles seront incapables d'honorer pleinement.

Conditionnellement à cette hypothèse d'une croissance de 2,2% l'an, la situation patrimoniale du régime de pension évoluerait très négativement au cours de la période 2013-2060, comme l'établiront les sections suivantes.

##### 6. L'IMPACT DE LA « PENSION À LA CARTE » SERAIT EXTRÊMEMENT GRADUEL

La BCL a estimé de façon préliminaire l'incidence des grandes pistes de la réforme. Elle a pour ce faire utilisé comme point de départ les projections à long terme présentées dans son avis sur le projet de budget (projection de référence pour les pensions, s'appuyant notamment sur celles de l'Ageing Working Group de 2009 et sur une croissance économique de 2,2% à partir de 2014, les projections macro-économiques de la BCL de décembre 2011 étant utilisées avant 2014). Ces projections se rapportent aux pensions privées et publiques (optique de la consolidation des divers régimes de pension, conformément à la pratique de l'Ageing Working Group qui considère l'ensemble des dépenses de pension).

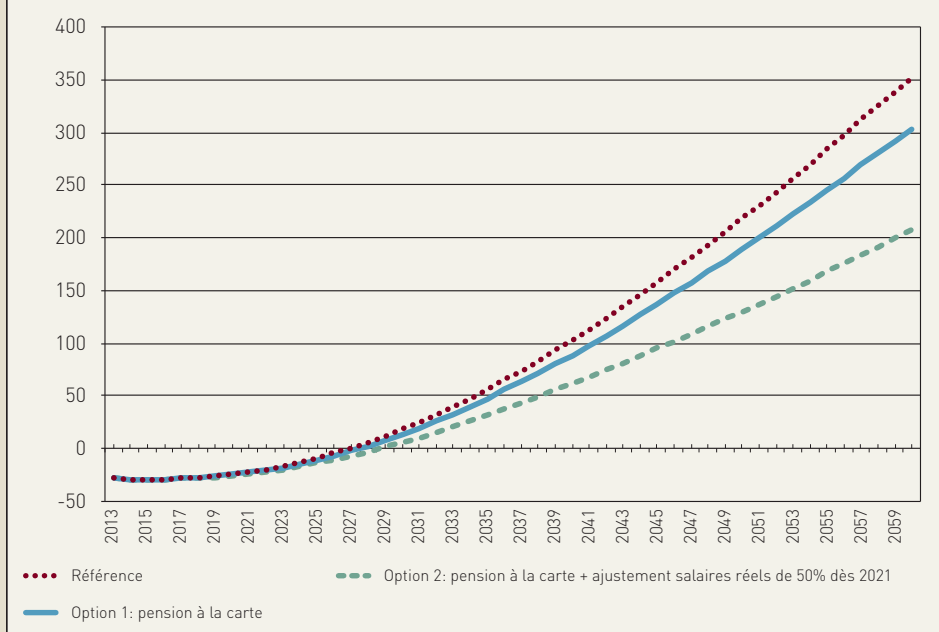
Le graphique suivant, reprenant les réserves (-) ou l'endettement (+) des régimes de pension, synthétise ces projections. Pour la formule « pension à la carte », les économies sont estimées en supposant soit que les affiliés vont privilégier la première option (pension réduite sans allongement de la carrière). Il est par ailleurs considéré sur la base du projet de loi que la première option donnerait lieu à une diminution (graduelle) de 8,6% de la pension moyenne sur une période de 40 ans (vitesse de croisière à partir de 2052).

Conditionnellement à cette hypothèse, l'apport de la formule « pension à la carte » serait au final relativement réduit sur l'horizon de simulation, en raison notamment de son introduction très graduelle. Son impact à terme sur les dépenses ne serait pas négligeable. La hausse des dépenses de pension de 2011 à 2060 estimée par l'Ageing Working Group en 2009 serait ramenée de 15% du PIB à 13%, mais cet impact ne deviendrait appréciable qu'après l'emballement de la mécanique d'endettement.

## 7. LES MAJORATIONS PROPORTIONNELLES ÉCHELONNÉES

Le projet de loi prévoit une plus grande sélectivité des majorations échelonnées, ces dernières n'étant acquises que pour un âge de 55 ans et une durée de carrière de 38 ans. Une telle évolution paraît justifiée, l'âge de 55 ans étant pour le moins précoce. Cependant, la décision d'assouplir dès 2013 la formule d'octroi de l'avantage paraît précipitée. Une personne de 60 ans dont la carrière s'est étendue sur 37 années ne bénéficiera d'aucune majoration proportionnelle échelonnée dans le cadre du système actuel – la double condition des 55 ans et des 38 ans devant être vérifiée. Par contre, la nouvelle donne résultant du projet de loi permettra à cette même personne d'accéder à cet avantage, puisqu'il lui suffit de présenter un cumul âge + durée de la carrière égal à 93 ans. Il en résultera pour cette personne une hausse de la pension de départ égale à 2%. La hausse sera plus élevée encore dans d'autres cas (par exemple un âge de 62 ans et une durée de 37 ans). Cette augmentation des pensions sera d'application dès l'entrée en vigueur de la loi. Le surcoût associé pour l'ensemble des systèmes de pension n'est pourtant pas mentionné dans le projet de loi.

Graphique 2  
Evolution des avoirs (-) et engagements (+) des systèmes de pension luxembourgeois – évaluation préliminaire des grandes lignes de la réforme (2,2% de croissance et mise en œuvre de la réforme en janvier 2013)  
(en % du PIB)



Sources : Ageing Working Group, IGSS, Statec, calculs BCL

## 8. CONSÉQUENCES NÉGATIVES D'UNE HAUSSE DES COTISATIONS SOCIALES

Le projet de loi mentionne à titre exemplatif une hausse des cotisations de 24 à 30% des revenus cotisables vers 2021. Il importe d'ajuster les prestations de pension à la baisse, afin d'éviter une hausse des cotisations hautement préjudiciable à l'économie luxembourgeoise. Une telle augmentation des cotisations induirait en effet trois évolutions préoccupantes, qui ne sont nullement prises en compte dans les projections présentées dans le projet de loi. Une hausse des cotisations sociales de pension de 24 à 30% se traduirait par (i) une hausse de 2% du coût salarial des entreprises ; (ii) une diminution du revenu net des ménages à concurrence de 2% et (iii) une augmentation du déficit de l'Etat central, qui assume un tiers des versements de cotisations, équivalant à 0,7% du PIB. Or pour rappel, le déficit de l'Administration centrale se montait déjà à 2,6% du PIB en 2010. Le Luxembourg peut difficilement se permettre d'introduire une mesure qui accroît fortement le déficit de l'Administration centrale et dégrade une compétitivité déjà plus que compromise à l'heure actuelle. Toute simulation réaliste de l'évolution budgétaire des systèmes de pension devrait pas conséquent faire abstraction d'une telle hausse des cotisations.

En résumé, la hausse des cotisations exercerait une influence négative sur l'activité économique et par conséquent sur les recettes publiques autres que les cotisations de pension. Ces effets négatifs ne sont pas pris en considération dans la simulation effectuée au graphique ci-dessus.

## 9. L'AJUSTEMENT DES PENSIONS AUX SALAIRES RÉELS

La modification de l'ajustement aux salaires réels est une incontestable source d'économies. Cependant, la mesure proposée dans le projet de loi ne s'applique qu'à l'évolution des pensions au cours de la période de la retraite et nullement aux pensions de départ, ce qui réduit considérablement la portée de cette disposition. En vitesse de croisière et pour autant que le facteur de modération de l'ajustement soit de 50%, la mesure induirait une réduction moyenne des pensions de l'ordre de 10% conditionnellement aux hypothèses retenues dans le projet de loi (croissance de 3% et hausse de la productivité et des salaires réels de 1,5% l'an). L'impact de la mesure se déploierait par ailleurs de manière progressive et vraisemblablement à partir de 2020 seulement. Pour rappel, une suspension totale de l'ajustement aux salaires réels telle que simulée par la BCL (13 sauts) aboutirait à une diminution de plus de 30% des prestations.

L'incidence d'un ajustement des pensions aux salaires réduit de la moitié et appliqué aux seules pensions en cours est simulée au graphique ci-dessus. La mesure contribuerait à améliorer significativement les perspectives des systèmes de pension. Même envisagée de concert avec la « pension à la carte », elle ne permettrait cependant pas d'assurer la soutenabilité à terme de ces systèmes.

## 10. ADAPTATION RELATIVE AUX ANNÉES D'ÉTUDES

La révision de la période d'études prise en compte pour le calcul du stage de pension va induire des économies, qui ne sont pas chiffrées dans le projet de loi. Cette mesure aura cependant pour effet de pénaliser l'investissement en capital humain. Une mesure revenant à neutraliser les années doublées aurait permis de concilier les deux objectifs (économies et stimulation du capital humain).