



BULLETIN  
2012

4



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG  
EUROSYSTÈME



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG  
EUROSYSTÈME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg  
Secrétariat général  
2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg  
Télécopie : (+352) 4774-4910  
e-mail : [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)  
Luxembourg, le 13 décembre 2012

# SOMMAIRE

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE</b>	<b>10</b>
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Le marché des actions	11
1.1.4	Le marché des changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	13
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	Balance des paiements de la zone euro	15
1.1.8	Les projections macro-économiques pour la zone euro	16
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	25
1.2.3	Les activités sectorielles	34
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	68
1.2.5	La croissance économique	70
1.2.6	Les projections macroéconomiques de décembre 2012	72
1.2.7	Le commerce extérieur	83
1.2.8	La balance des paiements	85
1.2.9	La position extérieure globale	91
1.2.10	Les comptes financiers	97
1.2.11	Les finances publiques	100
<u>Encadré 1 :</u>		
Indicateurs de compétitivité de l'économie luxembourgeoise : importances des évolutions dans le secteur des services		21
<u>Encadré 2 :</u>		
L'évolution des crédits au secteur privé		41
<u>Encadré 3 :</u>		
Les fonds de fonds domiciliés au Luxembourg : présentation et analyse statistique		52
<u>Encadré 4 :</u>		
Incidences potentielles d'une accentuation de la crise souveraine sur la solidité financière des banques et des fonds d'investissement luxembourgeois		60
<u>Encadré 5 :</u>		
Croissance potentielle - Impact de la crise et perspectives de long terme		81
<u>Encadré 6 :</u>		
Consommation des ménages frontaliers au Luxembourg		87
<u>Encadré 7 :</u>		
Révisions des données de la position extérieure du Luxembourg		92
<u>Encadré 8 :</u>		
Dépenses des Administrations publiques: une comparaison internationale		107

## **2** ACTUALITÉ

1	Communiqué de presse	113
---	----------------------	-----

## **3** ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	116
2	Circulaires de la BCL	118
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	118
1	Statistiques de politique monétaire	118
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	118
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	119
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	119
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	119
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	119
7	Balance des paiements du Luxembourg	119
8	Commerce extérieur	119
9	Position extérieure globale	120
10	Avoirs de réserve	120
11	Etablissements de crédit	120
12	Activité bancaire internationale	120
13	Organismes de placement collectif	120
14	Professionnels du secteur financier	121
15	Sociétés de gestion	121
16	Compagnies d'assurances et fonds de pension	121
4	Publications de la BCL	121
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	125
6	Liste des abréviations / List of Abbreviations	126

## EDITORIAL

*Le dernier Bulletin que j'ai le privilège d'introduire ne délivre pas un message fondamentalement différent de celui des précédentes livraisons : le Luxembourg est confronté à de nombreux défis, qui exigent une action résolue de la part de nos autorités.*

*La situation économique présente suffit à elle seule à illustrer l'ampleur de ces défis. Dans la zone euro, la variation du PIB en volume se situerait entre -0,9 et +0,3% en 2013 et entre 0,2 et 2,2% en 2014 selon les projections de décembre 2012 des services de l'Eurosystème.*

*Au Luxembourg, le PIB est en pleine stagnation depuis l'avènement de la crise économique et financière. De 2007 à 2011, le PIB en volume s'est réduit à concurrence de 0,4% selon les comptes nationaux publiés en octobre 2012. Or au cours de la même période, la progression de la population s'est accentuée, en dépit de la crise. Le Luxembourg comptait en moyenne 519 400 habitants en 2011, soit 8,1% de plus qu'en 2007. Le contraste entre ces deux chiffres illustre l'ampleur de l'appauvrissement subi par le Luxembourg en l'espace de quatre années seulement.*

*Les indicateurs à court terme ne laissent pas augurer un retournement imminent de cette tendance. Ainsi, les comptes de pertes et profits des établissements de crédit délivrent toujours un message peu encourageant, comme l'attestent notamment un produit bancaire et un résultat avant dépréciations, provisions et impôts en nette diminution au cours des neuf premiers mois de 2012 par rapport à la période correspondante de 2011. Les organismes de placement collectif se caractérisent certes par une valeur d'inventaire en net progrès au cours des trois premiers trimestres de 2012, mais cette évolution a priori favorable reflète davantage une inflexion de marchés financiers intrinsèquement volatils qu'un retournement structurel de l'activité. Les indicateurs relatifs à la confiance des consommateurs, à l'industrie ou au commerce de gros sont quant à eux résolument orientés à la baisse ces derniers mois. Sans parler du secteur aérien ou de la restructuration d'importants établissements de crédit.*

*Le décrochage de notre industrie est particulièrement préoccupant. Il s'exprime par une sensible diminution de la production et de la valeur ajoutée de cette branche. Les parts de marché à l'exportation de biens ont également marqué le pas, cette évolution s'expliquant dans une large mesure par le dérapage de nos coûts salariaux unitaires nominaux. Selon le second Rapport sur le mécanisme d'alerte, publié par la Commission européenne le 28 novembre 2012, le Luxembourg est d'ailleurs l'un des quatre pays sur 27 où l'augmentation de ces coûts a excédé le seuil d'alerte. Seules la Bulgarie et la Roumanie – à savoir deux pays en phase de rattrapage économique – se caractérisent par une évolution plus défavorable depuis 2008. De surcroît, la croissance des coûts unitaires luxembourgeois aurait été six fois plus rapide qu'en Allemagne au cours de la décennie écoulée. Des indicateurs de compétitivité « non prix » tels que les dépenses brutes (publiques et privées) en recherche et développement ne sont pas de nature à compenser cette dérive. En 2011, ces dépenses n'atteignaient en effet que 1,4% du PIB au Luxembourg, contre une moyenne de 2,4% dans les trois pays limitrophes.*

*La dérive des coûts unitaires est le reflet d'un important fléchissement de la productivité et d'une hausse persistante des coûts salariaux – même si cette progression tend à ralentir par rapport à la période « pré-crise ». Le mécanisme d'indexation constitue le moteur de l'augmentation des salaires moyens. Or l'un des rares autres pays de la zone euro demeurant attaché à l'indexation des salaires, à savoir la Belgique, a pour sa part annoncé une refonte du panier de biens servant de référence à l'indexation ainsi qu'un strict encadrement, au cours de la période 2013-2014, de*

*L'évolution des salaires hors indexation et revalorisations barémiques. Aucune norme de ce type n'est actuellement en gestation au Luxembourg, alors que notre économie est encore plus ouverte que l'économie belge. Nos entreprises continuent par conséquent à être prises en tenaille entre la crise et des coûts croissants.*

*C'est sur cet arrière-fond défavorable que s'inscrivent les projections macro-économiques de la BCL de décembre 2012. Ces dernières laissent augurer, après une progression du PIB en volume de 0,2 à 0,8% en 2012, une croissance se situant entre 0 et 2% en 2013 et entre 1,7 et 3,7% en 2014. Selon toute probabilité, le PIB réel par habitant aura donc encore reculé au cours de la période 2012-2014. Encore convient-il de considérer que si une accélération de la croissance est escomptée pour 2014, cette prévision est entachée de nombreux risques défavorables. Le principal risque est la répercussion sur l'activité luxembourgeoise de la nécessaire consolidation budgétaire, tant au Luxembourg que dans les autres pays de la zone euro. Un assainissement additionnel, permettant de ramener dans chaque pays de la zone les soldes des Administrations publiques aux objectifs figurant dans les Programmes de Stabilité respectifs, amputerait la croissance du Luxembourg qui reviendrait dès lors à moins de 2% en 2014 – soit environ le taux de croissance de la population.*

*En 2014, le PIB réel par habitant demeurerait par conséquent inférieur à son niveau « pré-crise » de 2007. Il est difficile de soutenir après une aussi longue période de stagnation et même de recul que le Luxembourg soit encore une économie à forte croissance. Or la gestion de nos finances publiques s'est longtemps appuyée sur ce postulat de plus en plus discutable.*

*Dans ces circonstances, nos autorités doivent d'urgence négocier un virage en matière de gestion des finances publiques. Je salue l'effort d'assainissement de plus de 1,5% du PIB mis en orbite par le gouvernement en automne 2012 – même si à mon estime la composition de l'effort aurait dû reposer bien davantage sur le volet des dépenses. Le récent avis de la BCL sur le projet de budget 2013 préconise un effort additionnel de consolidation, se montant au total à près de 2,5 milliards d'euros de 2013 à 2018. Un tel assainissement peut sembler considérable, mais il se justifie pleinement à l'aune des trois considérations suivantes.*

*En premier lieu, cette consolidation supplémentaire permettrait au Luxembourg de respecter le nouveau cadre de gouvernance budgétaire européen. Ce dernier exige notamment le respect d'une nouvelle norme de dépenses, qui ne pourra être assurée en l'absence de révisions d'envergure de la politique budgétaire.*

*En second lieu, il est probable que la croissance du PIB connaisse une inflexion à la hausse en 2014 – certes toujours mesurée. Un effort accru de consolidation budgétaire mis en œuvre dès 2014 favoriserait dès lors une politique budgétaire contra-cyclique.*

*En troisième lieu, le Luxembourg dispose de marges de manœuvre en matière budgétaire. D'une part, le niveau des dépenses publiques paraît singulièrement élevé en comparaison internationale. Les dépenses par tête totales sont en effet deux fois plus élevées au Luxembourg que dans l'ensemble de la zone euro, même après corrections pour les transferts sociaux aux non-résidents, ajustements pour le niveau des prix plus élevé au Luxembourg et après neutralisation des dépenses de transport liées aux frontaliers. Cette disproportion entre les dépenses luxembourgeoises et étrangères concerne notamment les subventions et les prestations sociales, qui gagneraient à être davantage ciblées. L'adoption le 5 décembre 2012 de la réforme des pensions par la Chambre des Députés et sa mise en œuvre dès janvier 2013 constitue cependant un pas dans la bonne direction et met fin à près de 15 années d'immobilisme en la matière. La réforme ne suffira néanmoins pas à restaurer à elle seule la soutenabilité à terme de nos régimes de pension, comme*

*le souligne amplement notre avis sur le projet de budget 2013. Or une justice sociale authentique ne peut se concevoir au détriment des générations futures.*

*D'autre part, des marges de manœuvre existent sur le versant des recettes. Je me cantonnerai ici à deux exemples. Il s'agit tout d'abord de l'impôt foncier, dont le produit est au Luxembourg inférieur de plus de 1% du PIB à la moyenne des trois pays limitrophes – ce qui équivaut à quelque 500 millions d'euros. Il s'agit ensuite de la TVA, où le Luxembourg présente le taux standard le plus bas de toute l'Union européenne. A titre d'exemple, une augmentation uniforme de 1% de l'ensemble des taux rapporterait aux Administrations publiques environ 200 millions d'euros. Il va sans dire qu'il importerait de neutraliser tout impact sur l'indexation d'une telle augmentation. La pertinence de diverses « dépenses fiscales » gagnerait également à être examinée en profondeur.*

*J'ai régulièrement insisté sur ces divers éléments – notamment la dérive de notre compétitivité et de nos finances publiques – au cours de la dernière décennie. Force est de constater que ces propos soit toujours pleinement d'actualité.*

Yves Mersch



<b>1</b>	<b>LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE</b>	<b>10</b>
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Le marché des actions	11
1.1.4	Le marché des changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	13
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	Balance des paiements de la zone euro	15
1.1.8	Les projections macro-économiques pour la zone euro	16
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	25
1.2.3	Les activités sectorielles	34
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	68
1.2.5	La croissance économique	70
1.2.6	Les projections macroéconomiques de décembre 2012	72
1.2.7	Le commerce extérieur	83
1.2.8	La balance des paiements	85
1.2.9	La position extérieure globale	91
1.2.10	Les comptes financiers	97
1.2.11	Les finances publiques	100
<u>Encadré 1:</u>		
	Indicateurs de compétitivité de l'économie luxembourgeoise :	
	importances des évolutions dans le secteur des services	21
<u>Encadré 2:</u>		
	L'évolution des crédits au secteur privé	41
<u>Encadré 3:</u>		
	Les fonds de fonds domiciliés au Luxembourg : présentation et analyse statistique	52
<u>Encadré 4:</u>		
	Incidences potentielles d'une accentuation de la crise souveraine sur la solidité financière des banques et des fonds d'investissement luxembourgeois	60
<u>Encadré 5:</u>		
	Croissance potentielle - Impact de la crise et perspectives de long terme	81
<u>Encadré 6:</u>		
	Consommation des ménages frontaliers au Luxembourg	87
<u>Encadré 7:</u>		
	Révisions des données de la position extérieure du Luxembourg	92
<u>Encadré 8:</u>		
	Dépenses des Administrations publiques: une comparaison internationale	107

# 1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

## 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés au quatrième trimestre 2012. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 0,75%, tandis que les taux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0% et 1,50%.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, le PIB en volume a reculé de 0,1% en rythme trimestriel au troisième trimestre 2012, après avoir reculé de 0,2% au deuxième trimestre 2012. Les indicateurs économiques font état d'une atonie persistante de l'activité économique au dernier trimestre de l'année 2012, bien que certains indicateurs se soient récemment stabilisés à de bas niveaux et que la confiance des marchés financiers ait continué de s'améliorer. Au-delà du court terme, la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro devrait se prolonger sur l'année 2013. Ce scénario ressort des projections macroéconomiques établies en décembre 2012 par les services de la BCE, qui prévoient une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre -0,6% et -0,4% en 2012 et entre -0,9% et 0,3% en 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques réalisées en septembre 2012, les fourchettes prévues pour la croissance du PIB en volume en 2012 et en 2013 ont été révisées à la baisse.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est inscrite à 2,2% en novembre, par rapport à 2,5% en octobre et 2,6% pour les deux mois précédents. Les taux d'inflation annuels devraient encore diminuer pour revenir en deçà de 2% au cours de l'année prochaine. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2012 réalisées par les services de l'Eurosystème, la fourchette de prévision d'inflation pour 2012 s'est légèrement resserrée, tandis que celle pour 2013 a été révisée à la baisse dans les projections de décembre 2012 des experts de la BCE. Les points centraux de ces projections s'inscrivent à 2,5% et 1,6% pour 2012 et 2013, respectivement.

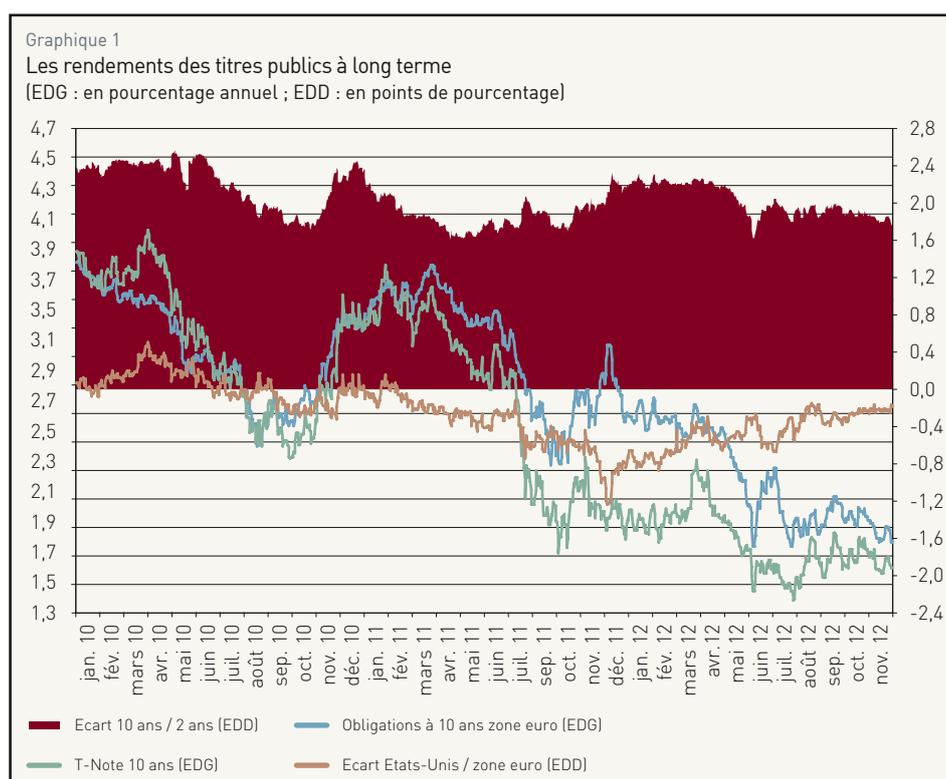
S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 3,9% en octobre 2012, après 2,6% en septembre et 2,9% en août. Cette évolution s'explique en partie par une transaction spécifique, qui a entraîné une augmentation des dépôts à vue appartenant au secteur financier non monétaire. En ce qui concerne les principales contreparties de M3 à l'actif du bilan consolidé des institutions financières monétaires, le taux de croissance annuel des financements accordés aux résidents de la zone euro est ressorti à 0,5% en octobre 2012, sans changement par rapport aux deux mois précédents. Le taux de progression annuel des créances sur les administrations publiques s'est établi à 8,8% en octobre, par rapport à 8,2% en septembre. Par contre, la progression annuelle des prêts au secteur privé, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, est revenue à -0,4% en octobre, après -0,4% en septembre et -0,2% en août. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est établi à 0,8% en octobre, comme en septembre. Le rythme annuel de croissance des prêts aux sociétés non financières a été négatif, ressortant à -1,5% en octobre après -1,2% en septembre et -0,4% en août.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à conduire les opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la sixième période de constitution de réserves de 2013, le 9 juillet 2013. Cette procédure sera également maintenue pour les opérations de refinancement exceptionnelles de l'Eurosystème dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, qui

continueront d'être effectuées aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2013. Le taux fixe de ces opérations de refinancement exceptionnelles sera identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours. Le taux des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, qui seront conduites jusqu'en juin 2013, sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée des opérations à plus long terme respectives.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

Depuis la fin du mois d'août, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis se sont dans l'ensemble maintenus à des niveaux historiquement bas pour s'établir, au 30 novembre 2012, respectivement à 1,79% et 1,62%. Le différentiel de rendement obligataire à long terme entre la zone euro et les Etats-Unis a quant à lui légèrement diminué au troisième trimestre 2012 pour revenir aux alentours de 18 points de base. Dans l'ensemble, le contexte de politique monétaire accommodante, de faiblesse de la croissance et de fuite vers la qualité a tiré les rendements obligataires vers le bas. Au cours des prochains mois, l'évolution des rendements obligataires de long terme devrait être largement liée au risque d'atteinte du plafond de la dette aux Etats-Unis et à la résolution de la crise des dettes souveraines dans la zone euro.



Du côté de la zone euro, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans a diminué au cours de la période étudiée, reflétant ainsi des anticipations de croissance à la baisse de la part des marchés financiers. L'annonce de la mise en œuvre du programme d'Opérations Monétaires sur Titres (OMT) a en outre permis d'atténuer les tensions sur les écarts de taux entre les obligations allemandes et les titres émis par les pays périphériques. L'apaisement des incertitudes liées à la crise de la dette souveraine s'est notamment traduit par un regain d'appétit des investisseurs étrangers pour les titres émis dans la zone euro.

### 1.1.3 Le marché des actions

Après une forte hausse observée au troisième trimestre, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Japon ont connu des évolutions hétérogènes au cours de la période étudiée.

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



Source : Bloomberg

Le marché boursier américain a ainsi enregistré d'importantes prises de bénéfices depuis octobre 2012 mais a connu un regain de vigueur fin novembre. L'indice boursier européen s'est quant à lui stabilisé autour de 90 points depuis mi-septembre. Le marché boursier japonais conserve une tendance haussière depuis juin 2012.

La tendance à la stabilisation du marché européen se justifie notamment par des anticipations de ralentissement de la croissance, confirmées également par les résultats d'enquêtes de confiance menées auprès de consommateurs et d'entrepreneurs.

Les tendances volatiles du marché boursier américain peuvent être attribuées aux craintes que fait peser l'atteinte du mur budgétaire (ou « fiscal cliff ») sur la croissance américaine. En effet, pour éviter

toute dérive des déficits budgétaires, le « fiscal cliff » impose un mécanisme automatique de réduction des dépenses et d'augmentation des impôts qui risque de freiner brusquement la consommation des ménages américains et de faire tomber les Etats-Unis en récession l'année prochaine.

Enfin, la vigueur du marché japonais s'explique par la dépréciation du yen depuis juillet 2012 face à l'euro et au dollar américain. Le repli de la devise japonaise permet ainsi d'améliorer la compétitivité-prix de l'économie japonaise en offrant des perspectives de profits favorables aux entreprises exportatrices japonaises dans un contexte de croissance morose.

#### 1.1.4 Le marché des changes

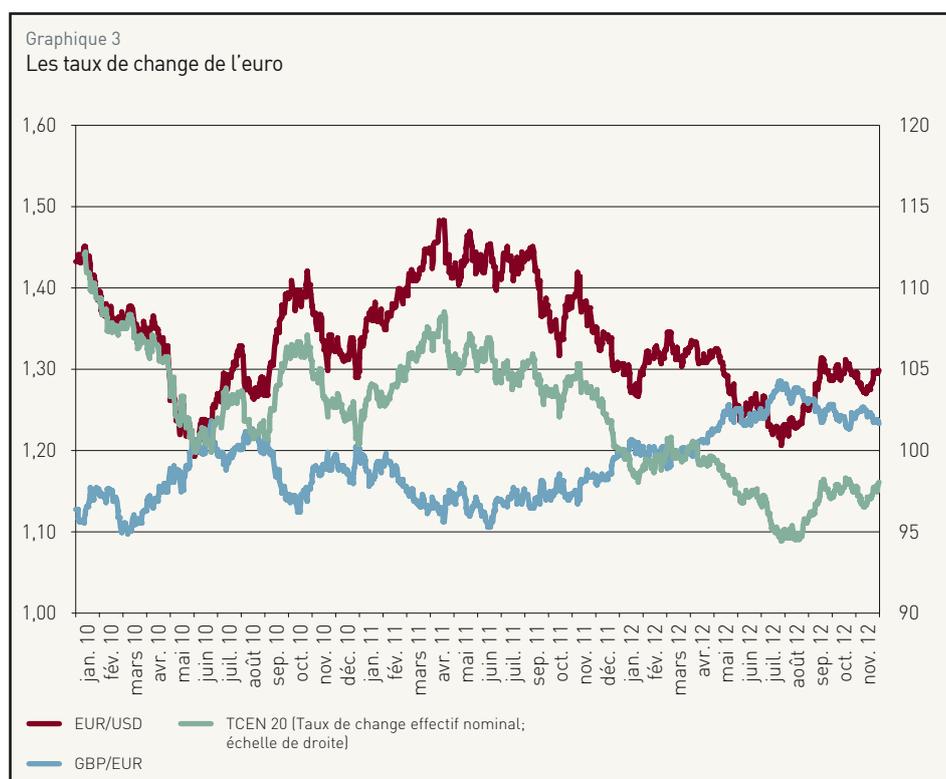
Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a gagné près de 1,84% entre le 31 août et le 30 novembre 2012. Au cours de cette période, la monnaie unique s'est notamment appréciée vis-à-vis du dollar américain, de la livre sterling, du yen, du yuan, du leu roumain, de la couronne tchèque et de la couronne suédoise. La monnaie unique s'est en revanche dépréciée par rapport au zloty polonais et au forint hongrois.

Au cours de la période étudiée, l'euro s'est apprécié de 3,2% par rapport au billet vert. Cette évolution s'explique par la baisse des inquiétudes des opérateurs, consécutive à l'annonce de la mise en œuvre du programme d'Opérations Monétaires sur Titres (OMT) par l'Eurosystème. Au 30 novembre 2012, l'euro s'échangeait contre 1,29 USD, à un niveau inférieur de près de 6,75% à sa moyenne de 2011.

Depuis la fin du mois de septembre, l'euro est resté relativement stable par rapport au franc suisse, la Banque Nationale de Suisse continuant d'intervenir sur le marché des changes pour maintenir le cours de

sa monnaie au-dessus de 1,20 CHF/euro. La devise britannique a pour sa part entamé un mouvement de dépréciation depuis juillet 2012 pour finalement s'échanger au-dessus de 1,23 GBP/euro au 30 novembre 2012.

Enfin, la plupart des devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien et le lats letton) sont 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 majoritairement distinguées par un mouvement de dépréciation vis-à-vis de la monnaie unique. La couronne suédoise, le leu roumain et la couronne tchèque ont respectivement enregistré une dépréciation de 3,2%, 1,2% et 2,4% par rapport à la monnaie unique. Au contraire, le zloty polonais et le forint hongrois se sont appréciés de plus de 1,5% par rapport à l'euro.



### 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 stabilisée autour de 2,5% depuis le deuxième trimestre 2012, en recul de 0,2 pp par rapport à la moyenne de 2011 et au début de l'année 2012. Selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, un recul à 2,2% serait envisageable pour le mois de novembre.

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 T4	2012 T1	2012 T2	2012 T3	oct-12
IPCH global	1,6	2,7	2,9	2,7	2,5	2,5	2,5
Produits alimentaires non transformés	1,3	1,8	1,8	2,0	2,3	3,4	4,3
Produits alimentaires transformés	0,9	3,3	4,2	4,0	3,5	2,7	2,4
Produits manufacturés hors énergie	0,5	0,8	1,2	1,1	1,3	1,3	1,1
Energie	7,4	11,9	11,5	9,1	7,2	8,0	8,0
Services	1,4	1,8	1,9	1,8	1,7	1,8	1,7
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,0	1,7	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6

Source : Eurostat

La stabilisation de l'inflation globale depuis le deuxième trimestre s'est produite en dépit d'une légère reprise de l'inflation des produits énergétiques, de sorte que l'inflation hors énergie a enregistré une légère décélération. Depuis mai 2012, le prix du pétrole exprimé en dollar fluctue à des niveaux proches voire inférieurs à ceux de l'année précédente. Par conséquent l'inflation des prix de l'énergie est en grande partie imputable à la dépréciation de l'euro par rapport au dollar, de l'ordre de 7% par rapport à l'année précédente. La dynamique des prix des autres biens et services continue à se modérer. Le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est passé de 2,0% en septembre 2011 à 1,6% en octobre 2012. Ce recul de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie masque toutefois des tendances sous-jacentes divergentes. Si l'inflation des services et des produits manufacturés hors énergie s'est stabilisée, l'inflation des biens alimentaires traités s'est repliée sous l'influence de la dissipation du choc des matières premières agricoles de 2010/2011.

Selon les récentes projections des services de l'Eurosystème, la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro se replierait davantage à moyen terme. L'inflation moyenne s'établirait à 2,5% en 2012 et elle s'inscrirait dans une fourchette allant de 1,1% à 2,1% en 2013. Comparé à l'exercice de projection de juin 2012, ces projections ont été légèrement revues à la baisse.

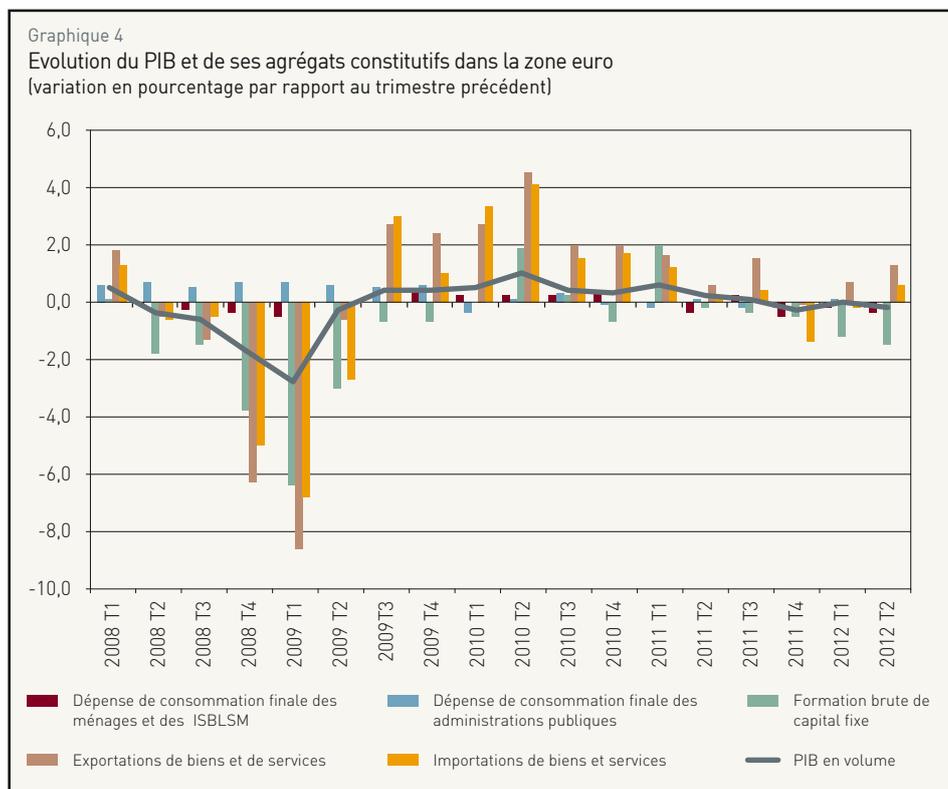
#### 1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail

La dernière publication des comptes nationaux trimestriels fait apparaître qu'au troisième trimestre de 2012, le PIB de la zone euro s'est contracté de 0,1% par rapport au trimestre précédent. Sur un an, l'activité économique s'inscrit à présent en retrait de 0,6%.

On remarque toujours une divergence des performances entre les économies au sein de la zone euro, puisque les pays périphériques en proie à de grandes difficultés budgétaires connaissent une contraction de l'activité, à l'image de l'Italie (-0,2%), l'Espagne (-0,3%) et le Portugal (-0,8%), la plupart des

économies du noyau dur résistant mieux à la crise. Néanmoins, la croissance est restée généralement très faible dans ces économies, notamment en Allemagne (+0,2%), en France (+0,2%) et en Finlande (+0,3%) et l'activité économique s'est même repliée en Autriche (-0,1%) ainsi qu'aux Pays-Bas (-1,1%).

Les données détaillées par sous-agrégat concernant le troisième trimestre n'étaient pas disponibles au moment de clôturer la rédaction de ce bulletin. Rappelons qu'au deuxième trimestre, la demande intérieure avait poursuivi son repli avec une contraction de la consommation des ménages de 0,4% et de la formation brute de capital fixe de 1,5% sur base trimestrielle (graphique 4). Sur un an, le repli de ces deux postes est de respectivement 0,9% et 3,6%.



Sources : Eurostat, calculs BCL

A côté de cela, les exportations ont poursuivi leur rebond en affichant une croissance de 1,3% sur un trimestre, après avoir déjà affiché une croissance de 0,7% au premier trimestre.

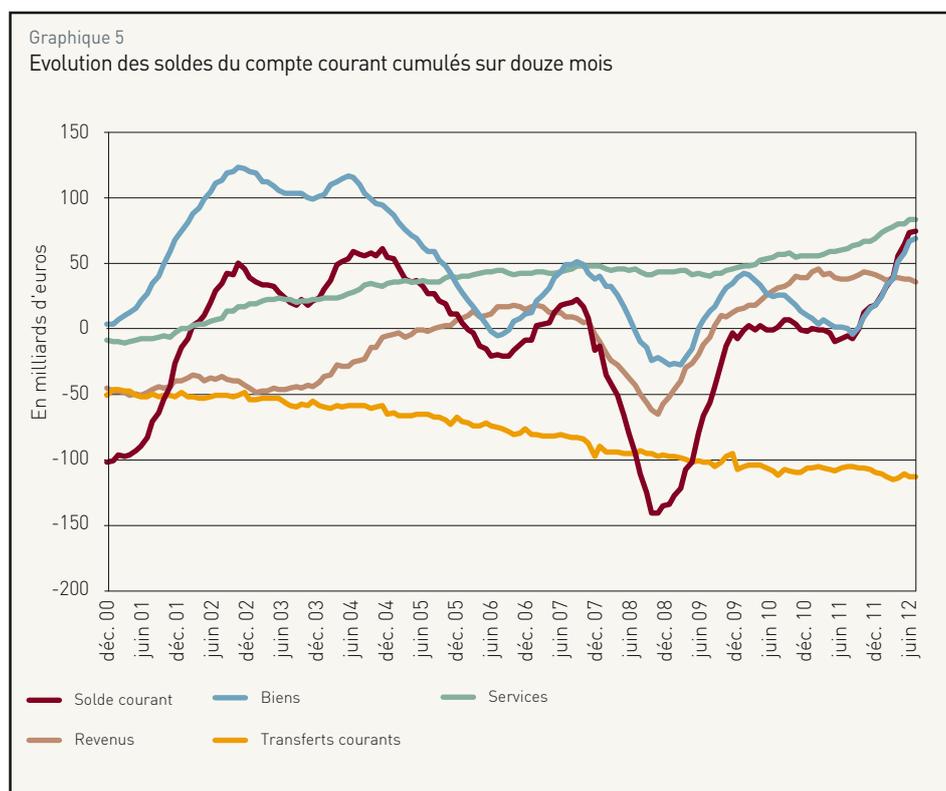
Au niveau sectoriel, l'activité s'est contractée dans l'industrie (-0,2%), la branche du commerce, des transports, de l'hébergement et de la restauration (-0,3%) et surtout dans la construction (-0,9%), tandis que la croissance a été positive dans le secteur des services financiers et des assurances (+0,2%).

Les différentes statistiques disponibles renvoient des signaux relativement contrastés concernant la situation sur le marché du travail. D'une part, il apparaît qu'après trois trimestres consécutifs de repli, l'hémorragie semble s'être interrompue puisque l'emploi total a stagné au cours de ce deuxième trimestre. D'autre part, le chômage a continué sa tendance ascendante entamée durant l'été 2011, celui-ci s'établissant à un record historique de 11,7% en octobre 2012.

### 1.1.7 Balance des paiements de la zone euro

Sur les trois premiers trimestres de 2012, le compte courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. Le solde courant dégage ainsi un excédent de 38 milliards d'euros (0,4% du PIB) sur les trois premiers trimestres de 2012, comparé à un déficit de 24 milliards sur la même période de 2011. Ce retournement de tendance est le résultat d'une amélioration de la balance des biens et services. Le solde des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, s'est retourné dès le second semestre de 2011 en redevenant excédentaire. Le surplus de biens atteint ainsi 53 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2012, comparé à un déficit de 7 milliards sur la même période de 2011. Cette embellie est survenue sur fond d'une progression plus importante des exportations par rapport aux importations de biens. Le taux de croissance des exportations s'est en effet établi à 8% sur les trois premiers trimestres de 2012 contre 4% pour les importations. Ces dernières ont donc été largement affectées par le ralentissement de la conjoncture économique dans la zone euro.

La balance des services a connu une évolution similaire à celle des biens, le taux de croissance des exportations étant presque le double de celui des importations. Le surplus des services atteint ainsi 65 milliards sur les trois premiers trimestres de 2012, contre 48 milliards sur la même période de 2011. Les évolutions positives ci-dessus ont été néanmoins compensées en partie par une détérioration des



Source : BCE

opérations de répartition (revenus et transferts courants) dont le déficit s'est accru de 20% à 80 milliards sur les trois premiers trimestres de 2012.

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 par d'importants mouvements de rapatriement de capitaux et de réallocation de leurs portefeuilles. Sur les trois premiers trimestres 2012, les non-résidents ont ainsi réduit leurs placements dans les obligations et dans les actions émises par la zone euro. Les instruments de dette à court terme ont même subi des ventes nettes. Au total sur les trois premiers trimestres de 2012, les investisseurs non-résidents ont placé 152 milliards d'euros dans les titres de la zone euro comparés à 302 milliards d'euros sur la même période de 2011.

Les investisseurs résidents ont de leur côté accru leurs placements dans les titres étrangers de dette (94 milliards sur les trois premiers trimestres de 2012 contre 27 milliards sur la même période de 2011). Les achats d'actions étrangères ont légèrement repris (2,5 milliards sur les trois premiers trimestres de 2012, après les ventes nettes de 33 milliards observées sur la même période de 2011).

Compte tenu de ces mouvements de rapatriement des capitaux et de réallocation de portefeuille, au total les flux d'investissement de portefeuille se sont soldés par des entrées nettes de capitaux de 55 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2012 contre 308 milliards sur la même période de 2011. La crise financière s'est donc traduite par une forte chute des entrées de capitaux dans la zone euro au titre d'investissements de portefeuille. Dans les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont contractées, en atteignant 41 milliards sur les trois premiers trimestres 2012 contre 119 milliards sur la même période de 2011.

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

Les projections de décembre 2012 de l'Eurosystème tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre -0,6% et -0,4% en 2012, entre -0,9% et 0,3% en 2013 et entre 0,2% et 2,2% en 2014. Par rapport aux projections macro-économiques de septembre 2012 établies par les services de la BCE, la borne supérieure de l'intervalle de prévision de la croissance du PIB pour 2012 a été revue à la baisse, en raison des faibles perspectives économiques de court terme. La fourchette de prévision pour 2013 a également été revue à la baisse, en raison de l'impact sur la demande intérieure des mesures de consolidation budgétaire adoptées dans plusieurs pays de la zone euro et de l'incidence sur la croissance des exportations d'une demande mondiale plus faible. En outre, le degré d'incertitude découlant des tensions sur les marchés financiers de la zone euro est élevé et devrait exercer un impact plus défavorable sur la demande intérieure et en particulier sur l'investissement.

Tableau 2

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

	2011	2012	2013	2014
IPCH	2,7	2,5 - 2,5	1,1 - 2,1	0,6 - 2,2
PIB réel	1,5	-0,6 - -0,4	-0,9 - 0,3	0,2 - 2,2
Consommation privée	0,1	-1,2 - -1,0	-1,1 - -0,1	-0,4 - 1,4
Consommation publique	-0,2	-0,6 - 0,2	-1,2 - 0,0	-0,4 - 1,2
Formation brute de capital fixe	1,6	-4,2 - -3,4	-4,2 - -1,0	-1,0 - 3,6
Exportations	6,5	2,1 - 3,7	-0,4 - 5,0	2,0 - 8,6
Importations	4,3	-1,1 - 0,3	-1,7 - 3,7	1,7 - 7,7

Sur une base trimestrielle, la croissance du PIB réel de la zone euro a été négative au troisième trimestre 2012, à raison de 0,1% par rapport au deuxième trimestre 2012. Cette contraction succède à un recul de 0,2% au deuxième trimestre 2012 (par rapport au premier trimestre 2012). Le PIB de la zone euro devrait à nouveau baisser dans un futur proche, en raison de la faiblesse de la demande externe et des effets combinés sur la demande intérieure des tensions sur les marchés financiers de la zone euro, des mesures de consolidation budgétaire adoptées dans plusieurs pays de la zone euro, d'un prix du pétrole élevé et du processus de désendettement du secteur privé. Même en supposant que les tensions sur les marchés financiers cessent de s'intensifier, le PIB de la zone euro devrait connaître une reprise modeste au cours de la seconde moitié de 2013 à la faveur d'une reprise des exportations et d'une redynamisation de la demande domestique privée, cette dernière résultant de la politique monétaire accommodante et de l'impact favorable sur le pouvoir d'achat des ménages de la diminution de l'inflation. Toutefois, ces facteurs de décélération économique que constituent un degré toujours élevé d'incertitude, les mesures de consolidation budgétaire et les besoins d'ajustement des bilans dans certains pays ne devraient que progressivement s'atténuer sur l'horizon de projection.

Les perspectives économiques pour la zone euro sont soumises à des risques à la baisse, dus en particulier à l'incertitude concernant la résolution des questions liés à la dette souveraine et à la gouvernance dans la zone euro, aux problèmes géopolitiques et à l'incertitude entourant les décisions de politique budgétaire aux Etats-Unis.

En ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,2% en novembre 2012 selon l'estimation rapide d'Eurostat, après 2,5% en octobre et 2,6 au cours des deux mois précédents. L'inflation devrait poursuivre sa baisse pour s'établir en deçà de 2% en 2013. À plus long terme, dans un contexte de croissance économique faible dans la zone euro et d'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester modérées.

Les projections macro-économiques de juin 2012 établies par l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 2,5% en 2012, suivie par des hausses comprises entre 1,1% et 2,1% pour 2013 et entre 0,6% et 2,2% pour 2014. Par rapport aux projections des services de la BCE de septembre 2012, la fourchette pour 2013 est devenue plus étroite et s'inscrit à la baisse.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme sont globalement équilibrés. Les risques à la baisse ont trait à une croissance plus faible qu'escompté dans la zone euro et ceux à la hausse à de nouvelles augmentations de la fiscalité indirecte et des prix administrés, ainsi qu'à une hausse du prix du pétrole.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

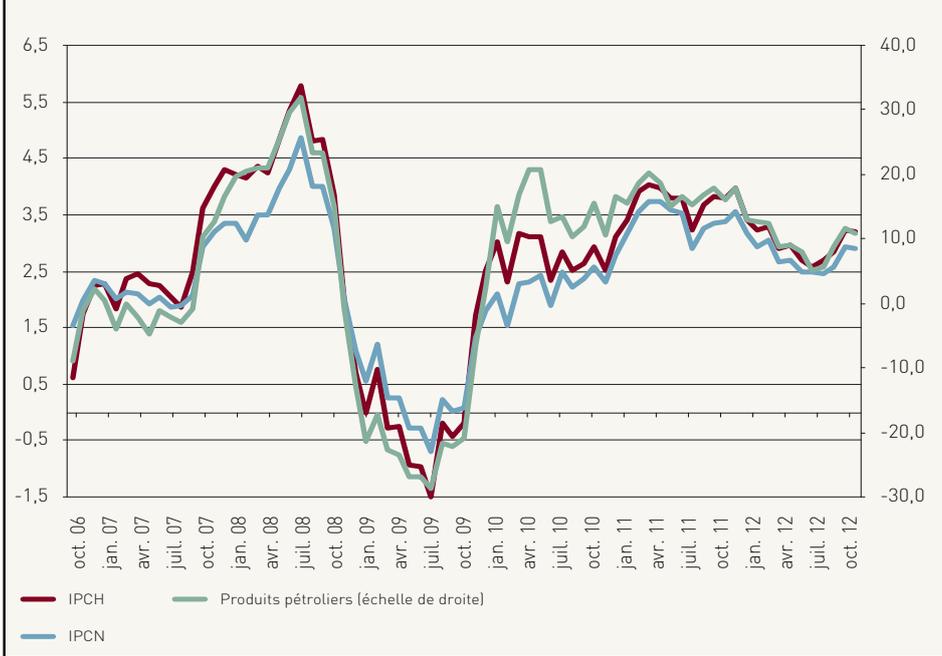
### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le recul de l'inflation globale depuis le début de l'année 2011 a été temporairement interrompu, puisque le taux de variation annuel de l'IPCN s'est accéléré de 2,5% en juillet à 2,9% en octobre 2012 (pour revenir à 2,5% en novembre). L'inflation dégagée sur la base de l'IPCH a pour sa part progressé de 0,6pp, passant de 2,6% en juin à 3,2% en octobre (et 2,7% en novembre).

Les oscillations de l'inflation globale, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, résultent principalement de l'évolution des taux d'inflation des produits énergétiques. L'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie s'est par contre stabilisée en 2012, oscillant en moyenne autour de 2,2% depuis le début de l'année.

Graphique 6  
Evolution des prix à la consommation (taux de variation annuels)



Source : STATEC

Une analyse plus fine des données révèle aussi une stabilisation de l'inflation des prix des services et des biens industriels non-énergétiques. L'inflation s'est néanmoins fortement accélérée pour les biens alimentaires non traités, alors qu'elle a reculé pour les biens alimentaires traités.

Depuis plus de trois ans, l'inflation au Luxembourg est à nouveau constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes<sup>1</sup>. Sur les trois premiers trimestres de 2012, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,3 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,1 p.p. par rapport à la zone euro. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au troisième trimestre 2012 ont atteint respectivement 9,2 p.p. par rapport

aux pays limitrophes et 4,9 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>2</sup>, les perceptions d'inflation se sont redressées depuis août 2012, donc conjointement avec la reprise de l'inflation globale. La hausse de l'inflation s'est également répercutée sur les anticipations d'inflation des consommateurs et ceci déjà à partir du mois de juillet. Ce revirement de tendance est vraisemblablement lié à la hausse relativement marquée du prix du pétrole en euros. La médiatisation accrue de la hausse des prix des matières premières agricoles depuis juillet a vraisemblablement aussi joué un rôle non négligeable.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production ont nettement progressé en moyenne annuelle en 2011, en particulier dans le secteur des biens intermédiaires. En 2012, la croissance des prix à la production des biens industriels devrait nettement ralentir. Au troisième trimestre 2012, les prix à la production se sont repliés pour la première fois depuis le quatrième trimestre 2010 – alors qu'ils progressaient de 0,5% dans la zone euro. Les données sectorielles indiquent que la baisse des prix à la production des biens intermédiaires est à l'origine du repli de l'indice total au troisième trimestre de cette année. Comme à l'accoutumée, les prix à la production des biens d'équipement évoluent quelque peu à contre-courant par rapport aux prix des autres biens. Ainsi, la croissance des prix à la production des biens d'équipement s'est singularisée en connaissant une accélération aux deuxième et troisième trimestres

- 1 L'indice des prix à la consommation national (IPCH) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPC.
- 2 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.

de 2012. De plus, elle a fait preuve d'une volatilité élevée par rapport aux autres sous-secteurs (voir le tableau). Une possible explication de cette importante volatilité réside dans la structure du tissu industriel luxembourgeois, où les changements dans la gamme des modèles ou des produits proposés par certaines catégories d'entreprises peuvent impliquer des variations à court terme non négligeables sur les prix à la production des biens d'équipement.

Au niveau infra-sectoriel, il apparaît que des disparités perdurent. Ainsi, les hausses des prix les plus élevées observées au troisième trimestre de 2012 concernent les prix à la production des biens alimentaires (+3,0%), des biens issus du travail du bois (+2,9%) et des articles en caoutchouc et matières en plastiques (+2,1%). Des baisses notables ont en revanche été enregistrées dans les sous-secteurs des produits sidérurgiques (-4,2%), des métaux non ferreux et produits de fonderie et des autres produits minéraux non métalliques (-1,6%).

Au total, sur les 9 premiers mois de l'année 2012, les prix à la production des biens industriels affichent une hausse moyenne de 3,5% par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Tableau 3 :

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

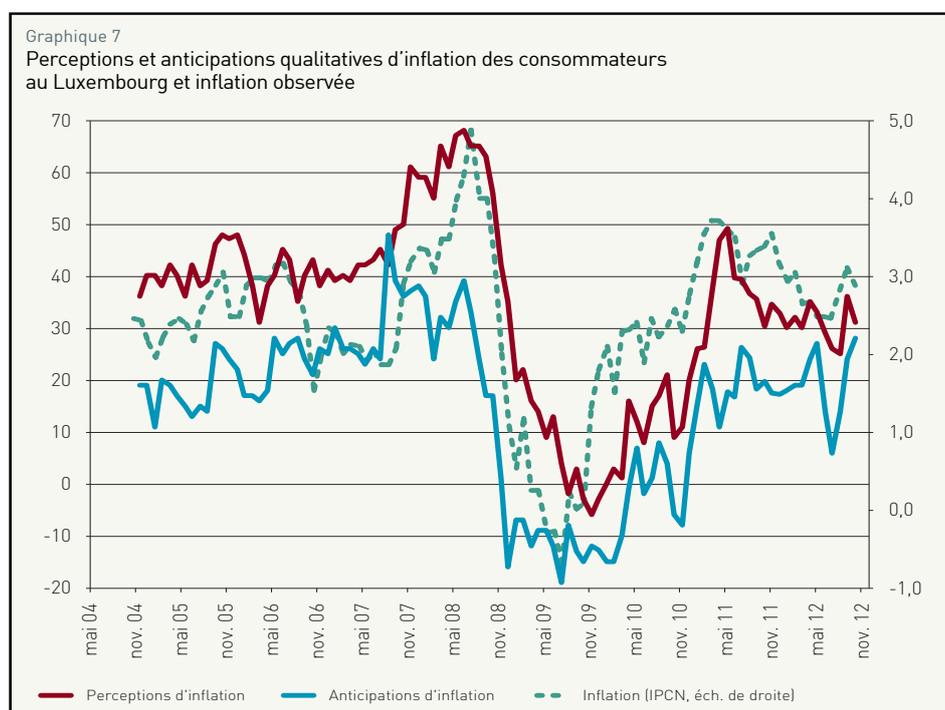
	2010	2011	2011-T3	2011-T4	2012-T1	2012-T2	2012-T3
Ensemble des produits Industriels	3,7	8,6	0,4	1,3	1,0	0,6	-0,6
Biens intermédiaires	7,1	12,3	-0,8	2,4	0,8	0,5	-1,3
Biens d'équipement	2,2	5,3	1,1	-0,4	-2,8	0,6	0,8
Biens de consommation	0,1	2,7	0,5	0,8	0,3	0,5	0,4
Biens énergétiques	-3,7	4,2	4,0	-1,2	4,5	1,2	0,2

Source : Statec

1.2.1.3 Les coûts salariaux

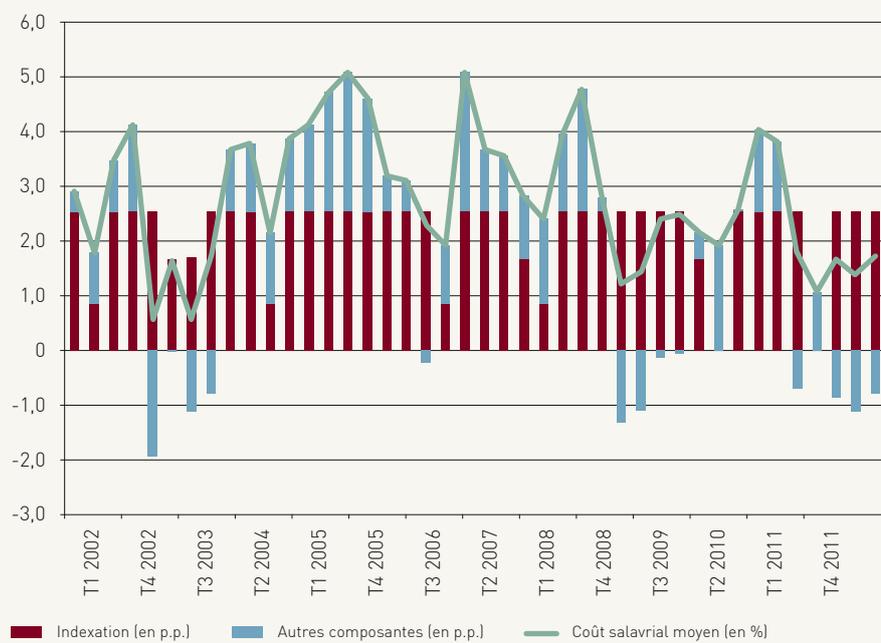
La plus récente version de la comptabilité nationale témoigne d'une plus grande modération salariale. Selon les plus récentes estimations, la progression annuelle du coût salarial nominal moyen s'est établie à 1,7% au deuxième trimestre 2012, après 1,4% le trimestre précédent.

Une analyse détaillée révèle que la progression annuelle de la rémunération par tête est exclusivement attribuable à la contribution de l'indexation (2,5 p.p.). L'apport des « autres composantes », qui



Source : BCL et STATEC

Graphique 8  
 Décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen  
 (en pourcentage ou en points de pourcentage)



Sources : STATEC, calculs BCL

incluent les éléments « réels », demeure au contraire négatif et ceci pour le troisième trimestre consécutif. Cette tendance négative est corroborée par les données administratives de l'IGSS, qui font état d'une légère diminution de la durée moyenne de travail effective (corrigée des jours ouvrables) et une forte baisse des primes et gratifications distribuées au cours du premier semestre de l'année courante (en glissement annuel)<sup>3</sup>. De même, le nombre croissant de chômeurs et les perspectives économiques moroses ne favorisent guère le pouvoir de négociation des salariés.

Une ventilation sectorielle révèle qu'en comparaison avec le deuxième trimestre 2011, la progression annuelle du coût salarial moyen a ralenti dans l'ensemble des branches économiques, à l'exception du secteur de la construc-

tion, où l'évolution favorable des gratifications et autres primes non récurrentes a permis de compenser les effets néfastes de la baisse des heures travaillées. De même, dans le secteur des activités financières et d'assurance, la hausse des salaires négociés (telle que stipulée dans les conventions collectives<sup>4</sup>) a permis de compenser le manque à gagner résultant d'une baisse des primes et gratifications distribuées. Au contraire, dans l'industrie, l'impact positif provenant d'une évolution favorable des primes distribuées a été affaibli par une baisse de la durée moyenne de travail.

En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a progressé de 0,1% au deuxième trimestre 2012, après s'être inscrit en légère baisse (-0,1%) le trimestre précédent. Au niveau sectoriel, la rémunération par salarié a diminué dans l'industrie (-3,4% sous l'effet d'une baisse des heures travaillées), dans le secteur commercial au sens large (-0,7%) et les services aux entreprises (-0,4%).

3 Selon les données de l'IGSS, la durée moyenne de travail effective, corrigée des jours ouvrables, a diminué de 0,2% au premier semestre 2012, en comparaison avec le premier semestre 2011. A cet égard, il convient de préciser que les heures de travail effectives incluent d'une part les heures de travail déclarées mensuellement par les employeurs à la sécurité sociale (correspondant à la rémunération de base de chaque salarié) et d'autre part les heures supplémentaires. Depuis l'entrée en vigueur du statut unique en 2009, sont également assimilées aux heures de travail déclarées (heures ouvrées), les « heures correspondant à une indemnisation à charge de l'employeur pour incapacité de travail » (congé maladie, congé pour des raisons familiales, congé d'accompagnement ou encore un congé suite à un accident). Par conséquent, en retranchant les heures non travaillées énumérées ci-avant des heures ouvrées déclarées par les employeurs à l'IGSS, on obtient les heures effectivement prestées. De plus, depuis l'introduction du statut unique, les entreprises sont tenues de déclarer mensuellement le nombre d'heures exactes correspondant à la rémunération de base de chaque salarié (et non plus une moyenne mensuelle de 173 heures). Ainsi, étant donné que le nombre de jours ouvrables varie d'un mois et d'une année à l'autre, il convient d'ajuster les données relatives aux heures de travail en conséquence.

4 A ce titre, il convient de rappeler que la convention collective actuellement en vigueur dans le secteur bancaire prévoit pour l'année 2012, le relèvement des barèmes de 1,0% ainsi que l'allocation d'une enveloppe globale de 1,0% au 1<sup>er</sup> janvier 2012 et la distribution d'une prime au mois de juin. Dans le secteur des assurances, la convention collective actuelle prévoit l'attribution d'une enveloppe globale de 0,5% au 1<sup>er</sup> janvier 2012 et la distribution d'une prime au mois de juin.

Tableau 4 :

## Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent					Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente				
	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012
Industrie, y compris énergie	-3,3	3,1	0,5	0,7	-3,4	0,4	2,8	2,5	1,3	0,3
Construction	-2,6	0,3	1,0	0,0	0,6	0,9	-1,7	2,9	-1,2	1,7
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	0,2	0,4	0,3	0,7	-0,7	3,6	1,1	1,3	1,6	0,7
Information et communication	-0,4	-0,4	3,3	-2,0	1,9	2,7	-1,6	2,9	0,3	2,7
Activités financières et d'assurance	-1,0	2,1	-1,0	0,5	0,9	-2,8	2,2	-1,9	0,5	2,5
Activités immobilières	2,5	-0,2	0,9	-0,7	0,6	5,9	4,1	4,0	3,6	0,3
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	1,8	-1,1	2,7	0,3	-0,4	6,1	2,3	5,1	3,8	1,5
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	0,0	0,1	1,4	0,6	0,4	2,8	0,1	1,4	1,8	2,0
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	0,8	-0,2	1,6	0,2	0,7	3,0	1,1	1,8	2,4	2,3
Coût salarial moyen - économie totale	-0,4	0,5	1,4	-0,1	0,1	1,8	1,1	1,6	1,4	1,7

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières; nd = non disponible

Source: Statec, calculs BCL

Ces estimations issues des comptes nationaux doivent être considérées avec la plus grande prudence en raison de leur caractère encore provisoire. Par ailleurs, l'évolution infra-annuelle du coût salarial moyen est fortement influencée par divers facteurs à caractère irrégulier (tels l'évolution de la durée moyenne de travail, la distribution de gratifications – y compris les primes de licenciement – ou encore le déclenchement d'une tranche indiciaire). Nonobstant cela, l'indicateur de court terme calculé à partir des données de l'IGSS confirme la tendance générale dégagée par la comptabilité nationale trimestre, à savoir une progression plus modérée du coût salarial moyen. Cette progression est cependant susceptible de s'accélérer en début d'année 2013 sous l'effet de l'ajustement du salaire social minimum et de la contribution de l'indexation des salaires aux prix.

Encadré 1 :

## INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ DE L'ÉCONOMIE LUXEMBOURGEOISE : IMPORTANCES DES ÉVOLUTIONS DANS LE SECTEUR DES SERVICES

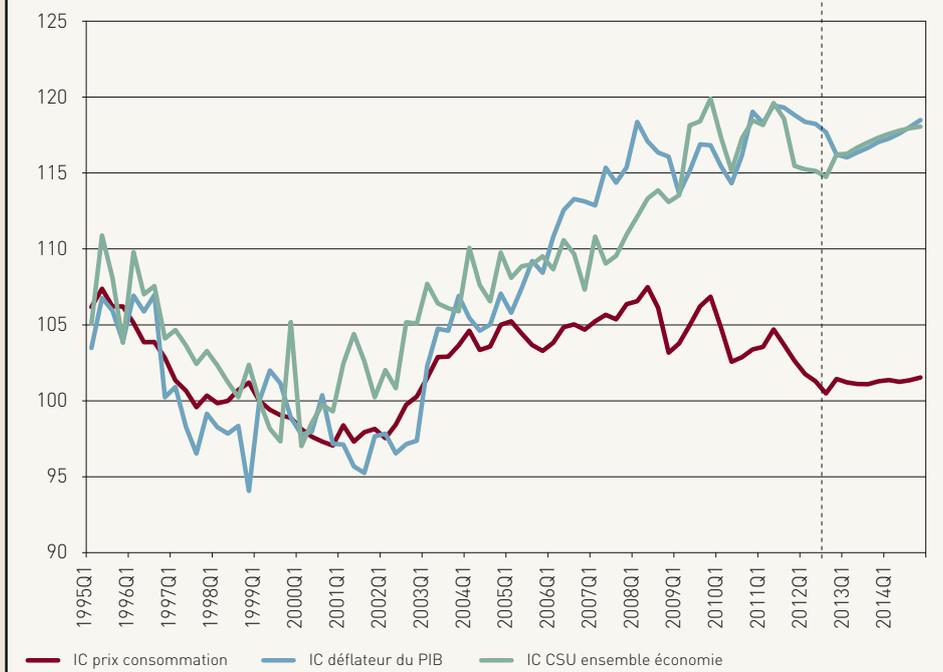
La compétitivité-prix (ou compétitivité-coûts) est généralement considérée comme un des facteurs les plus déterminants pour expliquer les performances à l'exportation d'une économie sur un horizon de court à moyen terme. Pour une petite économie si largement ouverte que celle du Luxembourg, il est dès lors primordial d'avoir une idée relativement précise de son évolution. La compétitivité-prix (coûts) d'une économie s'apprécie traditionnellement à l'aide de différentes mesures de taux de change effectifs réels. Il s'agit d'indicateurs qui comparent l'évolution des prix/coûts dans l'économie domestique avec l'évolution d'une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts observés dans les principaux pays partenaires, toujours exprimés dans une devise commune.

La BCL calcule et publie régulièrement des taux de change effectifs réels pour l'économie luxembourgeoise en suivant cette approche. Le graphique 1 présente les indicateurs de compétitivité de l'économie luxembourgeoise prolongés jusqu'en 2014 à l'aide des projections de décembre 2012 de la BCL et de l'Eurosystème<sup>5</sup>. Pour chacun d'entre eux, une augmentation de la courbe signifie que les prix (ou les coûts) augmentent plus rapidement au Luxembourg que chez ses partenaires, impliquant une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise.

Durant le premier semestre de l'année 2012, les indicateurs de compétitivité prix/coûts ont connu une légère dégrise, en partie en raison de la dépréciation de l'euro liée à la recrudescence des tensions sur les marchés des obligations souveraines. Selon les résultats du récent exercice de projection de l'Eurosystème, l'amélioration de la compétitivité ne serait que passagère et les indicateurs de compétitivité devraient globalement renouer avec leur détérioration tendancielle sur l'horizon de projection 2013-2014, à l'exception de l'indicateur déflaté par l'indice des prix à la consommation qui devrait globalement se stabiliser à partir du début de l'année 2013.

Remarquons que la pondération attachée à chaque pays partenaire dans la construction de ces indicateurs traditionnels reflète le poids de ces pays dans le commerce total de marchandises de l'économie domestique. Or, rappelons que l'économie luxembourgeoise se caractérise entre autre par une prépondérance des échanges de services dans son commerce extérieur. Evaluer la compétitivité à l'aune de taux de change construits uniquement sur base des échanges de biens paraît dès lors peu intuitif et il serait opportun de compléter cette information par l'analyse d'indicateurs reflétant davantage l'évolution de la compétitivité de l'économie domestique par rapport aux pays qui sont les principaux partenaires pour le commerce de services.

Graphique 1  
Indicateurs de compétitivité basés sur les prix à la consommation, le déflatteur du PIB et les coûts salariaux unitaires (CSU) dans l'ensemble de l'économie



Sources : Eurosystème, calculs BCL

Partant du constat de l'augmentation croissante des échanges internationaux de services, une étude récente menée par un chercheur de la BCE<sup>6</sup> s'est attachée à construire des taux de change effectifs réels pour la zone euro en utilisant des poids qui tiennent compte à la fois des échanges de biens et des échanges de services de celle-ci avec ses principaux partenaires. Notons qu'il s'agit d'un travail fastidieux dans la mesure où les informations sur les échanges internationaux de services ne sont que parcellaires. Pour cette raison, les indicateurs ne sont d'ailleurs construits qu'à partir de 2004. L'étude montre que dans le cas de

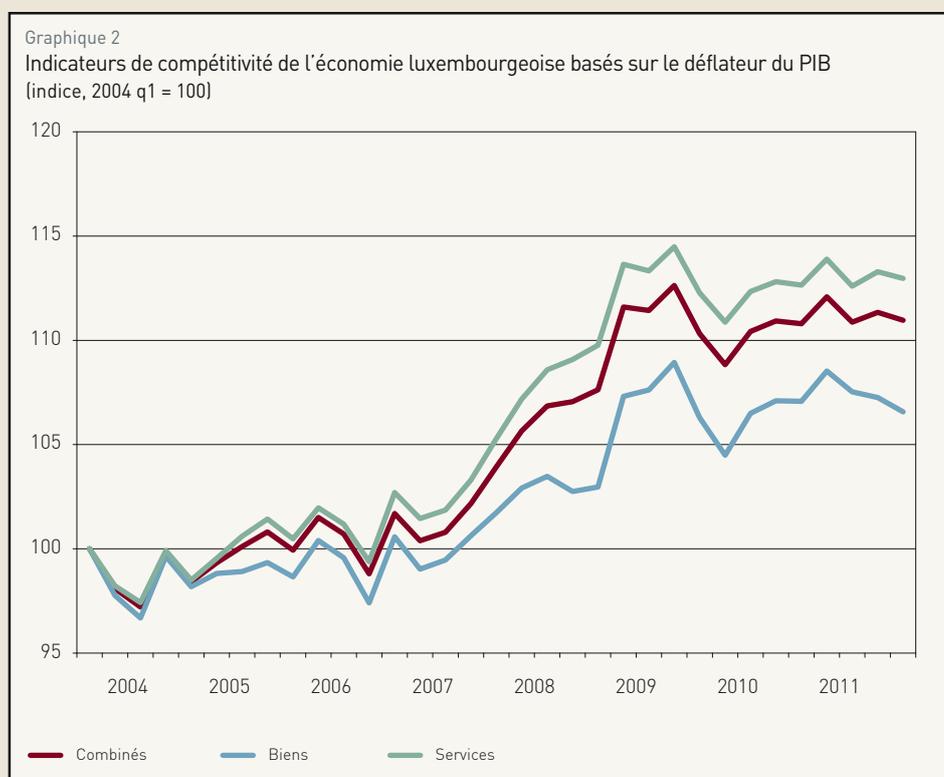
5 Les années 2012-2014 se basent sur les projections des déflatteurs pour les dix-sept pays membres de la zone euro et des hypothèses techniques pour le Royaume-Uni, la Suisse, les Etats-Unis et le Japon.

6 "Experimental effective exchange rates based on trade in services", Martin Schmitz (2012), présentation effectuée lors d'une conférence à la Banque de France le 21 septembre 2012 dans le cadre du réseau de recherche sur la compétitivité (Compnet) lancé au sein du SEBC.

la zone euro il n'y pas de différence majeure entre ces indicateurs et les indicateurs traditionnels : on observe globalement une perte de compétitivité de la zone euro depuis le lancement de la monnaie unique jusqu'à la veille du déclenchement de la crise en 2008, après quoi on note une légère amélioration de la compétitivité durant la période récente. Globalement on remarque que la tendance de fond de ces indicateurs est en grande partie liée aux évolutions de l'euro sur les marchés des changes.

L'étude montre aussi que lorsque l'exercice est effectué pour des économies individuelles, plus petites et plus spécialisées que la zone euro prise dans son ensemble, des différences significatives peuvent apparaître entre les deux types d'indicateur. Cela tient au fait que la structure du commerce de biens par pays partenaire diffère alors sensiblement de celle du commerce de services. Le graphique 2 montre que cela semble être le cas pour l'économie luxembourgeoise. Celui-ci illustre plusieurs taux de change effectifs réels de l'économie domestique calculés à partir de différents types de poids (basés alternativement sur les échanges de biens, les échanges de services et les échanges totaux) et utilisant le déflateur du PIB comme indice de prix<sup>7</sup>. Il ressort du graphique 2 que la dégradation de la compétitivité est plus forte lorsque l'on considère l'indicateur utilisant les pondérations basées sur les échanges de services. Remarquons que les économies avancées se voient accorder un poids relativement plus élevé dans la construction de cet indicateur, étant donné leur importance dans le commerce de services du Luxembourg. Par contre, l'indicateur traditionnel accorde une importance relativement plus grande aux économies émergentes. Par conséquent, la moindre détérioration de ce dernier peut s'expliquer en partie par un phénomène de rattrapage en termes nominaux des économies émergentes au cours des dernières années. La courbe bleue sur le graphique 2 représente un indicateur calculé en considérant le poids de chaque partenaire dans les échanges totaux (biens+services). Celui-ci est fort proche de l'indicateur basé uniquement sur les échanges de services en raison de la forte surpondération des échanges de services dans le commerce total du Luxembourg (80% des exportations).

Notons que les séries représentées dans le graphique 2 comparent l'évolution du déflateur du PIB au Luxembourg avec son évolution dans les pays partenaires. Or, le comportement d'un tel indice de prix agrégé ne reflète probablement pas très fidèlement l'évolution réelle de la compétitivité des entreprises luxembourgeoises sur les marchés internationaux. En effet, des indicateurs agrégés de ce type prennent en compte l'ensemble des activités productives de l'économie, y compris celles ne faisant pas l'objet d'échanges commerciaux avec les pays concurrents (les activités du secteur public entre autres). Afin



Sources : Eurostat, OCDE, BCE, calculs BCE et BCL

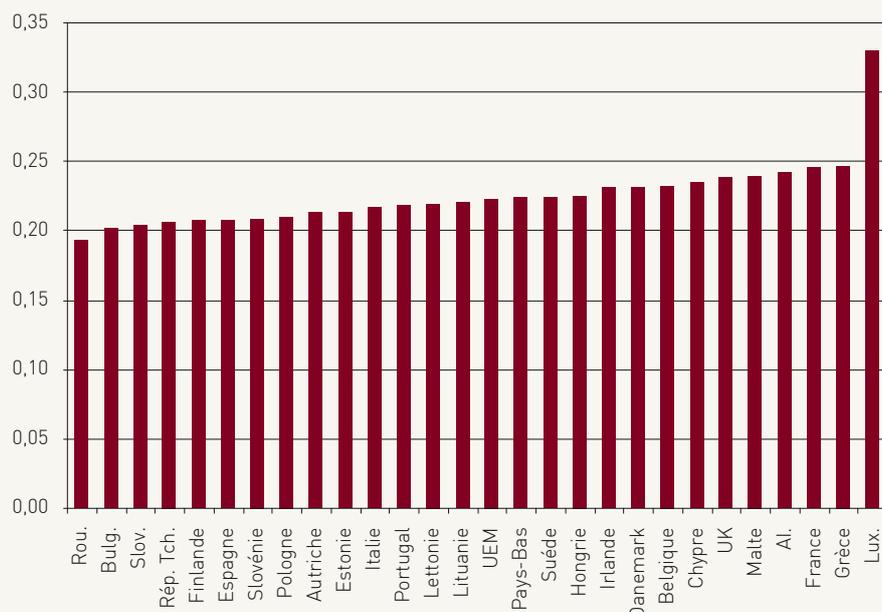
7 Pour réaliser cet exercice, 36 pays partenaires sont considérés.

Graphique 3  
Indicateur de compétitivité de l'économie luxembourgeoise basé sur la composante « services » de l'IPCH (indice, 2004 m1 = 100)



Sources : Eurostat, OCDE, calculs BCE et BCL

Graphique 4  
Indice de concentration sectorielle (Herfindahl) de l'activité économique (2011)



Sources : Eurostat, calculs BCL

d'avoir une vision plus claire de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise, il peut être plus judicieux de se concentrer sur l'évolution des prix (ou des coûts) dans les secteurs les plus exposés à la concurrence internationale et de la comparer avec ce qui est observé dans les principales économies concurrentes. En guise d'illustration, le graphique 3, reprenant la même méthodologie que précédemment, utilise comme indice de prix la composante de l'indice des prix à la consommation relative aux services. Bien que ce choix ne soit pas exempt de critique étant donné que bon nombre de services pris en compte dans cet indice sont protégés de la concurrence internationale (par exemple le prix d'une coupe chez le coiffeur), cet indicateur a le mérite de fournir une vision alternative de l'évolution de la compétitivité. On remarque en effet deux grandes phases dans l'évolution de la compétitivité depuis 2004. Dans un premier temps, la compétitivité s'est globalement dégradée entre 2004 et le milieu de l'année 2008. Ensuite, l'indicateur a connu une évolution erratique sans marquer de tendance claire, hormis en toute fin de période où les légers gains de compétitivité sont à mettre en partie en relation avec la dépréciation de

l'euro sur les marchés des changes. Globalement, on observe donc une détérioration de la compétitivité qui demeure sensiblement moindre que ce qui ressort de l'analyse des indicateurs plus traditionnels.

Ce genre d'indicateur pourrait contribuer à une meilleure compréhension de ce qui est communément appelé le « paradoxe luxembourgeois », c'est-à-dire le fait que les performances de l'économie luxembourgeoise en termes d'exportations de services sont restées très honorables au cours des dernières années malgré la dégradation continue des indicateurs traditionnels de compétitivité.

Néanmoins, nous nous garderons de tout excès d'optimisme. D'une part, le résultat précédent (une moindre dégradation de la compétitivité dans le secteur des services) pourrait être largement imputable au fait que l'année de base (à savoir 2004) est relativement récente. D'autre part, même si on peut accepter l'idée que la dégradation de la compétitivité ait été relativement limitée dans le secteur des services, rappelons que les performances à l'exportation des entreprises industrielles ont quant à elles été déplorables lors des dernières années, avec un recul constant des parts de marché à l'exportation. On peut supposer que la dérive des coûts salariaux observée dans ce secteur ait contribué à ces piètres performances et il serait dès lors opportun de les maîtriser afin de favoriser le maintien d'une certaine diversité de l'économie. Comme le montre le graphique 4, la concentration de l'économie luxembourgeoise est en effet extrêmement élevée dans une perspective internationale. Ceci fait planer un risque élevé sur la stabilité macroéconomique qui pourrait être mise à mal en cas de nouveau choc spécifique, en particulier si celui-ci venait à affecter le secteur financier.

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Les plus récentes données définitives disponibles font état d'une progression annuelle de l'emploi salarié intérieur (emploi total intérieur) de 2,0% (1,9%) au mois de juillet 2012, en décélération par rapport au mois précédent (2,3%). De récentes estimations suggèrent une légère reprise de la croissance de l'emploi par la suite. Globalement, après avoir fortement décéléré en début d'année courante, la croissance de l'emploi semble s'être stabilisée autour de 2,0% à 2,3% depuis le mois d'avril 2012. Ces données demeurent cependant provisoires et doivent être interprétées avec prudence.

Tableau 5:

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

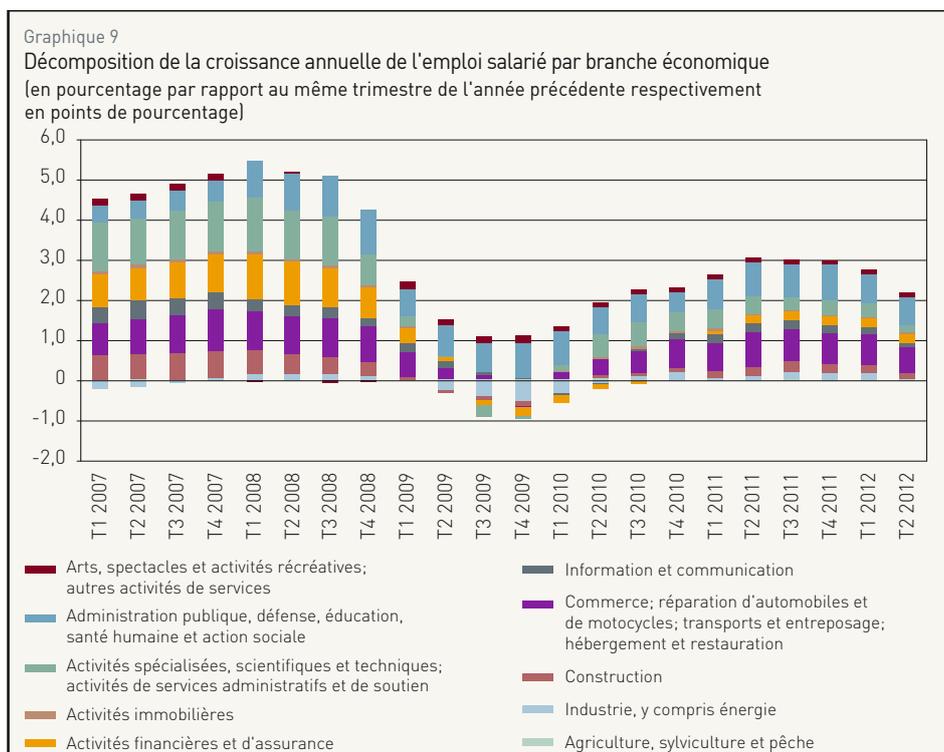
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)

	Salariés frontaliers entrants	Emploi salarié national	Emploi salarié intérieur	Emploi non-salarié national	Emploi non-salarié intérieur	Emploi total national	Emploi total intérieur	Demandes d'emploi non satisfaites (DENS)	Population active	Taux de chômage «strict» désaisonnalisé	Taux de chômage «strict» non ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage large non ajusté pour les variations saisonnières
2008	7,4	3,1	5,0	6,3	6,1	3,4	5,0	2,4	3,3	4,1	4,1	5,5
2009	0,8	1,3	1,0	1,7	1,6	1,3	1,1	34,7	2,7	5,4	5,4	6,8
2010	1,8	1,6	1,8	2,0	1,9	1,7	1,8	8,7	2,0	5,8	5,8	7,4
2011	3,1	2,5	2,9	2,4	2,4	2,5	2,9	-0,3	2,4	5,6	5,6	7,4
2008 T2	7,8	3,2	5,2	6,4	6,1	3,5	5,2	-0,2	3,3	4,0	3,9	5,3
2008 T3	7,5	3,1	5,1	6,5	6,3	3,4	5,1	3,9	3,4	4,2	4,0	5,3
2008 T4	6,1	2,6	4,2	6,1	5,9	2,9	4,3	11,2	3,3	4,4	4,5	5,8
2009T1	3,3	1,8	2,5	1,7	1,6	1,8	2,4	30,1	2,7	5,4	5,2	6,5
2009T2	1,3	1,2	1,2	1,8	1,7	1,3	1,3	37,0	2,7	5,4	5,2	6,5
2009T3	-0,5	0,9	0,2	1,6	1,5	1,0	0,3	38,5	2,4	5,6	5,4	6,7
2009T4	-0,8	1,1	0,2	1,7	1,7	1,1	0,3	33,4	2,6	5,7	5,9	7,3
2010T1	0,3	1,2	0,8	1,9	1,8	1,2	0,9	16,7	2,1	5,7	6,1	7,6
2010T2	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,7	8,2	2,0	5,7	5,5	7,2
2010T3	2,3	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9	2,2	5,6	2,1	5,8	5,5	7,2
2010T4	2,8	1,7	2,3	2,2	2,1	1,8	2,3	4,4	1,9	5,9	6,0	7,7
2011T1	2,8	2,2	2,6	2,7	2,6	2,3	2,6	-1,7	2,0	5,5	5,8	7,6
2011T2	3,2	2,6	3,0	2,8	2,8	2,7	3,0	-1,2	2,5	5,5	5,3	7,1
2011 T3	3,2	2,6	3,0	2,4	2,3	2,6	3,0	2,4	2,5	5,7	5,5	7,3
2011 T4	3,0	2,7	3,0	1,9	1,8	2,6	2,9	-0,5	2,4	5,7	5,8	7,6
2012 T1	2,9	2,4	2,8	1,9	1,9	2,4	2,7	10,1	2,8	5,9	6,3	8,0
2012 T2	1,8	2,3	2,2	1,3	1,3	2,2	2,1	11,9	2,7	6,0	5,7	7,6
2012 T3	1,5	2,5	2,2	1,5	1,5	2,4	2,2	9,3	2,8	6,1	5,9	7,8
Jan-12	3,2	2,4	2,9	2,1	2,0	2,4	2,8	8,4	2,7	5,9	6,4	8,1
Feb-12	2,9	2,4	2,8	1,9	1,9	2,4	2,7	10,1	2,8	5,9	6,3	8,1
Mar-12	2,5	2,5	2,6	1,7	1,6	2,4	2,6	11,8	3,0	5,9	6,1	7,9
Apr-12	1,7	2,0	2,0	1,3	1,3	2,0	2,0	11,9	2,5	6,0	5,9	7,8
May-12	1,9	2,3	2,3	1,2	1,2	2,2	2,2	11,9	2,7	6,0	5,7	7,6
Jun-12	1,9	2,4	2,3	1,4	1,4	2,3	2,3	11,9	2,8	6,1	5,6	7,5
Jul-12	1,2	2,3	2,0	1,6	1,6	2,2	1,9	9,6	2,7	6,1	5,9	7,8
Aug-12	1,7	2,5	2,3	1,5	1,4	2,4	2,2	8,4	2,8	6,1	5,8	7,7
Sep-12	1,6	2,7	2,3	1,5	1,4	2,5	2,3	9,9	3,0	6,1	5,9	7,8
Oct-12	1,6	2,6	2,3	1,5	1,4	2,5	2,2	11,4	3,0	6,1	6,1	8,0

Remarque: les données relatives aux mois d'août à octobre 2012 sont des estimations

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

L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle qu'au deuxième trimestre 2012, la croissance de l'emploi salarié (2,2%) trouve son origine essentiellement dans le secteur « administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale » et le secteur commercial au sens large (expliquant respectivement 0,7 p.p. et 0,6 p.p. de la progression annuelle de l'emploi au cours du trimestre sous revue). Alors que le secteur industriel s'est distingué par une contribution nulle à la croissance annuelle de l'emploi, les « activités financières et d'assurance » ont vu leur contribution augmenter légèrement (en passant de 0,2 p.p. au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 à 0,3 p.p. au deuxième)<sup>8</sup>.



En glissement trimestriel, l'emploi salarié a progressé de 0,4% au deuxième trimestre 2012. Les « activités immobilières », le secteur public au sens large, les « activités financières et d'assurance » et le secteur commercial au sens large ont enregistré une hausse de l'emploi de respectivement 3,1%, 1,1%, 0,7% et 0,6% en glissement trimestriel. Au contraire, l'industrie a connu une baisse de l'emploi (-0,4% en variation trimestrielle) pour le deuxième trimestre consécutif. A ce titre, les perspectives d'évolution de l'emploi, telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture dans l'industrie, demeurent mal orientées et laissent présager une poursuite de cette tendance baissière au cours des mois à venir. Dans le secteur de la construction, la forte dégradation des perspectives d'évolution de l'emploi peine à se matérialiser sur le marché du travail. De fait, l'emploi continue de progresser positivement dans ce secteur (+1,3% en glissement annuel et +0,1% en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2012).

Source : STATEC, calculs BCL

La décomposition de l'emploi selon le lieu de résidence met en exergue un fort repli de la progression annuelle de l'emploi frontalier depuis fin 2011. Depuis le mois d'avril 2012, ce dernier progresse même à un rythme moins dynamique que l'emploi résident. Selon les plus récentes estimations disponibles, l'écart de croissance entre emploi national et emploi frontalier aurait par ailleurs continué à se creuser au cours des derniers mois. Cette moindre résilience de l'emploi frontalier s'explique notamment par sa surreprésentation dans des secteurs davantage exposés à la concurrence internationale et aux fluctuations conjoncturelles.

8 Au deuxième trimestre 2012, l'emploi dans le secteur financier a augmenté de 2,1% en glissement annuel, après 2,0% le trimestre précédent. Cette croissance est essentiellement imputable aux sous-branches des assurances et des professionnels du secteur financier et dans une moindre mesure à l'intermédiation financière. A ce titre, il convient de noter que selon les plus récentes données disponibles, l'emploi bancaire s'est inscrit en légère baisse au troisième trimestre 2012 (-0,4% en glissement annuel après une hausse de 2,1% le trimestre précédent). La forte hausse enregistrée au deuxième trimestre 2012 est essentiellement imputable à un effet de base positif résultant notamment de la reprise par une banque, en septembre 2011, d'environ 500 salariés anciennement employés chez un professionnel du secteur financier.

Graphique 10  
Perspectives d'évolution de l'emploi dans la construction et l'industrie selon les enquêtes de conjoncture (soldes des réponses)



Source : Eurostat (enquêtes de conjoncture)

Remarque: Les réponses obtenues lors des enquêtes sont agrégées sous forme de soldes. Ces soldes représentent la différence entre le pourcentage des entreprises qui prévoient une hausse de leur emploi (au cours des trois mois suivants) et le pourcentage des entreprises qui prévoient une diminution de leur emploi (au cours des trois mois suivants).

Les données mensuelles issues de la base de données de l'IGSS permettent de décomposer l'emploi par branche économique et lieu de résidence<sup>9</sup>. Il apparaît qu'entre le deuxième trimestre 2011 et 2012, l'économie luxembourgeoise a créé 7 800 emplois (soit environ 2 200 de moins que le trimestre précédent). Un tiers seulement des postes nouvellement créés (en net) en glissement annuel au deuxième trimestre 2012 ont été occupés par des salariés frontaliers. Cette part demeure largement inférieure à sa moyenne historique d'avant-crise<sup>10</sup>. A ce titre, il convient de rappeler que la proportion de frontaliers dans les créations nettes d'emplois s'était fortement détériorée dans le sillage de la crise, avant de se redresser par la suite. Depuis fin 2011, cette part s'est cependant repositionnée sur une trajectoire descendante, tendance qui s'est exacerbée au cours des derniers mois.

L'évolution de l'emploi intérimaire – inclus dans les « activités de services administratifs et de soutien » – est le parfait reflet de la moindre résilience de l'emploi frontalier. Sur les sept premiers mois de 2012, le travail intérimaire a enregistré un recul de 12,2% en glissement annuel. Cette diminution est essentiellement perceptible du côté des travailleurs intérimaires frontaliers, dont le nombre a baissé de 15,3% au cours de cette période, contre 4,5% pour les travailleurs intérimaires résidents. Au deuxième trimestre 2012, les salariés frontaliers ont également enregistré d'importantes pertes d'emplois dans le secteur des transports.

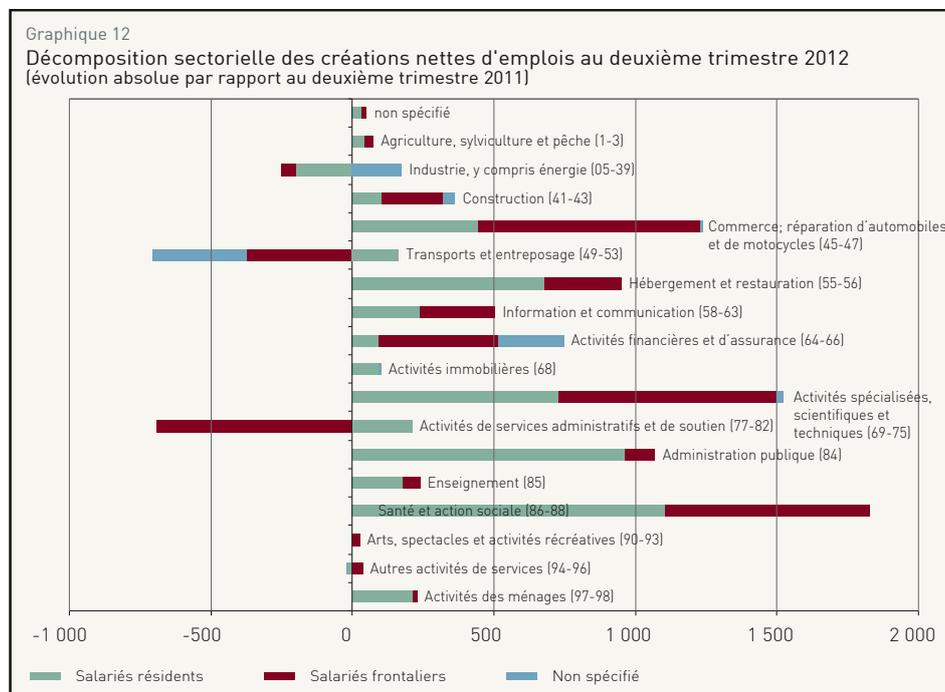
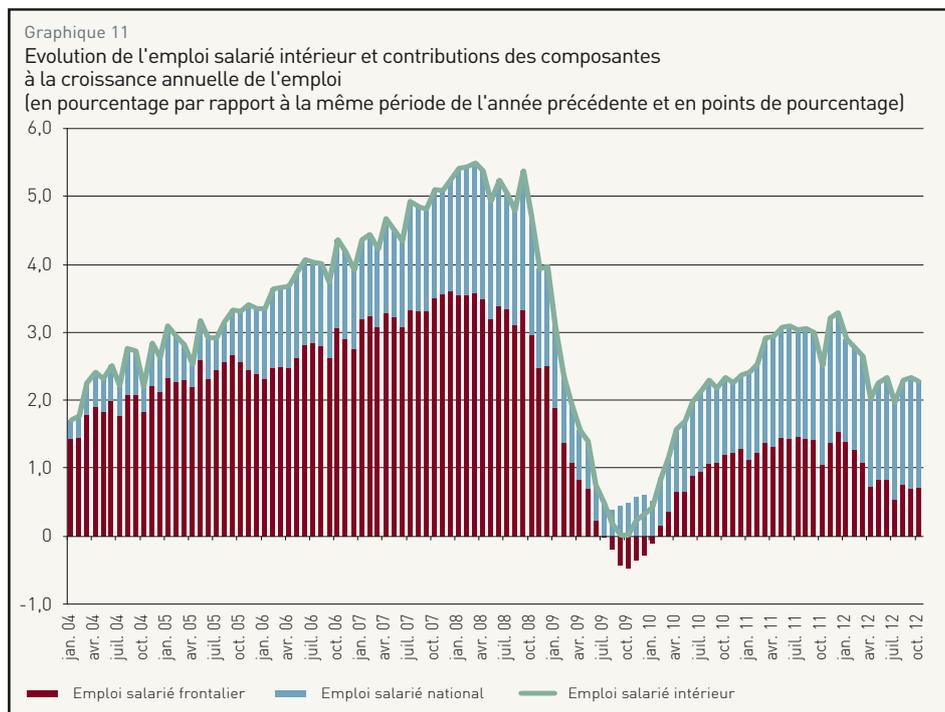
Au contraire, l'emploi national a progressé favorablement dans la quasi-totalité des secteurs, à l'exception de l'industrie. Par ailleurs, le secteur public au sens large se distingue de plus en plus en tant que principal moteur de croissance de l'emploi. Avec plus de 3 100 postes nouvellement créés en un an, ce secteur représente désormais 40% des créations nettes d'emplois. Ce rôle de leader n'est cependant pas surprenant eu égard à la nature des activités exercées par le secteur public. Ce dernier étant moins exposé à la concurrence internationale que les secteurs marchands, l'emploi y est moins

9 Bien que les comptes nationaux se basent sur les données administratives de l'IGSS, les données de la comptabilité nationale font l'objet de divers retraitements et excluent certaines catégories de travailleurs (par exemple les résidents qui exercent leur activité sur un autre territoire économique ou encore les nationaux membres des équipages de bateaux de pêche). Cette différence méthodologique, qui entraîne une différence en termes de niveau de l'emploi entre les deux sources statistiques, ne devrait pas avoir d'impact au niveau des tendances de l'emploi sectoriel. A titre d'exemple, en 2011, l'emploi salarié tel que retracé par les données de l'IGSS est de 5 000 unités supérieur à celui retracé dans la comptabilité nationale.

10 Entre janvier 1996 et août 2008, la proportion de salariés frontaliers dans les créations nettes d'emplois s'élevait en moyenne à 69,9%.

sensible aux variations conjoncturelles. Depuis la crise, on dénote par ailleurs un accroissement de la part de l'emploi « public » dans l'emploi salarié total (passant de 17,7% au deuxième trimestre 2008 à 19,1% au même trimestre de l'année 2012)<sup>11</sup>. Notons que les postes nouvellement créés dans ce secteur sont occupés à plus de deux tiers par des salariés résidents.

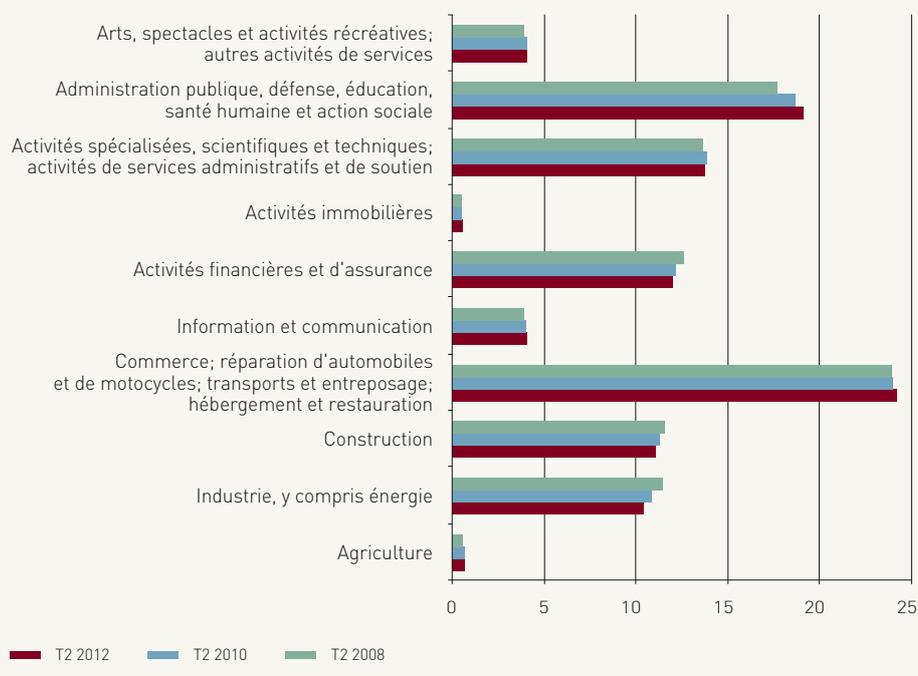
Dans ce contexte, le nombre d'offres non satisfaites (OENS) s'est établi à 2 630 au mois d'octobre 2012, en hausse de 7,5% par rapport au même mois de l'année précédente. Il convient de rappeler que le nombre de postes vacants s'était inscrit en fort retrait au cours des premiers mois de l'année courante, avant de repartir à la hausse à partir du mois d'août. Les données sectorielles relatives au deuxième trimestre 2012 indiquent que la demande de travail provient essentiellement des « activités spécialisées, scientifiques et techniques » (18,4%), du secteur public au sens large<sup>12</sup> (17,5%), du secteur commercial (15,0%), des activités financières et d'assurance (11,6%), du secteur de l'horesca (9,7%) ainsi que des « activités de services administratifs et de soutien » (8,7%). Les secteurs de l'industrie et de la construction (et les secteurs restants) demeurent en retrait et représentent respectivement 4,0% et 5,8% du stock d'offres d'emploi non satisfaites au deuxième trimestre 2012. Le taux de postes vacants (qui mesure la proportion d'emplois vacants dans l'emploi salarié intérieur) s'est quant à lui



11 Au contraire, le secteur financier, la construction et l'industrie ont vu leur part diminuer de respectivement 1,0 p.p., 0,5 p.p. et 0,6 p.p. au cours de la même période.

12 Il s'agit des branches « administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale ». L'essentiel des postes vacants dans ce secteur proviennent du sous-secteur « santé humaine et action sociale » (13,5%).

Graphique 13  
Ventilation de l'emploi salarié par branche économique  
(en pourcentage de l'emploi salarié total)



Sources : STATEC, calculs BCL

positionné sur une trajectoire légèrement descendante depuis le début de l'année. S'établissant à 0,7% au mois d'octobre 2012, ce taux demeure cependant supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise<sup>13</sup>. De leur côté, les flux d'offres d'emplois déclarées mensuellement auprès de l'ADEM étaient globalement orientés à la baisse au cours de la première moitié de l'année 2012. Au mois d'octobre, ces flux ont néanmoins enregistré une forte hausse (de 17,2%) en glissement annuel.

### 1.2.2.2 Le chômage

Sur le front du chômage, la tendance haussière entamée en deuxième moitié de l'année 2011 s'est quelque peu calmée au cours des derniers mois. Selon les plus récentes données disponibles, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé s'est établi à 6,1% en octobre 2012, stable par rapport aux quatre

mois précédents. En glissement annuel, le taux de chômage enregistre néanmoins une hausse de 0,4 p.p.

De son côté, le nombre de demandeurs d'emploi disponibles (non ajusté pour les variations saisonnières) s'est établi à 15 194 au mois d'octobre 2012, en hausse de 11,4% en glissement annuel (soit l'équivalent de plus de 1 500 chômeurs supplémentaires en un an). L'accroissement du nombre de chômeurs est principalement imputable à une augmentation des flux d'entrée dans le chômage<sup>14</sup>, en hausse de 5,5% au cours des dix premiers mois de 2012 en comparaison avec la même période de l'année précédente<sup>15</sup>. Au contraire, les flux de sortie du chômage n'ont que faiblement diminué en un an (-1,5% au cours de la même période, soit l'équivalent de près de 30 personnes en moins qui, en moyenne, sont sorties du chômage chaque mois). Il convient par ailleurs de noter que bien que le nombre de demandeurs d'emploi demeure sur une trajectoire ascendante (en glissement mensuel), cette tendance s'est quelque peu modérée au cours des derniers mois.

Une analyse détaillée révèle que la recrudescence du nombre de chômeurs non indemnisés explique l'essentiel de la hausse du chômage. De fait, sur les dix premiers mois de l'année en cours, le nombre de demandeurs d'emploi non indemnisés a augmenté de 14,6% en glissement annuel, contre 5,6% seulement du côté des chômeurs indemnisés. Rappelons que la population des chômeurs non indemnisés est

13 Entre janvier 1998 et août 2008, le taux d'emplois vacants s'est établi en moyenne à 0,5%.

14 Plus précisément, il s'agit du nombre de demandeurs d'emploi qui s'inscrivent chaque mois auprès des bureaux de placement de l'ADEM.

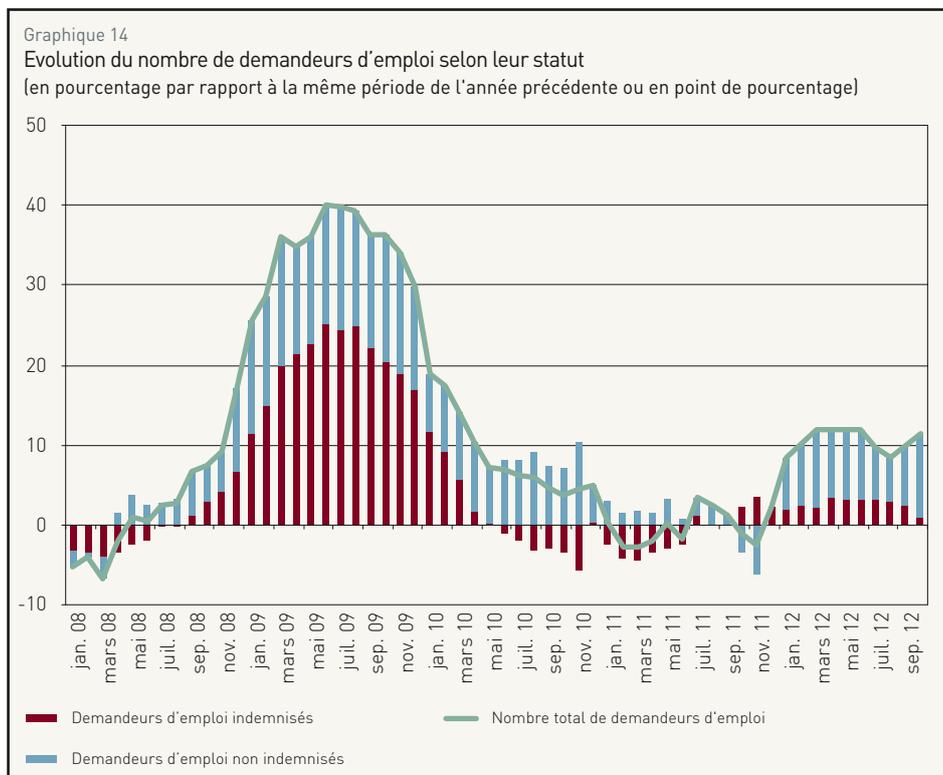
15 Ceci correspond en moyenne à près de 100 chômeurs supplémentaires chaque mois. De leur côté, les flux de sortie du chômage ont diminué de 1,5% au cours de la même période.

constituée de personnes sans emploi dont les droits aux allocations-chômage sont arrivés à échéance ou qui ne remplissent pas les pré requis pour pouvoir en bénéficier. Il s'agit par exemple de femmes au foyer (ou toute autre personne) qui décident de (ré-) intégrer le marché du travail. On fait alors référence à *l'effet du travailleur additionnel*, en vertu duquel des personnes qui auparavant étaient exclues du marché du travail décident d'intégrer la population active afin de contribuer aux revenus du ménage. Les chômeurs non indemnisés peuvent par ailleurs inclure des étudiants qui à l'issue de leur parcours scolaire ne trouvent pas d'emploi,<sup>16</sup> ou encore de nouveaux arrivants sur le territoire national.

La ventilation des demandeurs d'emploi selon le *genre* révèle qu'au cours des dix premiers mois de l'année en cours (et en comparaison avec la même période de 2011),

la croissance annuelle du nombre de chômeurs est imputable à hauteur de 6,4 p.p. aux hommes et 4,0 p.p. aux femmes. De par leur surreprésentation dans des secteurs davantage exposés à la concurrence internationale, le chômage masculin a tendance à augmenter en période de creux économique<sup>17</sup>. Si l'effet du travailleur additionnel mentionné plus tôt semble donc insuffisant pour expliquer la récente hausse du chômage, il ne peut pour autant être entièrement exclu. Ceci est d'autant plus vraisemblable qu'au cours de l'année 2011, alors que le nombre de chômeurs masculins s'est inscrit en retrait de 3,2%, le chômage féminin a poursuivi sa progression (+3,4%).

De même, une ventilation par *âge* révèle que sur les dix premiers mois de l'année, la progression annuelle du chômage est essentiellement imputable aux chômeurs âgés de plus de 30 ans. Ces derniers ont - tous âges confondus - contribué à hauteur de 8,0 p.p. à la croissance annuelle du nombre de chômeurs au cours de cette période, contre 2,4 p.p. pour les jeunes âgés de moins de 30 ans. Pour autant, il convient de ne pas minimiser le chômage des jeunes. De fait, bien que la contribution des jeunes à la hausse du chômage demeure relativement plus faible que celle de leurs aînés, le nombre de chômeurs âgés de moins de 30 ans a augmenté de 10,0% au cours de la période sous revue.<sup>18</sup> De leur côté, les chômeurs âgés de plus de 50 ans continuent également à évoluer sur une trajectoire ascendante (+10,7% en glissement annuel au cours des dix premiers mois de 2012). L'accroissement du nombre de chômeurs



Sources : ADEM, calculs BCL

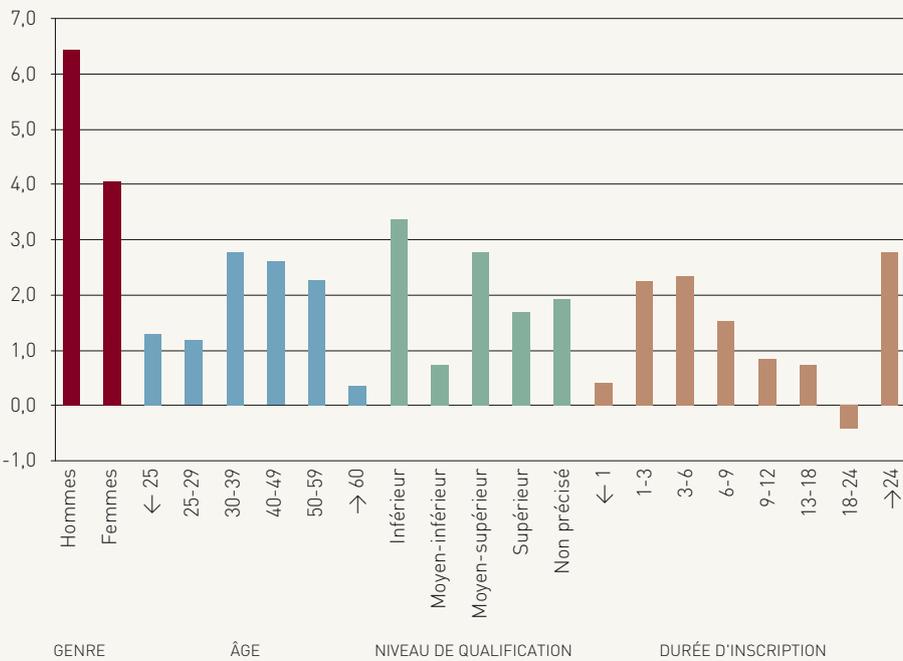
16 A l'issue de leur parcours scolaire, les jeunes sont susceptibles de bénéficier d'une indemnisation de chômage sous réserve du respect de certaines conditions dont les principales sont les suivantes : pour pouvoir bénéficier d'une indemnisation, le jeune doit s'inscrire auprès de l'ADEM en tant que demandeur d'emploi endéans les douze mois suivant la fin de la formation. Par ailleurs, le jeune doit être inscrit comme demandeur d'emploi pendant au moins 26 semaines avant de pouvoir bénéficier d'une allocation-chômage.

17 En témoigne la hausse de la part des hommes dans le total des chômeurs, observée suite à la crise.

18 Le nombre de demandeurs d'emploi âgés de plus de 30 ans a augmenté de 10,6% au cours de la même période.

Graphique 15

Contributions à la progression du nombre de demandeurs d'emploi au cours des dix premiers mois de 2012 (contributions en points de pourcentage à la croissance annuelle)



Remarque : le niveau inférieur comprend la scolarité obligatoire (neuf années d'études) ; le niveau moyen inférieur fait référence aux années de 10ème à 12ème de l'Enseignement Secondaire Technique ou 4ème à 2ème de l'Enseignement Secondaire ; le niveau moyen supérieur comprend les personnes ayant terminé avec succès une classe de 13ème ou 13ème de l'Enseignement Secondaire Technique et les personnes ayant terminé avec succès le niveau BAC de l'Enseignement Secondaire ; le niveau supérieur fait référence aux personnes ayant un BAC +.

Sources : ADEM, calculs BCL

âgés est d'autant plus préoccupant que près de la moitié d'entre eux souffre d'un handicap ou d'une réduction partielle ou totale de leur capacité de travail<sup>19</sup>, ce qui constitue un frein additionnel à leur réinsertion sur le marché du travail. De même, le nombre de demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de qualification inférieur (ou d'un niveau moyen-supérieur) a particulièrement augmenté au cours des derniers mois (enregistrant une hausse de respectivement 7,1% et 12,6% en un an).

L'allongement de la *durée du chômage* témoigne des difficultés rencontrées par certaines catégories de chômeurs à retrouver un emploi. De même, la recrudescence du nombre de chômeurs de courte durée (inférieure à six mois) reflète (en partie du moins) la baisse de l'activité économique observée au cours des derniers mois.

En ce qui concerne les mesures pour l'emploi, le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiaires s'est établi à 4 765 au mois d'oc-

tobre 2012, en hausse de 11,7% en un an. L'essentiel de ces personnes étaient affectées à des mesures spéciales destinées aux demandeurs d'emploi non indemnisés par l'ADEM et pris en charge par des associations sans but lucratif (29,5%), à des contrats d'initiation-emploi destinés aux jeunes chômeurs (19,6%), à des affectations temporaires organisées par le Service National d'Action Sociale (15,4%) et à des mesures de formation (11,5%). Globalement, la part des demandeurs d'emploi inclus dans une mesure (par rapport au total des demandeurs d'emploi disponibles) demeure largement inférieure à sa moyenne historique. En conséquence, le nombre de mesures est susceptible de poursuivre son ascension au cours des prochains trimestres. Dans ce contexte, le taux de chômage « large » non ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 8,0% en octobre 2012, en hausse de 0,6 p.p. par rapport à octobre 2011.

En écho au ralentissement de l'activité économique, le recours au chômage partiel demeure orienté à la hausse. Selon les plus récentes données disponibles, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à plus de 5 000 au mois de décembre de l'année courante, soit près

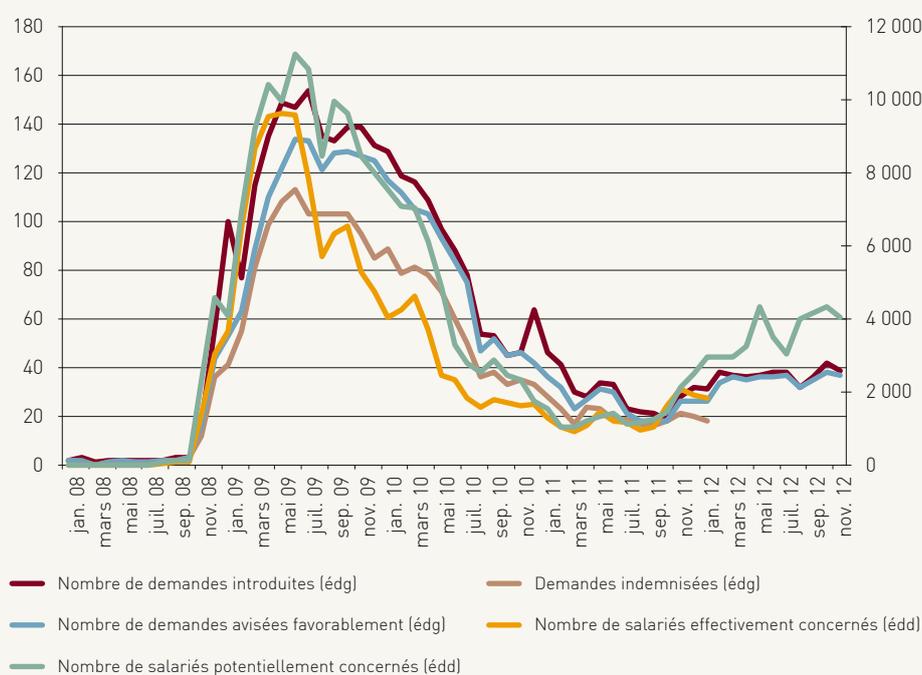
19 Les demandeurs d'emploi ayant le statut de « salarié handicapé » présentent une diminution de leur capacité de travail de 30% au moins et sont reconnus aptes à exercer un emploi salarié sur le marché du travail ordinaire ou dans un atelier protégé. Les salariés à capacité de travail réduite sont des personnes bénéficiaires d'une décision de reclassement externe prise par la commission mixte de reclassement des salariés, reconnues comme étant incapables d'exercer leur dernier poste de travail en application des dispositions L. 551-1. et suivantes du Code du travail. »

du double d'il y a encore un an. Selon les plus récentes données définitives disponibles, 1 819 salariés ont été effectivement touchés par du chômage partiel en janvier 2012 (soit 42,1% ou 539 personnes de plus qu'en janvier 2011). Les données encore provisoires relatives aux mois suivants laissent entrevoir une poursuite de cette tendance ascendante. La recrudescence du nombre de salariés potentiellement et effectivement touchés par du chômage partiel contraste dans une certaine mesure avec une relative stabilité du nombre de demandes d'octroi de chômage partiel (et donc in fine du nombre d'entreprises ayant recours à ce dispositif). Globalement, l'évolution défavorable du chômage partiel témoigne non seulement du regain de pessimisme de la part des entreprises mais également d'une détérioration de la situation de fond<sup>20</sup>. L'essentiel des demandes d'autorisation émanent de l'industrie manufacturière.

En conclusion, le marché du travail luxembourgeois s'est caractérisé par une certaine stabilisation au cours des derniers mois. Alors que l'emploi frontalier continue de se détériorer, l'emploi national fait preuve d'une remarquable résistance (qui peut en partie s'expliquer par la distribution sectorielle de l'emploi résident). Ceci se répercute inexorablement sur le taux de chômage au sens « strict », qui a eu tendance à se stabiliser au cours des derniers mois. Le taux de postes vacants continue de progresser au-delà de sa moyenne historique, ce qui indique une demande de travail qui demeure importante.

Les évolutions positives décrites ci-dessus masquent cependant une situation de fond bien plus sombre. Malgré un niveau élevé d'offres d'emplois vacantes, le nombre de chômeurs continue d'augmenter (bien que modérément), ce qui suggère l'existence de problèmes d'inadéquation entre l'offre et la demande de travail. Ce phénomène est d'autant plus préoccupant eu égard à la part relativement importante des chômeurs âgés, peu qualifiés et de longue durée. De plus, l'emploi intérimaire continue sur une trajectoire descendante. De même, les perspectives d'emploi telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion demeurent positives dans le commerce de détail et les services mais sont clairement orientées à la baisse dans l'industrie et la construction.

Graphique 16

Evolution du chômage partiel  
(en nombre)

Source : Comité de conjoncture

<sup>20</sup> Il convient de rappeler que le Conseil de gouvernement a décidé le 16 mai 2012 de prolonger jusqu'à décembre 2013 les dispositions de crise mises en place en matière de chômage partiel. Par ailleurs, le gouvernement a décidé d'introduire de nouvelles dispositions en matière de chômage partiel de source structurelle permettant notamment d'étendre la durée du chômage partiel à 10 mois par année calendaire sous certaines conditions.

### 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 en début d'année 2011. Sur l'ensemble de l'année 2011, la production industrielle a finalement enregistré une baisse de 2,5%, alors qu'elle a progressé de 3,5% dans la zone euro au cours de la même période.

Les statistiques apparues depuis lors sont préoccupantes, ces dernières indiquant des évolutions annuelles négatives de la production industrielle de manière quasi-continue depuis juin 2011, la seule exception étant le mois d'août 2011. Les données disponibles pour le troisième trimestre 2012 montrent un nouveau repli de la production industrielle. Les baisses de la production observées au troisième trimestre 2012 ont été particulièrement marquées dans les industries de la sidérurgie (-24,4%) et de la fabrication de produits en caoutchouc (-21,6%). Sur les neuf premiers mois de l'année en cours, la production industrielle affiche un recul de 6% par rapport à 2011. Cette baisse, qui concerne l'ensemble des principaux sous-secteurs à l'exception des biens d'équipement, est principalement alimentée par les reculs de la production dans la sidérurgie et la fabrication de produits en caoutchouc.

Au final, la production industrielle du Luxembourg se situait fin septembre 2012 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 10% environ.

Les enquêtes de conjoncture suggèrent des perspectives peu reluisantes pour l'industrie. L'enquête trimestrielle d'octobre indique des entrées en commandes et des perspectives d'évolution des commandes de l'étranger en forte baisse. Le taux d'utilisation des capacités de production a quant à lui baissé de 12,4 pts à 65,7% (contre -1,1 pt à 76,8% dans la zone euro). De son côté, l'indice de confiance dans l'industrie se situe en novembre 2012 à un niveau encore très bas, soit plus de 20 points en dessous de sa moyenne historique.

Tableau 6 :

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

	2010	2011	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1	2012-T2	2012-T3
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	9,4	-2,5	-4,5	-1,6	-6,4	-7,0	-5,5	-5,6
Pjo - Biens intermédiaires	8,2	-3,9	-7,2	3,1	-11,0	-13,7	-12,5	-9,4
Pjo - Biens d'équipement	12,6	3,5	-1,7	-3,1	7,0	7,2	2,1	-3,7
Pjo - Biens de consommation	12,4	-1,7	1,5	-4,4	-5,1	-1,5	0,2	-1,7
Pjo - Énergie	11,8	-9,2	-8,8	-15,8	-16,2	-12,9	2,7	2,0
Pjo - Industrie hors sidérurgie	8,7	-3,4	-4,8	-4,8	-5,4	-4,9	-3,1	-3,0
Pjo - Sidérurgie	16,2	5,0	-1,7	28,5	-16,7	-23,5	-23,2	-24,4

Source : Stateg

L'activité dans le secteur de la construction a en moyenne stagné en 2010, avant d'afficher une légère progression en 2011. La production par jour ouvrable (pjo) dans le secteur de la construction a été très dynamique en janvier et février 2011, pour des raisons essentiellement climatiques<sup>21</sup>. 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. Ces évolutions ont bien évidemment impliqué des effets de base défavorables pour l'activité dans le secteur de la construction au premier trimestre 2012. De plus, le froid hivernal du mois de février 2012 a été particulièrement marqué. Au total, la pjo a reculé de 9,9% au premier trimestre 2012 et le déclin s'est poursuivi aux deuxième et troisième trimestres 2012. Dans la zone euro, la production a reculé de 4,8% sur un an au troisième trimestre 2012, après -5,7% au deuxième trimestre 2012 et -6,6% au premier.

Dans le secteur résidentiel, le nombre total de permis de bâtir a enregistré une hausse de 17,5% en 2011, après une quasi-stabilisation en 2010. Au total, 4771 permis de construire ont été accordés en 2011, les permis de construire ayant progressé de manière plus dynamique sur le segment des maisons collectives (+21,7%) que des maisons individuelles (+9,9%). Au premier trimestre 2012, les permis de bâtir ont affiché une progression de 30,9% sur un an. Cette hausse s'explique par la forte croissance enregistrée pour les maisons à appartements (+73,5%), les maisons individuelles affichant une baisse de 19,5% en termes de permis. Les permis de construire de logements ont en revanche baissé au second trimestre 2012, de 12,8% sur un an. Cette baisse s'est généralisée à l'ensemble des bâtiments d'habitation (-14,5% pour les maisons individuelles et -11,9% pour les maisons à appartements). Au total, le premier semestre 2012 voit le nombre de permis de bâtir s'établir en hausse de 5,5% par rapport au premier semestre 2011.

Les perspectives concernant le secteur de la construction sont dans l'ensemble négatives. L'indice de confiance des entrepreneurs du Luxembourg, en dépit des hausses observées en octobre et novembre 2012, demeure à un niveau très faible.

Les dernières enquêtes de conjoncture dans la construction indiquent par ailleurs que le sous-secteur du bâtiment reste le moteur principal de l'activité dans la construction, tandis que la production dans le sous-secteur génie civil est en net retrait. Au niveau de la zone euro, il apparaît aussi que les travaux publics font preuve de plus de faiblesse que le bâtiment.

Tableau 7 :

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

	2010	2011	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1	2012-T2	2012-T3
Production par jour ouvrable (pjo) -Total	0,2	2,1	-1,0	-3,7	1,8	9,9	-5,9	-2,1
Heures travaillées	1,1	0,7	-1,5	-5,6	-1,5	-10,9	-6,2	-3,2
Permis de bâtir <sup>1)</sup>	0,3	17,5	17,4	50,8	-9,5	30,9	-12,8	-

<sup>1)</sup> Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).

Sources : Statec

21 La production a d'une part profité d'un report d'activité non effectuée en décembre 2010, du fait de conditions climatiques extrêmement défavorables. Elle a d'autre part 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.

### 1.2.3.2 Secteur financier

#### 1.2.3.2.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit et de l'effectif dans le secteur financier

L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'élève à 26 617 personnes au 30 septembre 2012, ce qui représente une baisse de 87 emplois par rapport au 30 juin 2012, sur base de chiffres révisés<sup>22</sup>.

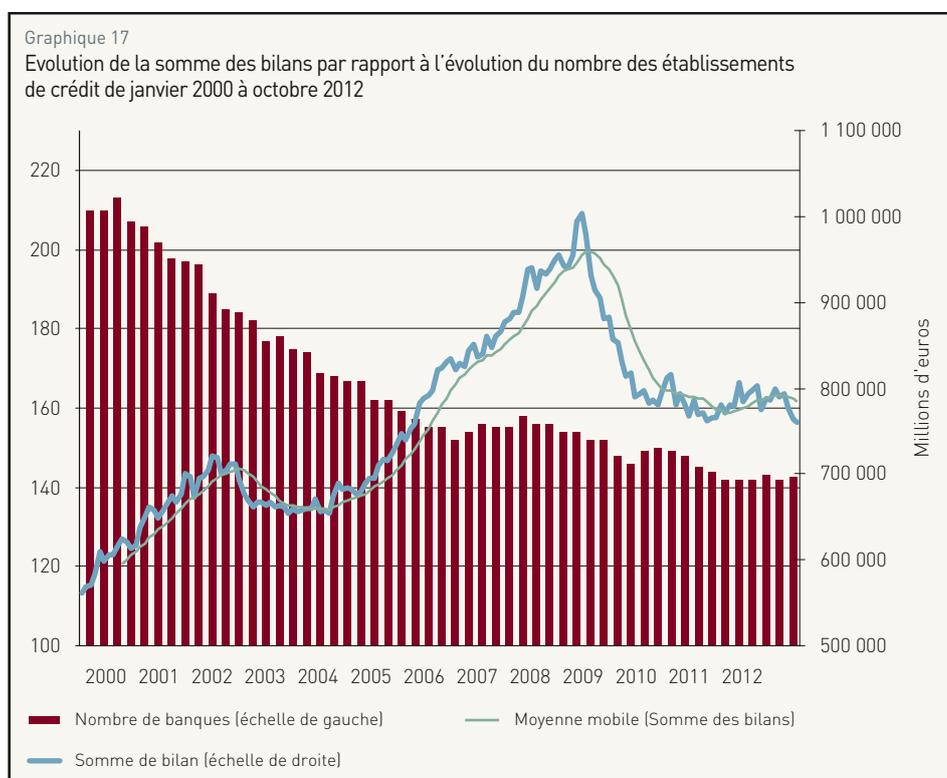
Entre juin et septembre 2012, 43 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs (hausse allant de 1 à 14 employés), tandis que 53 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 20 employés).

Par ailleurs, le nombre d'établissements de crédit a diminué d'une unité sur la période, passant de 143 à 142 établissements. Néanmoins, en octobre le nombre de banques a augmenté d'une unité.

#### 1.2.3.2.2 Le bilan des établissements de crédit

Entre juillet et octobre 2012, la somme des bilans des établissements de crédit s'est repliée de quelque 33 milliards (soit 4,2%) pour s'établir à 760 193 millions d'euros. Sur base annuelle, la somme des bilans est en baisse de 3,0%.

Le graphique ci-après illustre le développement de la somme des bilans ainsi que l'évolution du nombre d'établissements de crédit au Luxembourg depuis le début des années 2000.



Sources : BCL, CSSF

Suite à l'intensification de la crise financière au dernier trimestre 2008, la somme des bilans s'était fortement repliée. Si par la suite le volume d'activité s'est stabilisé, pour osciller aux alentours de 780 milliards d'euros, la somme des bilans des établissements de crédit enregistrée en octobre 2012 est néanmoins la plus basse sur une période de sept ans.

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

Les variations annuelles au sein des différents postes de l'actif du bilan agrégé des banques se caractérisent par une diminution des créances destinées au secteur non-bancaire et des portefeuilles de titres et des participations, tandis que les parts d'OPC monétaires détenues se sont inscrites en

<sup>22</sup> Les chiffres de l'emploi bancaire du premier et du second trimestre 2012 ont été révisés au mois de novembre. Les données sont disponibles sur le site internet de la Banque centrale du Luxembourg.

hausse. Les créances interbancaires, qui représentent plus de la moitié (51,6%) de l'actif du bilan des banques, ont augmenté de 1,3% (soit 4 970 millions d'euros) sur douze mois pour s'élever à 392 363 millions d'euros en octobre 2012. Si l'évolution mensuelle sur la période étudiée reste contrastée, les créances interbancaires ont fortement reculé depuis juillet.

Cependant, il convient de noter que les montants élevés placés dans la facilité de dépôt auprès de la BCL sont inclus dans ces créances. Ainsi, au 30 juin 2012 les établissements de crédit avaient déposé 59 813 millions d'euros auprès de la BCL, dont 4 145 millions sur les comptes courants et 54 228 millions dans la facilité de dépôt. En octobre 2012, quatre mois après la décision de la BCE de fixer à zéro les taux d'intérêt applicables à la facilité de dépôt, cette dernière s'élevait à 19 400 millions d'euros, alors que les comptes courants s'inscrivaient à 21 630 millions. Depuis juillet, les banques détiennent un excédent de réserves important auprès de la BCL, évolution qui témoigne de la persistance des pressions sur le marché interbancaire. Pour la période de constitution de réserves qui prend fin le 13 novembre 2012, cet excédent s'est élevé à 16 797 millions d'euros.

Les créances sur la clientèle non-bancaire ont diminué de 7,9% sur base annuelle, soit 15 420 millions d'euros, pour s'élever à 179 535 millions. Ce poste représente 23,6% de l'actif du bilan des banques.

Le portefeuille de titres des banques, qui représente désormais 20,7% de l'actif du bilan, s'est contracté de 7,5% entre octobre 2011 et octobre 2012, passant de 170 578 millions d'euros à 157 724 millions. Par ailleurs, cette contraction découle largement de l'évolution du portefeuille de titres autres que des actions. Ces développements sont attribuables aux transactions (-15 260 millions d'euros), les effets de prix et de change atténuant la baisse du portefeuille des titres autres que des actions, cette baisse s'étant dès lors limitée à 11 774 millions d'euros. En outre, le volume du portefeuille des participations s'est stabilisé depuis quelque temps. Le portefeuille des actions détenues, de nature volatile en raison des fluctuations sur les marchés financiers, s'établit à 4 974 millions d'euros en fin de période. Les parts d'OPC monétaires continuent à afficher une tendance légèrement haussière. Au 31 octobre 2012, le portefeuille-titres des banques est investi à 90,6% en valeurs mobilières à revenus fixes. Cette part est pratiquement inchangée sur douze mois. Les 9,4% restants sont des valeurs mobilières à revenus variables (actions, parts d'OPC et participations).

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une évolution à la baisse (-1,5%) entre octobre 2011 et octobre 2012. Il s'élève à 30 571 millions d'euros, soit 4,0% de l'actif du bilan.

Tableau 8 :

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des établissements de crédit 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>
	10-2011	09-2012	10-2012	10-2011 - 10-2012		09-2012 - 10-2012		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	10-2012
Créances interbancaires	387 393	400 543	392 363	4 970	1,3	-8 180	-2,0	51,6
Créances sur la clientèle	194 955	179 972	179 535	-15 420	-7,9	-438	-0,2	23,6
Portefeuille titres	170 578	152 758	157 724	-12 853	-7,5	4 966	3,3	20,7
Autres actifs	31 036	30 913	30 571	-465	-1,5	-342	-1,1	4,0
<b>Total de l'actif</b>	<b>783 962</b>	<b>764 187</b>	<b>760 193</b>	<b>-23 769</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3 993</b>	<b>-0,5</b>	<b>100,0</b>

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

Source: BCL

## Evolution du volume des principaux postes du passif du bilan

L'évolution des postes du passif des bilans agrégés est marquée par des évolutions divergentes. Alors que les dettes envers la clientèle et les autres passifs s'inscrivent en hausse, les dettes interbancaires et les dettes représentées par un titre ont reculé.

Les encours de dettes interbancaires, qui représentent 43,1% du passif du bilan des banques, affichent une baisse de 7,1%, (soit 25 181 millions d'euros) entre octobre 2011 et octobre 2012, s'établissant à 327 820 millions d'euros en fin de période. Ces positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la BCL. A titre informatif, début 2009, les concours aux établissements de crédit de la zone euro représentaient 29 863 millions d'euros, contre 4 777 millions d'euros en octobre 2011 et 4 990 millions d'euros en octobre 2012. Il faut noter qu'en octobre 2012, les concours aux établissements de crédit constituaient exclusivement des opérations de refinancement à plus long terme. Enfin, le solde net des actifs et passifs interbancaires, en octobre 2012, est créditeur de 64 543 millions d'euros. Le solde net interbancaire hors BCL est créditeur de 27 449 millions d'euros, contre un solde net de 16 239 millions d'euros un an plus tôt.

Le refinancement des banques demeure axé sur les dettes envers la clientèle non-bancaire, qui représentent 36,9% de la somme du passif. Ces dettes ont légèrement augmenté (+0,8%) sur douze mois, pour s'élever à 280 349 millions d'euros.

En comparaison annuelle, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 5,4%. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, ce poste faisant l'objet de fluctuations dues à la valorisation comptable des titres. Si le portefeuille de titres autres que des actions a diminué de 3 509 millions, il convient de prendre en compte les effets de change et de prix pour établir que la baisse effective du portefeuille s'élève en fait à 3 918 millions d'euros. De plus, avec un encours de 61 405 millions d'euros en octobre 2012, le refinancement des établissements de crédit par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (8,1% de la somme du passif).

Au 31 octobre 2012, 90 619 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Cette position s'est donc accrue de 3,0% sur base annuelle.

Tableau 9 :

### 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>
	10-2011	09-2012	10-2012	10-2011 - 10-2012		09-2012 - 10-2012		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	353 001	325 951	327 820	-25 181	-7,1	1 869	0,6	43,1
Dettes envers la clientèle	278 026	284 140	280 349	2 323	0,8	-3 792	-1,3	36,9
Dettes représentées par un titre	64 914	63 142	61 405	-3 509	-5,4	-1 737	-2,8	8,1
Autres passifs	88 021	90 953	90 619	2 598	3,0	-334	-0,4	11,9
<b>Total du passif</b>	<b>783 962</b>	<b>764 187</b>	<b>760 193</b>	<b>-23 769</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3 993</b>	<b>-0,5</b>	<b>100,0</b>

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

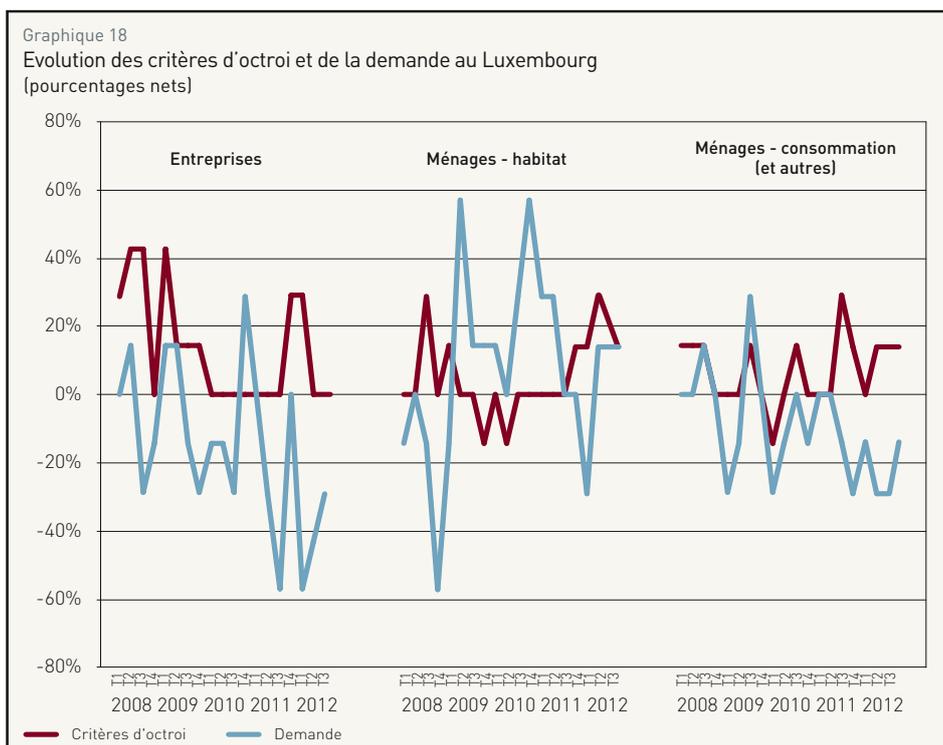
### 1.2.3.2.3 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

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

La plus récente enquête fut réalisée en octobre et couvre le troisième trimestre 2012. Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises n'ont guère changé au troisième trimestre, alors que les critères d'attribution de crédits aux ménages se sont légèrement durcis. S'agissant de la demande nette, cette dernière a continué à se replier au Luxembourg, seule celle se rapportant aux crédits à l'habitat s'étant inscrite en légère hausse.

Au niveau de la zone euro dans son ensemble, le durcissement des critères d'octroi est resté largement inchangé par rapport au trimestre précédent. Ces durcissements sont surtout liés à une détérioration des perspectives économiques de la zone euro ainsi qu'à l'incidence de la crise de la dette souveraine. Dans ce contexte, les réponses à une question supplémentaire sur l'accès aux financements du marché vont de nouveau dans le sens d'une détérioration des conditions de refinancement des banques après avoir signalé une amélioration au premier trimestre 2012.

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



Source : BCL

**Entreprises:** Au Luxembourg, les résultats de l'enquête indiquent que, globalement, les banques n'ont pas changé leurs critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux entreprises au troisième trimestre 2012. Les critères d'attribution font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit d'une banque. Les pourcentages nets s'inscrivent à 0%, comme au trimestre précédent. Dans la zone euro, les pourcentages nets sont restés positifs mais largement inchangés par



rapport au deuxième trimestre 2012. Cette évolution est surtout attribuable à une détérioration des perceptions de risques des banques.

Si les critères d'octroi sont restés globalement inchangés au Luxembourg, plusieurs banques ont toutefois signalé un durcissement de certaines conditions d'octroi (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur), notamment en ce qui concerne les marges perçues par les banques. 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. Force est de constater que les critères d'attribution n'ont toujours pas été assouplis depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, ni au Luxembourg ni dans la zone euro dans son ensemble.

Pour ce qui est de la demande émanant des entreprises, les résultats indiquent une légère amélioration de la demande sur le segment des crédits aux PME. Par contre, la demande de crédits aux grandes entreprises et de crédits à long-terme s'est détériorée davantage. Cette évolution découle surtout d'un moindre besoin de financement des entreprises. Généralement, la demande émanant des entreprises au Luxembourg est plutôt morose, voire négative, depuis 2008. Dans la zone euro, la demande nette a également reculé. Cette évolution est imputable à un moindre besoin de financement lié notamment aux investissements en capital fixe.

**Ménages (habitat):** En ce qui concerne les crédits immobiliers octroyés aux ménages luxembourgeois, les critères d'attribution se sont durcis légèrement au troisième trimestre 2012. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont également durcis, en raison d'une évolution défavorable 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.

Plusieurs banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé un durcissement de certaines conditions d'octroi, notamment en ce qui concerne les marges perçues par les banques et l'exigence de garantie. Quelques banques ont de surcroît indiqué une réduction de la quotité d'emprunt (loan-to-value ou LTV ratio). Dans la zone euro, les conditions d'octroi se sont durcies surtout en ce qui concerne les marges des banques.

Du côté de la demande, une légère hausse est discernable lors de la plus récente enquête au Luxembourg. Dans la zone euro par contre, la demande nette s'est de nouveau repliée. 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) se sont légèrement durcis au troisième trimestre. Ce développement est surtout attribuable à une détérioration de la capacité de remboursement des emprunteurs ainsi qu'aux risques relatifs aux garanties requises. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont quelque peu durcis, en raison des perceptions de risques des banques découlant notamment de la capacité de remboursement des consommateurs.

Les conditions d'octroi sont restées largement inchangées au Luxembourg. Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro se reflète surtout par des conditions moins favorables aux emprunteurs, notamment en ce qui concerne les marges des banques.

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. La baisse de la demande s'explique par un moindre besoin

de financement lié aux dépenses de consommation en biens durables, ainsi que par une détérioration de la confiance des consommateurs.

**Réponses aux questions supplémentaires :** L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée au troisième trimestre 2012 comprenait aussi deux questions supplémentaires, dont une qui a trait à l'accès au financement des banques. Depuis l'enquête de janvier 2012, cette question couvre également l'impact des tensions financières sur l'évolution des dépôts des banques. Les résultats de l'échantillon luxembourgeois indiquent que les conditions d'accès se sont améliorées sur le marché monétaire ainsi qu'au niveau des dépôts des banques. Dans la zone euro, les conditions d'accès aux financements du marché se sont également améliorées après une détérioration au deuxième trimestre 2012.

La deuxième 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. Au Luxembourg, une banque a signalé une amélioration de ses conditions de refinancement à cause d'une situation plus favorable sur le marché des titres publics. Cependant, aucune incidence sur les critères d'octroi des crédits n'a été rapportée. Les résultats de la zone euro dans son ensemble indiquent que la dette souveraine a eu un impact négatif sur les conditions de refinancement des banques. Néanmoins la situation est plus favorable qu'au deuxième trimestre.

Encadré 2 :

## L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits octroyés au secteur privé<sup>23</sup>, publié en septembre 2012 (voir Bulletin 2012/3). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le troisième trimestre, ainsi qu'octobre 2012.

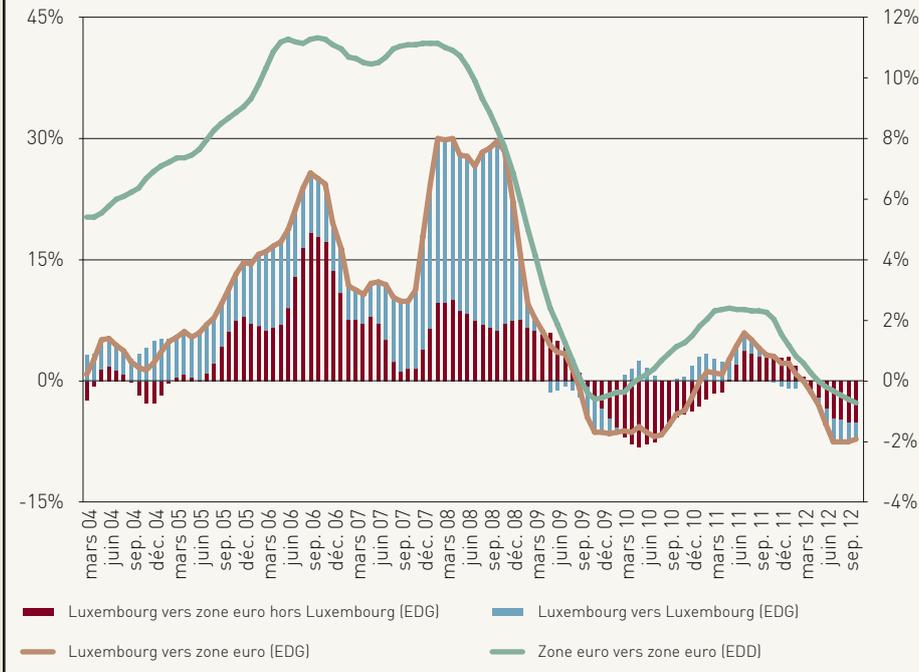
L'encadré est focalisé sur les données bilantaires (données BSI) des IFM, notamment en raison d'une ventilation détaillée de ces données. Si plusieurs ajustements statistiques ont été effectués, les séries ne sont pas ajustées pour les effets saisonniers. Les informations prises en compte pour analyser l'évolution des crédits octroyés au secteur privé comprennent également d'autres sources, dont la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données MIR) qui couvre 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.

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 aux contreparties du secteur privé de la zone euro.

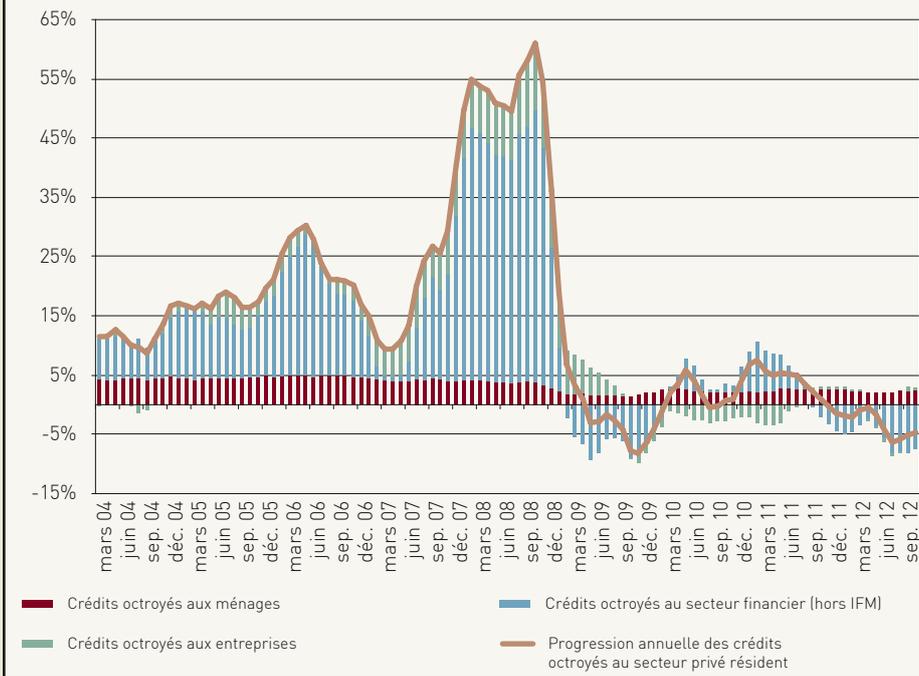
Depuis le dernier trimestre 2011, les progressions annuelles reprises dans le graphique ont largement évolué en parallèle. En effet, une tendance baissière des deux séries est discernable depuis quelques trimestres. La progression annuelle des crédits octroyés par les IFM de la zone euro se trouve en baisse continue dès le quatrième trimestre 2011 et pour la première fois depuis avril 2010 est devenue négative à la fin du deuxième trimestre 2012. La série luxembourgeoise avait déjà entamé une trajectoire baissière vers la mi-2011 et s'est ralentie depuis lors, pour finalement s'établir à -7,3%

23 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.

Graphique 1  
Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM



Graphique 2  
Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes



en octobre. Depuis avril 2012, la contribution des crédits octroyés aux non-résidents est tombée en dessous à zéro, alors que celle des crédits destinés aux contreparties résidentes est négative depuis plusieurs mois déjà.

La suite de l'encadré se limitera aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associées aux développements macroéconomiques luxembourgeois.

Selon les données d'octobre 2012, environ 40% des encours de crédits octroyés aux résidents sont destinés au secteur financier hors institutions financières monétaires (IFM). Ils sont en majeure partie composés des crédits octroyés aux AIF. La part des crédits aux sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) est peu élevée. 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 composition sectorielle des encours a d'importantes implications pour les développements des crédits et pour l'économie plus généralement.

Compte tenu du poids des crédits aux AIF (largement composés de fonds d'investissement), il est peu

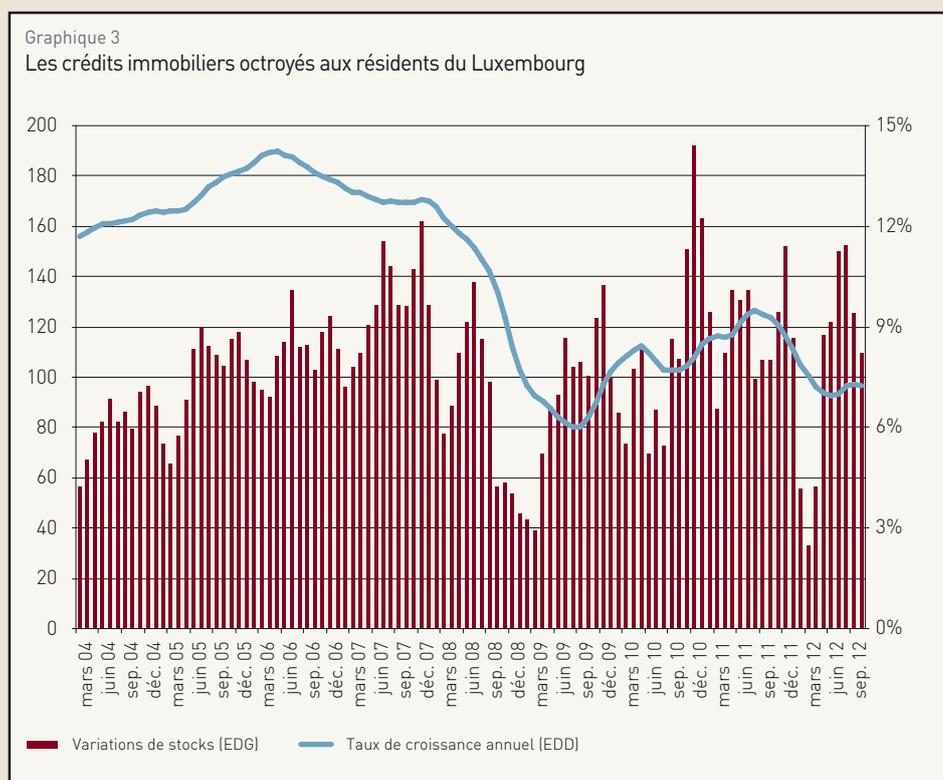
surprenant de constater que la faible dynamique des crédits octroyés aux contreparties résidentes soit largement attribuable à une évolution défavorable des crédits octroyés au secteur financier hors IFM, comme l'établit le *Graphique 2*.

En effet, la contribution négative des crédits au secteur financier hors IFM à la progression annuelle de l'ensemble des crédits octroyés au secteur privé persiste depuis plusieurs trimestres. La contribution des crédits aux ménages, principalement influencée par 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 au secteur financier, 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>24</sup> (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

Après une baisse constatée depuis la mi-2011, le taux de croissance annuel des crédits à l'habitat s'est stabilisé au troisième trimestre 2012 ainsi qu'en octobre, tout en dépassant les 7%. Les variations mensuelles des encours sont en baisse depuis septembre, bien que restant à un niveau élevé.



La collecte MIR fournit des informations supplémentaires sur les développements des crédits immobiliers. Elle permet notamment d'apprécier l'évolution des crédits nouvellement accordés, alors que les développements des volumes de crédit dérivés des données bilantaires des banques sont également affectés par les remboursements de crédits, qui ont un impact négatif sur les encours. 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 nouvellement accordés<sup>25</sup>. Si la progression annuelle de ces crédits est très volatile, elle

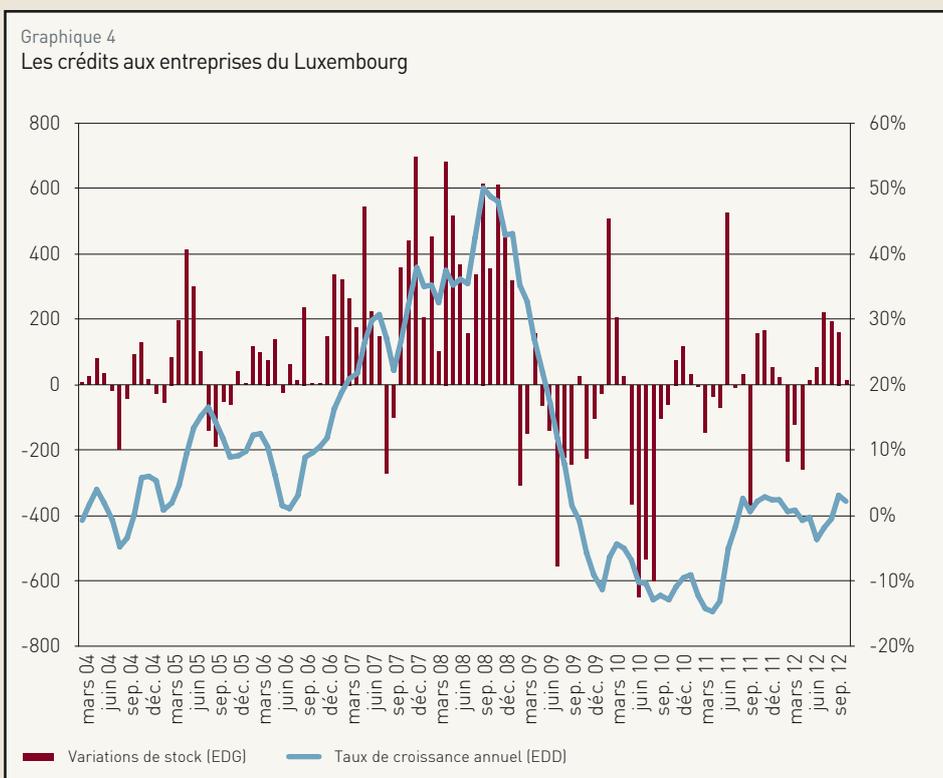
24 Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours (corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).

25 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.

confirme toutefois la modération de la dynamique de crédits discernable sur base des données bilantaires reprises dans le graphique. Comme indiqué dans la note de bas de page sur les différences méthodologiques entre la collecte MIR et la collecte BSI, les données MIR ne sont pas ventilées selon l'origine géographique de la contrepartie. Néanmoins, la ventilation des encours indique que la vaste majorité des crédits immobiliers (plus de 90%) sont destinés à des ménages résidents. Afin d'être complet, il est utile de mentionner la collecte statistique sur les crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg. Les informations disponibles dans le cadre de cette collecte trimestrielle sont largement en ligne avec la modération de la dynamique de crédits précitée.

Selon les informations disponibles dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, ces développements s'expliqueraient surtout par l'évolution de la demande de crédits immobiliers. La demande nette relative aux crédits immobiliers a rebondi au deuxième et troisième trimestre, après une légère baisse au début de l'année 2012. Pour ce qui est de l'offre de crédits, les critères d'octroi se sont légèrement durcis au troisième trimestre 2012. 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.

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 progression annuelle est tombée d'environ 3% au deuxième trimestre 2012 à moins de 1% en octobre. Les variations mensuelles des encours de crédits sont négatives depuis quelques mois. Ces développements sont largement en ligne avec l'évolution des crédits nouvellement accordés.



Pourtant, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont légèrement durcis entre juillet et septembre, tandis que la demande nette s'est quelque peu 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 des volumes d'encours de crédits est devenu positif au troisième trimestre, il s'inscrit à des niveaux relativement faibles. L'évolution des variations

mensuelles des encours demeure également plutôt morose, malgré un flux positif constaté depuis mai. 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 élevés. Par contre, les gros volumes se maintiennent à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009. Les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi émanant aux entreprises globalement inchangés comme au trimestre précédent. La demande s'est inscrite de nouveau en baisse au troisième trimestre.

On peut donc conclure que le recul des crédits octroyés au secteur privé résident s'est poursuivi au troisième trimestre, évolution qui découle en premier lieu d'une diminution continue des crédits octroyés au secteur financier hors IFM. Les encours de crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse continue, la progression annuelle s'étant stabilisée au troisième trimestre ainsi qu'en octobre 2012 à environ 7%. La progression des encours de crédits destinés aux entreprises établies au Luxembourg s'inscrit toujours à des niveaux relativement faibles. La plus récente enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les développements des crédits à l'habitat ainsi que des crédits octroyés aux SNF s'expliquent notamment par l'évolution de la demande.

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

##### 1.2.3.2.4.1 Taux d'intérêt des crédits accordés par les banques

Dans la lignée de la baisse des taux directeurs de l'Eurosystème, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable<sup>26</sup> a diminué de 46 points de base entre septembre 2011 (2,46%) et septembre 2012 (2%). A titre indicatif, le mois de janvier 2010 s'était caractérisé par l'observation la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique (en 2003) avec un taux de 1,91%, tandis que le taux du mois d'août 2008 était le taux enregistré le plus élevé à 5,22%.

Le coût des crédits à la consommation est également en baisse entre septembre 2011 et septembre 2012. Ainsi, le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation du taux est comprise entre une et cinq années est passé de 4,93% à 4,80%.

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 septembre 2011 (2,67%) et septembre 2012 (1,67%), après plusieurs mouvements de hausse et de baisse sur la période. Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

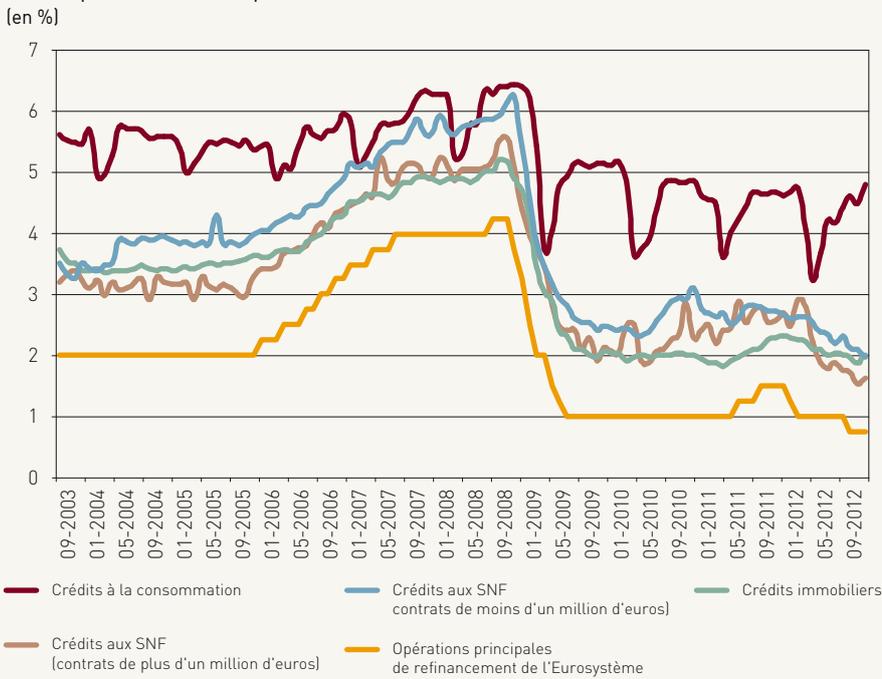
La baisse des taux directeurs de l'Eurosystème s'est également répercutée sur tous les nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières entre septembre 2011 et septembre 2012.

Ainsi pour les nouveaux crédits accordés aux sociétés non financières ayant un montant inférieur à un million d'euros, les contrats à taux variable enregistrent une baisse de 75 points de base. Le taux correspondant est en effet passé de 2,73% en septembre 2011 à 1,98% en septembre 2012. Concernant les contrats dont la période de fixation du taux est comprise entre un et cinq ans, on constate une baisse des taux sur la période de 86 points de base sur la période pour atteindre 2,19% en septembre 2012. De même, les contrats dont la période de fixation est supérieure à cinq ans enregistrent une baisse des taux qui passent de 3,54% à 2,83% entre septembre 2011 et septembre 2012.

<sup>26</sup> Taux variable et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à un an.

Graphique 19

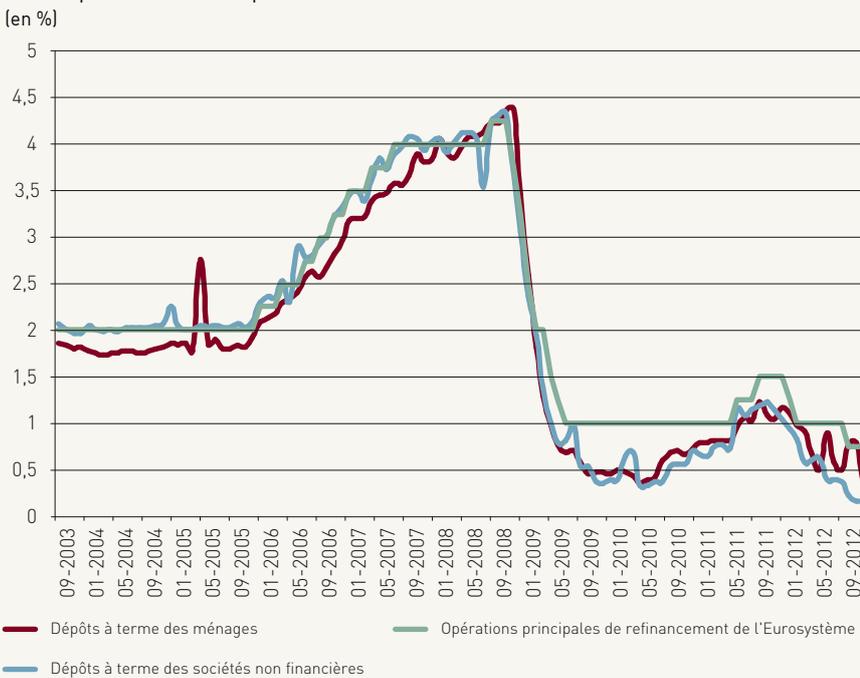
Evolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2003 et septembre 2012 (en %)



Source : BCL

Graphique 20

Evolution de la rémunération des dépôts aux agents non bancaires de la zone euro sur la période entre septembre 2003 et septembre 2012 (en %)



Source : BCL

Pour ce qui est du coût des nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières pour des montants supérieurs à un million d'euros, on observe, pour les contrats ayant un taux variable, une baisse de 97 points de base. Le taux correspondant est en effet passé de 2,59% en septembre 2011 à 1,62% en septembre 2012.

#### 1.2.3.2.5 Taux d'intérêt des dépôts en banque

La rémunération des dépôts est en baisse générale entre septembre 2011 et septembre 2012, dans le sillage de la baisse des taux directeurs de l'Eurosystème.

En ce qui concerne la rémunération des dépôts à terme des ménages d'une durée inférieure ou égale à 1 an, le mois de septembre 2012 s'est caractérisé par l'observation la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique avec un taux de 0,31%, tandis que le taux du mois d'octobre 2008 était le taux le plus élevé enregistré, à 4,37%.

Le constat est identique concernant la rémunération des dépôts des sociétés non financières d'une durée inférieure ou égale à 1 an. Les mois d'août et de septembre 2012 se sont caractérisés par les observations les plus basses depuis la mise en place de cette collecte statistique avec un taux à 0,16%, tandis que quatre ans auparavant, en septembre 2008, était enregistré le taux le plus élevé à 4,33%.

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

Sur base de chiffres provisoires, le résultat des établissements de crédits luxembourgeois à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger avant dépréciations, provisions et impôts s'élève à 3 775 millions d'euros au 30 septembre 2012. Partant, le résultat se trouve en baisse de 11,0% entre septembre 2011 et septembre 2012 en raison d'un contexte marqué par la réduction de toutes les catégories de revenus et par la croissance continue des frais généraux. Cependant, ces chiffres ne font que confirmer l'évolution déjà constatée pour le premier semestre 2012.

Tableau 10:

## Compte de profits et pertes des établissements de crédit, septembre 2010, 2011 et 2012

	Rubrique des débits et des crédits	09-2010	09-2011	09-2012	Variation en pourcent		Variation en termes bruts	
					09-2010 - 09-2011	09-2011 - 09-2012	09-2010 - 09-2011	09-2011 - 09-2012
1	Intérêts perçus	13 532	14 599	12 363	7,9	-15,3	1 067	-2 236
2	Dividendes perçus	623	581	562	-6,7	-3,3	-42	-19
3	Intérêts bonifiés	9 869	10 761	8 734	9,0	-18,8	892	-2 027
4	Marge sur intérêts	4 286	4 419	4 191	3,1	-5,2	133	-228
5	Revenus nets sur commissions	2 641	2 928	2 823	10,9	-3,6	287	-105
6	Revenus nets sur opérations de change	221	141	151	-36,2	7,1	-80	10
7	Autres revenus nets	249	296	237	18,9	-19,9	47	-59
8	Revenus hors intérêts	3 111	3 365	3 211	8,2	-4,6	254	-154
9	Produit bancaire	7 397	7 784	7 402	5,2	-4,9	387	-382
10	Frais de personnel	1 907	1 918	1 935	0,6	0,9	11	17
11	Frais d'exploitation	1 339	1 427	1 492	6,6	4,6	88	65
12	Frais de personnel et d'exploitation	3 246	3 345	3 427	3,0	2,5	99	82
13	Amortissements sur immobilisé non financier	198	199	200	0,5	0,5	1	1
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	3 953	4 240	3 775	7,3	-11,0	287	-465

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

Source : BCL sur base d'une collecte de la CSSF

Au niveau des revenus sur intérêts marqués par de faibles marges d'intermédiation, les intérêts perçus baissent de 15,3% (soit de 2 236 millions d'euros) par rapport au 30 septembre de l'année précédente, s'inscrivant dès lors à 12 363 millions d'euros dans la période sous analyse, alors que les intérêts bonifiés ont diminué de 18,8% (soit 2 027 millions d'euros) et s'élèvent à 8 734 millions d'euros durant les trois premiers trimestres de 2012. Partant, la marge sur intérêts (dividendes compris) a atteint 4 191 millions d'euros au cours des neuf premiers mois de 2012, affichant une diminution de 5,2% (soit 228 millions d'euros) sur une base annuelle. Les produits de dividendes, inclus dans la marge sur intérêts, ont reculé de 3,3% pour s'élever à 562 millions d'euros sur la même période.

Quant aux revenus nets sur commissions, la tendance à la hausse s'est interrompue. Effectivement, cette source de revenus affiche une diminution de 3,6% (soit 105 millions d'euros) par rapport aux neuf premiers mois de 2011. Ainsi, les revenus nets sur commissions s'établissent à 2 823 millions d'euros à la fin de septembre 2012, contre 2 928 millions d'euros au 30 septembre de l'année passée.

Les autres revenus nets reflètent les variations de juste valeur des portefeuilles-titres détenus par les banques. Ces revenus non-récurrents sont donc d'un caractère typiquement hétérogène et volatil. Au cours des trois premiers trimestres de l'année en cours, cette position enregistre une baisse de 59 millions d'euros sur un an et s'élève à 237 millions d'euros. A rappeler que les autres revenus nets avaient encore reculé en décembre 2011, pour afficher une perte nette de 404 millions d'euros. Pourtant, ils s'établissaient à 175 millions d'euros à la fin de mars 2012 et à 108 millions d'euros à la fin de juin 2012. En effet, le troisième trimestre a positivement contribué à cette source de revenus non-récurrente.

Pourtant, le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 4,9% en comparaison annuelle et s'élève à 7 402 millions d'euros au 30 septembre 2012.

Du côté des frais généraux, on note une progression modérée de 2,5% en comparaison annuelle. Ce chiffre se décompose en une hausse de 4,6% des frais d'exploitation (à 1 492 millions d'euro) provenant largement des investissements dans les systèmes informatiques et de 0,9% des frais de personnel (à 1 935 millions d'euro) à la fin du mois de septembre 2012. Ainsi, les coûts du personnel représentent environ un quart du produit bancaire à la fin de septembre 2012.

Tableau 11:

**Compte de profits et pertes des établissements de crédit, cinq derniers trimestres**

	Rubrique des débits et des crédits	09-2011	12-2011	03-2012	06-2012	09-2012	09-2011 - 09-2012	
							Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	14 599	19 436	4 677	8 735	12 363	-15,3	-2 236
2	Dividendes perçus	581	904	96	352	562	-3,3	- 19
3	Intérêts bonifiés	10 761	14 495	3 361	6 207	8 734	-18,8	-2 027
4	Marge sur intérêts	4 419	5 845	1 412	2 880	4 191	-5,2	- 228
5	Revenus nets sur commissions	2 928	3 836	1 025	1 922	2 823	-3,6	- 105
6	Revenus nets sur opérations de change	141	92	78	76	151	7,1	10
7	Autres revenus nets	296	- 404	175	108	237	-19,9	- 59
8	Revenus hors intérêts	3 365	3 524	1 278	2 106	3 211	-4,6	- 154
9	Produit bancaire	7 784	9 369	2 690	4 986	7 402	-4,9	- 382
10	Frais de personnel	1 918	2 554	678	1 300	1 935	0,9	17
11	Frais d'exploitation	1 427	1 985	516	1 003	1 492	4,6	65
12	Frais de personnel et d'exploitation	3 345	4 539	1 194	2 303	3 427	2,5	82
13	Amortissements sur immobilisé non financier	199	273	68	133	200	0,5	1
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	4 240	4 557	1 428	2 550	3 775	-11,0	- 465

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

Source: BCL sur base d'une collecte de la CSSF

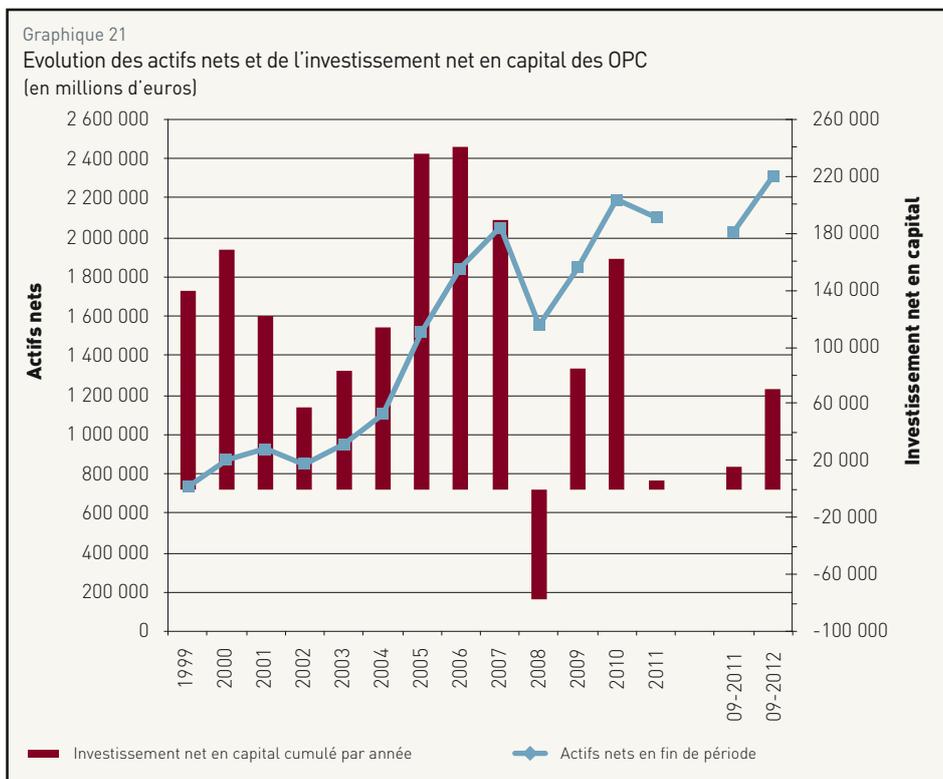
### 1.2.3.3 Les organismes de placement collectif

#### 1.2.3.3.1 L'évolution en nombre

Le nombre des fonds d'investissement, qui avait augmenté de plus de 20 unités au premier trimestre de 2012, stagne depuis fin mars 2012 aux alentours des 3870 unités. Cette stagnation cache une augmentation du nombre de fonds d'investissements spécialisés (+53 unités entre mars et septembre 2012) combinée à une diminution équivalente du nombre d'organismes de placement collectif soumis à la loi de 2010 (-53 unités entre mars et septembre 2012). On note encore que, malgré la diminution lente mais constante du nombre de compartiments monétaires, le nombre de compartiments a progressé de 91 unités au cours du semestre écoulé, passant de 13 343 à 13 434 unités entre fin mars 2012 et fin septembre 2012.

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

Au cours du troisième trimestre de 2012, les marchés financiers ont enregistré des évolutions plutôt positives, surtout en juillet. En parallèle, le volume des investissements nets s'est accru de plus de 26 milliards d'euros au cours de la même période. Par conséquent, la valeur nette d'inventaire (VNI) observée à la fin du mois de septembre s'est appréciée de plus de 4% par rapport au niveau observé fin juin 2012. Depuis le début de l'année 2012, les actifs nets des OPC sont en constante augmentation, excepté deux reculs enregistrés en mai et août, causés par les mauvaises performances des marchés financiers au cours de ces deux mois. Fin septembre, la VNI totale des fonds d'investissement s'élevait à 2 314 448 millions d'euros, ce qui représente une croissance de 10,4% par rapport au niveau observé à la fin décembre 2011.



Source : CSSF

Tableau 12:

**Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif**

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	dont nombre de compart. 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 %
2000	1 785	6 995	435	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	406	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	375	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
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		
<b>2012</b>										
jan.	3 837	13 273	303	2 157 081	5 163	55 406	-26 946	-1,2	60 569	2,9
fév.	3 847	13 334	302	2 203 159	13 104	32 974	-5 039	-0,2	46 078	2,1
mars	3 866	13 343	297	2 217 206	18 102	-4 055	26 310	1,2	14 047	0,6
avril	3 872	13 368	295	2 225 600	4 362	4 032	30 192	1,4	8 394	0,4
mai	3 874	13 412	294	2 212 027	4 669	-18 242	-7 181	-0,3	-13 573	-0,6
juin	3 867	13 407	292	2 224 479	-2 081	14 533	39 480	1,8	12 452	0,6
juil.	3 864	13 408	291	2 296 717	6 672	65 566	107 052	4,9	72 238	3,2
août	3 872	13 439	291	2 295 399	10 515	-11 833	209 458	10,0	-1 318	-0,1
sep.	3 866	13 434	290	2 314 448	9 434	9 615	282 371	13,9	19 049	0,8

<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.<sup>2)</sup> Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2011 et 2012.<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

## 1.2.3.3.3 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 13:

**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	509 461	411 933	346 975	32 395	39 964	62 495
2009	582 011	590 183	410 505	31 407	26 587	52 904
2010	755 119	743 202	506 755	39 009	31 961	62 355
2011	780 519	628 449	519 059	43 020	29 600	61 219
Reclassifications	38 983					
2012						
janv.	852 974	668 421	533 812	44 172	30 466	62 272
fév.	872 531	694 294	547 487	43 465	30 969	62 553
mars	885 201	694 947	552 459	43 224	30 240	62 014
avril	895 892	691 688	550 506	43 436	30 218	62 578
mai	911 661	656 735	544 169	43 585	29 488	62 758
juin	927 583	665 215	545 516	43 678	29 357	63 154
juillet	968 674	692 378	561 199	44 103	29 517	67 399
août	974 636	685 727	565 938	41 552	28 462	68 230
septembre	977 281	700 706	573 827	40 970	29 498	70 494

Source : BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds à partir de décembre 2008. 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.

Rappelons qu'en janvier 2012, le reclassement de certains fonds monétaires en fonds non-monétaires a augmenté artificiellement le total bilantaire des fonds obligataires, d'un montant de 38 983 millions d'euros.

Au cours du troisième trimestre de 2012, les actifs des trois catégories de fonds les plus importantes ont affiché une croissance comparable : 5,4% pour les fonds obligataires, 5,3% pour les fonds en actions et 5,2% pour les fonds mixtes.

Les fonds obligataires ont enregistré une croissance régulière et constante depuis le début de l'année 2012. Ce n'est pas le cas des fonds investis principalement en actions. Ces derniers ont enregistré de très bonnes performances au premier trimestre, mais les évolutions des marchés boursiers en avril et surtout en mai ont fait infléchir cette tendance haussière. Ensuite une reprise des marchés entamée en juin et culminant en juillet, suivie de bonnes performances en septembre ont permis à cette catégorie de fonds d'atteindre un total bilantaire dépassant les 700 milliards d'euros à la fin septembre.

Les actifs des fonds mixtes, quant à eux, ont suivi la même évolution, mais de manière moins contrastée. Ils ont enregistré une hausse au premier trimestre, suivie d'un recul progressif au second trimestre, puis d'un retour à la croissance au troisième trimestre. Au total, le niveau des actifs fin septembre est en augmentation de 10,6% par rapport au niveau de la fin décembre 2011.

Les fonds immobiliers constituent la seule catégorie de fonds qui enregistre une diminution de ses actifs au troisième trimestre de 2012 (-6,2%). Le total bilantaire des 'hedge funds', après s'être légèrement accru en début d'année 2012, s'est progressivement affaibli au cours du deuxième trimestre, pour revenir quasiment, fin septembre 2012, à son niveau de la fin 2011. Quant aux autres fonds, leurs actifs sont en croissance constante depuis 2011. Ils affichent une hausse de 11,6% au troisième trimestre.

Encadré 3 :

## LES FONDS DE FONDS DOMICILIÉS AU LUXEMBOURG : PRÉSENTATION ET ANALYSE STATISTIQUE

Dans l'environnement actuel caractérisé par le maintien de taux d'intérêt à un faible niveau, les investisseurs ont tendance à adopter une stratégie de recherche de rendement (*search for yield*), en essayant de limiter dans le même temps le risque supporté par leur portefeuille.

La stratégie des organismes de placement collectif (OPC) qualifiés de fonds de fonds se rapproche de cette idée. En effet, les fonds de fonds sont des fonds dont l'actif se compose essentiellement de parts émises par d'autres fonds au lieu d'être composé directement de titres tels que les actions et les obligations. En outre, les fonds de fonds donnent accès à des stratégies d'investissement plus souples et beaucoup plus larges d'un point de vue géographique, monétaire ou sectoriel.

Les gestionnaires de fonds de fonds suivent et analysent l'évolution et la performance des fonds d'investissement disponibles sur le marché et appartenant généralement à différentes sociétés de gestion. Ils sélectionnent ensuite les meilleurs fonds pour constituer leur portefeuille et atteindre ainsi des niveaux de rendement supérieurs à ceux obtenus par des fonds classiques et ce avec un niveau de risque théoriquement plus limité, le processus de diversification portant sur des fonds ayant déjà eux-mêmes diversifié leur risque.

Cependant, dans la mesure où les fonds de fonds ont une double structure, ils engendrent des frais de souscription plus élevés que les fonds classiques puisque les investisseurs doivent à la fois s'acquitter des frais de gestion des fonds sous-jacents et rémunérer le gestionnaire du fonds de fonds. Par conséquent, le montant élevé des parts donne un accès restreint aux fonds de fonds, généralement réservés aux investisseurs importants et plus rarement aux particuliers.

L'objectif de cet encadré est de présenter un état des lieux de l'industrie des fonds de fonds au Luxembourg, en accordant une attention particulière aux fonds qui investissent majoritairement dans des fonds luxembourgeois, dénommés par la suite *fonds de fonds luxembourgeois*<sup>27</sup>. Pour les besoins de cet encadré, la liste de fonds de fonds établie par la CSSF a été recoupée avec les rapports mensuels et annuels communiqués par les OPC à la CSSF et à la BCL de manière à réaliser l'extraction et le traitement des données et ce notamment afin d'établir une classification entre les fonds de fonds luxembourgeois et les fonds de fonds étrangers.

Cette étude permet ainsi d'approfondir l'analyse de la composition de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg, l'évolution et le contenu de l'activité dans le secteur des fonds de fonds demeurant encore, jusqu'à présent, un domaine relativement méconnu. Or, ce segment de la gestion d'actifs pourrait connaître une expansion significative dans les années à venir. En effet, à travers le projet de loi de décembre 2010, qui transpose la directive UCITS IV, le

27 Les *fonds de fonds luxembourgeois* ont été définis comme les fonds qui investissent pour plus de 50% du montant total de leurs titres en parts d'OPC luxembourgeois. La définition retenue des *fonds de fonds luxembourgeois*, qui est propre à cet encadré, ne doit ainsi pas être confondue avec le terme de fonds de fonds luxembourgeois, qui peut désigner tout fonds de fonds établi au Luxembourg.

Luxembourg a pu harmoniser le régime des OPC, en donnant des opportunités de gérance plus souples pour les fonds de fonds, par exemple pour les structures de type maître-nourricier <sup>28</sup> (*master-feeder*) ou les fonds de *hedge funds*.

### L'IMPORTANCE DE L'ACTIVITÉ DES FONDS DE FONDS AU LUXEMBOURG

La comparaison des valeurs nettes d'inventaire (VNI) totales rapportées par les fonds d'investissement, par les fonds de fonds et plus particulièrement par les *fonds de fonds luxembourgeois* permet de mesurer l'importance de cette activité au Luxembourg et son évolution dans le temps.

Tableau 1 :

#### Evolution de la situation globale des fonds de fonds (millions d'euros)

	VNI totale des fonds	VNI totale des fonds de fonds	VNI totale des fonds de fonds luxembourgeois	Part des fonds de fonds luxembourgeois parmi les fonds de fonds	Investissement net en capital des fonds de fonds luxembourgeois <sup>1) 2)</sup>
Décembre 2001	928 450	59 340	22 331	37,6%	
Décembre 2002	844 510	56 156	20 951	37,3%	39
Décembre 2003	953 300	65 230	28 545	43,8%	664
Décembre 2004	1 106 220	84 863	42 400	50,0%	4 342
Décembre 2005	1 525 210	134 676	82 521	61,3%	22 109
Décembre 2006	1 844 850	167 743	98 151	58,5%	13 630
Décembre 2007	2 059 400	197 801	107 225	54,2%	12 391
Décembre 2008	1 559 650	147 458	77 861	52,8%	-3 856
Décembre 2009	1 840 990	145 571	86 620	59,5%	-1 488
Décembre 2010	2 198 990	164 198	95 487	58,2%	7 992
Décembre 2011	2 096 510	148 376	84 792	57,2%	-2 876
Juin 2012	2 224 479	149 735	84 156	56,2%	28

<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme la différence entre le montant des émissions et des rachats de parts.

<sup>2)</sup> Montants cumulés par année.

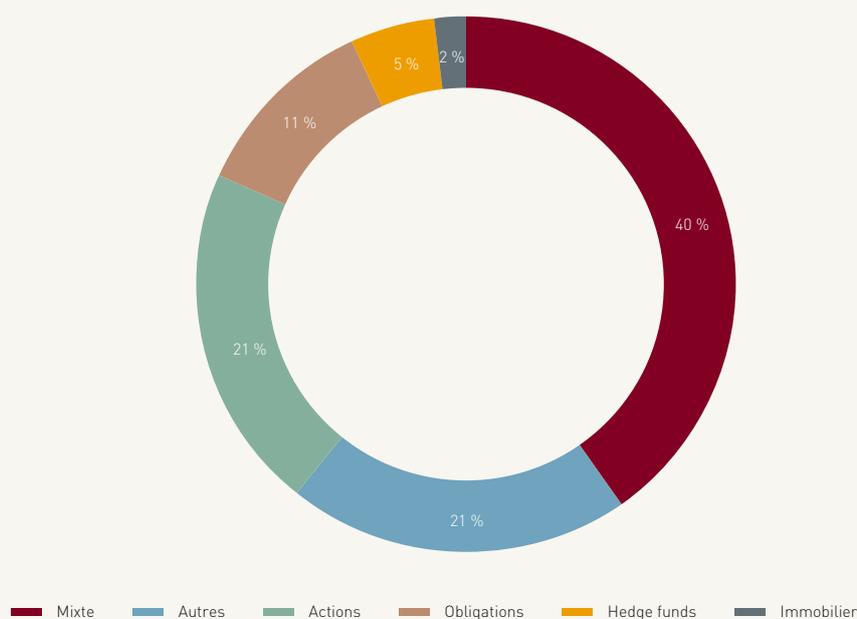
Source : BCL et CSSF

A la fin du mois de juin 2012, les fonds d'investissement en activité affichaient un total bilantaire de 2 224 milliards d'euros. Le nombre de compartiments d'OPC s'élevait à cette date à 13 407, dont 15% ont été identifiés comme des fonds de fonds. Les fonds de fonds représentaient ainsi près de 6,7% de l'activité totale des fonds d'investissement au Luxembourg, pour une VNI avoisinant les 150 milliards d'euros. La contribution des *fonds de fonds luxembourgeois* dans ce segment de la gestion d'actifs était alors de 56%, avec une VNI de 84 milliards d'euros répartie dans 772 compartiments d'OPC<sup>29</sup>.

28 A travers la directive UCITS IV, un gérant d'OPCVM peut désormais regrouper des actifs au sein d'un fonds maître alimenté par des fonds nourriciers qui sont domiciliés dans différents pays de l'Espace Economique Européen, dans la mesure où ces derniers investissent au moins 85% de leurs actifs dans les parts de l'OPCVM maître. Le regroupement d'actifs dans une structure maître-nourricier permet ainsi à la société de gestion de réaliser des économies d'échelle et d'améliorer la distribution transfrontalière des produits.

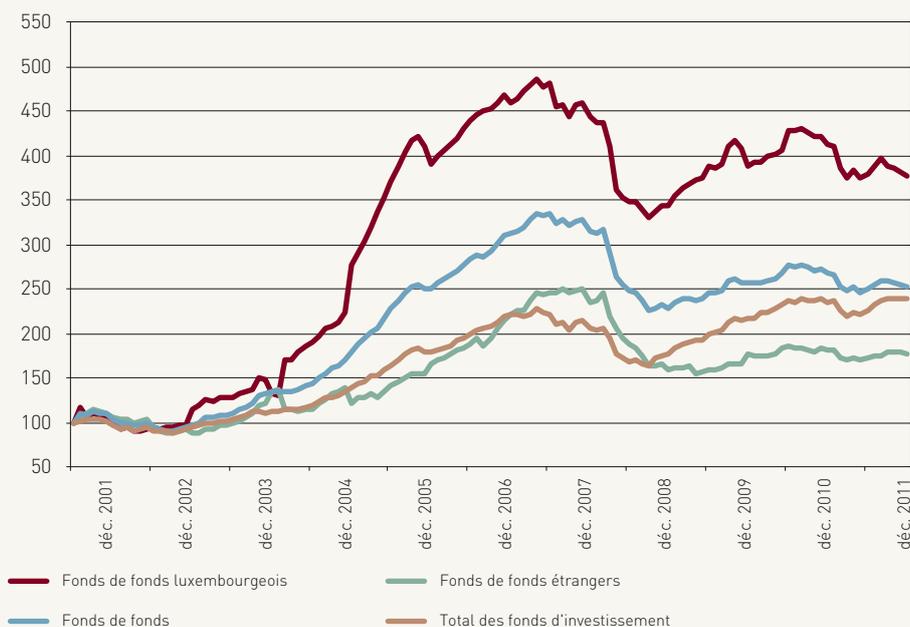
29 Les *fonds de fonds luxembourgeois* apparaissent probablement deux fois dans les statistiques: en tant que fonds de fonds et en tant que fonds dans lesquels les fonds de fonds investissent. De plus, puisque les fonds de fonds détiennent des parts de nombreux fonds, il est possible qu'un même titre soit détenu plusieurs fois par le fonds de fonds à travers différents fonds.

Graphique 1  
Classification des fonds de fonds luxembourgeois en fonction de leur politique d'investissement (Juin 2012)



Sources : BCL et CSSF

Graphique 2  
Evolution de la VNI des différentes catégories de fonds (Base 100 : décembre 2001)



Sources : BCL et CSSF

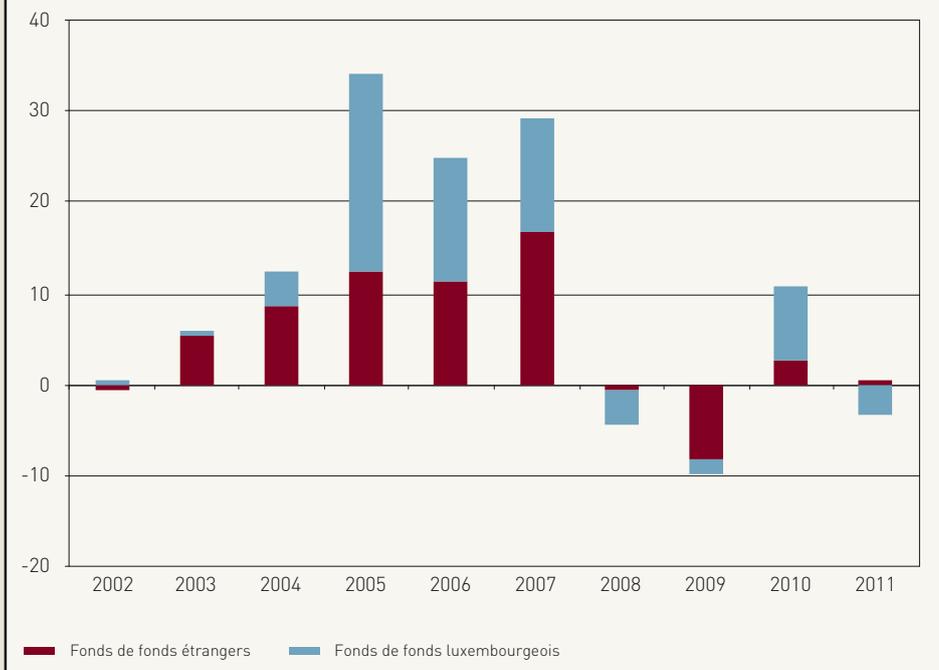
En juin 2012, la répartition de la politique d'investissement des *fonds de fonds luxembourgeois* était la suivante. Les politiques mixtes étaient les plus répandues, avec 40% du montant total rapporté. Les actions et obligations comptaient respectivement pour 21% et 11% alors que les hedge funds représentaient 5% et l'immobilier environ 2%. Il restait ainsi 21% pour la catégorie des autres politiques d'investissement.

#### L'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ DES FONDS DE FONDS AU LUXEMBOURG

Au cours de la période étudiée, la tendance affichée par la VNI des différents types de fonds a été globalement la même, qu'il s'agisse des fonds d'investissement, des fonds de fonds ou des *fonds de fonds luxembourgeois*. Cependant, l'évolution de la VNI des fonds de fonds et plus particulièrement des *fonds de fonds luxembourgeois*, a été beaucoup plus marquée. En effet, entre 2001 et 2007, la VNI rapportée par les *fonds de fonds luxembourgeois* a presque été multipliée par cinq, atteignant ainsi un pic d'activité de 107 milliards d'euros, tandis que la VNI des *fonds de fonds étrangers* a triplé pour atteindre 90 milliards d'euros.

Consécutivement au déclenchement de la crise financière, la VNI des différentes catégories de fonds s'est ensuite significativement contractée jusqu'au mois de mars 2009, avant de rebondir pour finalement se stabiliser en fin de période. Cependant, force est de constater que la VNI des fonds de fonds n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise, contrairement à la VNI rapportée par l'ensemble des fonds d'investissement. De fait, le montant des émissions nettes, qui permet de neutraliser l'impact de la variation des marchés et du taux de change sur l'évolution de la VNI, est demeuré relativement faible, voire négatif, à partir de 2008, témoignant ainsi d'un certain degré d'aversion au risque des investisseurs vis-à-vis de cette catégorie de fonds.

Graphique 3  
Evolution des émissions nettes par les fonds de fonds  
(milliards d'euros)



Sources : BCL et CSSF

### LA RÉPARTITION PAR PAYS ET PAR DEVISES DU PORTEFEUILLE DES FONDS DE FONDS

Depuis fin 2008, une sélection d'OPC regroupant 95% de la valeur nette d'inventaire totale produit un rapport titre par titre et un bilan statistique détaillant, pour chaque OPC ou compartiment d'OPC, les différentes rubriques de leur actif ventilées par secteur économique, par devise d'émission, par pays émetteur et par échéance initiale<sup>30</sup>. Cette collecte statistique effectuée auprès des services de la BCL apporte ainsi un complément d'information sur la composition du portefeuille des fonds de fonds domiciliés au Luxembourg.

D'un point de vue géographique, le Luxembourg représente le principal pays dans lequel les fonds de fonds investissent, avec près de la moitié de l'activité concentrée sur les parts d'OPC domiciliés au Luxembourg. Les dix pays affichant les montants les plus élevés en termes de VNI sont quasiment les mêmes au cours de la période étudiée. Il s'agit en partie de pays dits *offshore*, tels que les îles Caïmans, les îles Vierges Britanniques, les Bermudes ou encore les îles de Jersey, Guernesey et des Bahamas. La Grande-Bretagne, l'Irlande et les Etats-Unis figurent également parmi les principaux pays d'émissions. Les pays frontaliers au Luxembourg, soit la Belgique, l'Allemagne et la France, apparaissent également parmi les pays d'émission les plus utilisés. Les pays classés après le dixième rang n'interviennent plus que pour moins de 1% de la VNI totale. En décembre 2011, on pouvait dénombrer 67 pays d'émission différents, contre 51 en décembre 2008, traduisant ainsi une diversification accrue du portefeuille des fonds de fonds d'un point de vue géographique.

30 Pour plus de détails, le lecteur peut se référer à l'encadré "Les OPC non monétaires au Luxembourg", Bulletin BCL 2011/2, pp.53-59.

Tableau 2:

**La répartition géographique du portefeuille des fonds de fonds**

Décembre 2008	VNI (en millions d'euros)	% VNI	Nombre de compartiments	Rang	Décembre 2011	VNI (en millions d'euros)	% VNI	Nombre de compartiments
Luxembourg	61 083	48,5	1 161	1	Luxembourg	68 147	51,7	1 170
Iles Caïmans	23 737	18,9	412	2	Iles Caïmans	14 993	11,4	313
Allemagne	14 267	11,3	434	3	Allemagne	13 572	10,3	420
Irlande	5 213	4,1	633	4	Irlande	10 353	7,9	672
Belgique	3 863	3,1	143	5	Belgique	5 022	3,8	76
France	3 394	2,7	405	6	France	3 591	2,7	415
Iles Vierges Britanniques	3 090	2,5	264	7	Royaume-Uni	3 218	2,4	434
Etats-Unis	2 897	2,3	283	8	Etats-Unis	3 172	2,4	245
Bermudes	2 153	1,7	187	9	Iles Vierges Britanniques	2 267	1,7	190
Royaume-Uni	2 009	1,6	388	10	Bermudes	1 454	1,1	143

Source: BCL et CSSF

De même, la part des devises dans lesquelles sont libellés les titres détenus a été calculée par rapport à la VNI totale des fonds de fonds pour la période allant de décembre 2008 à décembre 2011. Il apparaît ainsi que l'essentiel du portefeuille des fonds de fonds est composé de parts d'OPC émises en euros et en dollars américains, la monnaie unique comptabilisant à elle seule près des deux tiers de cette activité. Ces deux devises sont suivies par la livre sterling (environ 2%) et alternativement par le franc suisse et le yen japonais (environ 1%). En décembre 2011, les fonds de fonds avaient investi dans 37 devises différentes contre 28 en décembre 2008, indiquant par là une diversification accrue de leur portefeuille en termes de devises.

Tableau 3:

**La répartition par devise du portefeuille des fonds de fonds (en %)**

Devise	Décembre 2008	Décembre 2011
Euro	64,5	63,1
Dollar américain	31,8	31,6
Livre sterling	1,7	2,5
Franc suisse	0,5	0,8
Yen	0,8	0,7

Source: BCL et CSSF

**LES DIFFÉRENTES CATÉGORIES DE FONDS DE FONDS : UNE ANALYSE FACTORIELLE**

L'analyse des correspondances multiples (ACM) permet de synthétiser l'information et de classer les fonds de fonds en fonction d'un ensemble de caractéristiques communes. L'ACM réalisée dans cette étude couvre un échantillon de 1410 compartiments d'OPC identifiés comme fonds de fonds et décrits par 7 variables qualitatives (le pays, la devise d'investissement, le nombre de pays, le nombre de devises, la politique d'investissement, la taille des fonds en termes de VNI, répartie en quartiles, et le statut juridique) totalisant un ensemble de 28 modalités qui sont résumées dans le tableau suivant.

Tableau 4 :

## Les modalités retenues pour la classification des fonds de fonds

Pays d'investissement	Nombre de devises	Devise d'investissement	Politique d'investissement	Nombre de pays	Statut juridique	Taille des fonds
Luxembourg	Une devise (1D)	Euro (EUR)	Obligations	Un pays (1P)	SICAV	Q1
Zone euro	Deux devises (2D)	Dollar (USD)	Actions	Deux à trois pays (2-3P)	FCP	Q2
Pays offshore	Trois devises (3D)	Autre (OTH)	Mixte	Quatre pays (4P)	SICAF	Q3
Autre	Quatre devises et plus (4+D)		Immobilier	Cinq pays et plus (5+P)		Q4
			Hedge funds			
			Autre			

Le principe de cette analyse est de considérer, d'une part, chaque compartiment d'OPC comme un individu caractérisé par 28 modalités et d'autre part chaque modalité comme une caractéristique définie par 1410 individus. Les compartiments d'OPC sont ainsi représentés par des points dans un espace à 28 dimensions et les modalités par des points dans un espace à 1410 dimensions, ce qui n'est évidemment pas interprétable à l'œil humain. L'analyse factorielle consiste à projeter le nuage d'individus et le nuage des modalités sur un même plan afin d'identifier des caractéristiques communes.

La projection de ce nuage est réalisée sur les deux axes qui contiennent le plus d'information. Ainsi, sur le graphique ci-dessous, l'axe horizontal discrimine les fonds de fonds investis en fonds libellés en euro (à gauche) des fonds libellés en dollar américain (à droite). L'axe vertical est formé par la diversité en termes de pays (1P, 2-3P, 4P, 5+P) et de devises (1D, 2D, 3D, 4+D) d'émission des fonds dans lesquels les fonds de fonds investissent. En haut se trouvent les fonds de fonds qui investissent dans un seul pays et dans une seule devise et en bas, à l'opposé, ceux qui investissent dans des fonds situés dans plusieurs pays et libellés dans plusieurs devises<sup>31</sup>.

La densité des compartiments d'OPC est plus importante dans la partie basse du graphique qui regroupe les fonds mixtes et les investissements dans plusieurs pays et plusieurs devises, traduisant ainsi la politique de diversification des fonds de fonds domiciliés au Luxembourg. L'analyse du graphique permet par ailleurs de distinguer quatre zones regroupant des fonds de fonds ayant des caractéristiques similaires.

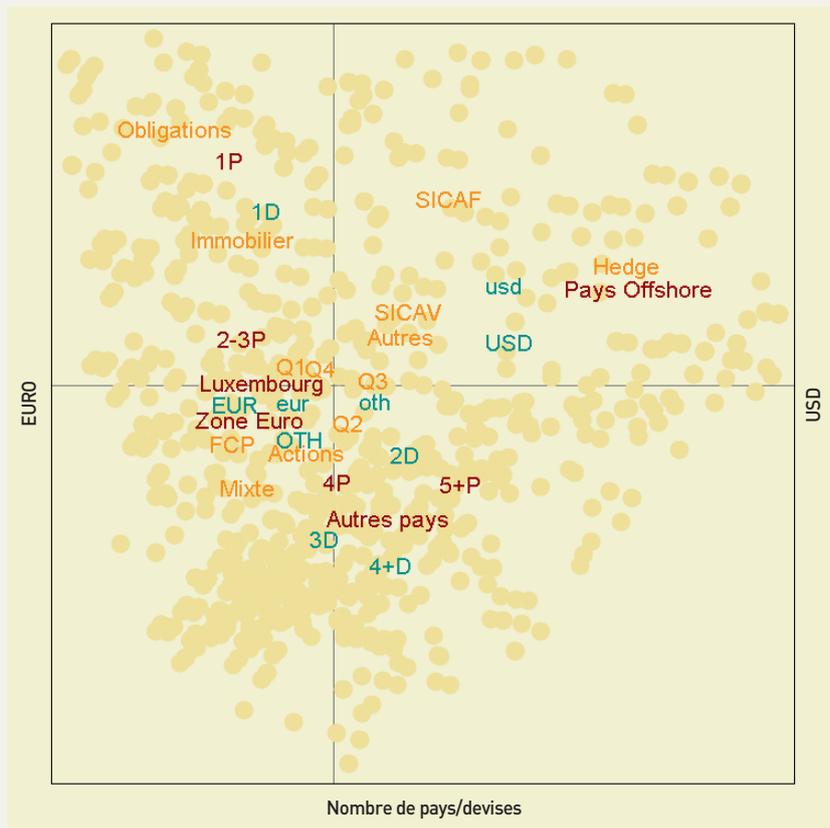
(i) En haut à droite, les fonds de *hedge funds* investissent principalement dans des fonds libellés en USD et situés dans des pays *offshores*. Ces fonds de fonds sont eux-mêmes libellés en USD et ont tendance à concentrer leur stratégie d'investissement dans une seule devise et dans un seul pays.

(ii) En haut à gauche, les fonds de fonds investissent dans des fonds obligataires ou immobiliers situés dans un seul pays et libellés dans une seule devise, en général l'euro. Les fonds nourriciers (*feeder funds*), qui sont, d'après la loi de 2010, autorisés à investir au moins 85% de leurs actifs dans des parts d'un autre OPC, se situent probablement dans cette catégorie.

(iii) À gauche du centre se trouvent les fonds de fonds qui investissent dans des fonds libellés en euros et situés au Luxembourg ou dans la zone euro. La souscription des parts dans ces fonds de fonds est elle-même libellée en euros.

31 La devise d'émission a également été prise en compte dans l'analyse, mais seulement en tant que variable supplémentaire, c'est-à-dire qu'elle ne contribue pas à la formation des axes. En effet, les fonds de fonds commercialisent généralement leurs parts dans la même devise que celle dans laquelle ils investissent. La devise d'émission apporte de ce fait une information redondante du point de vue des caractéristiques appliquées à chaque compartiment d'OPC. Dans le graphique 4, *eur*, *usd* et *oth* correspondent respectivement à des souscriptions de parts libellées en euros, en dollars, et dans d'autres devises.

Graphique 4  
Vue d'ensemble des fonds de fonds fin-décembre 2011<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Etant donné que le choix d'une période en particulier n'impliquait pas de changements notables du point de vue des résultats obtenus, l'analyse statistique a été réalisée pour le mois de décembre 2011.

Source : BCL

la stratégie d'investissement des fonds de fonds n'étant pas liée au montant des actifs sous gestion.

(iv) Le dernier groupe, qui se situe dans le bas du graphique, représente les fonds de fonds qui investissent dans des fonds situés dans les autres pays (i.e. en dehors de la zone euro et des pays *offshore*). Ces fonds de fonds affichent une plus grande diversification puisqu'ils sont investis dans plusieurs pays et plusieurs devises.

Enfin, la taille des fonds de fonds en termes de VNI a été prise en compte dans l'ACM. Cette variable a été définie en termes de quartiles (Q1, Q2, Q3, Q4), Q1 représentant les 25% de fonds de fonds ayant la plus petite VNI, et Q4 les 25% de fonds de fonds ayant la VNI la plus élevée. La représentation de ces quartiles sur le graphique est très proche du centre, ce qui indique l'absence d'effet de taille,

### 1.2.3.4 Les OPC monétaires

#### 1.2.3.4.1 Le nombre de compartiments

Fin septembre 2012, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 290. Entre fin janvier et fin septembre, ce nombre s'est contracté de 13 unités, poursuivant la lente érosion entamée en 2010.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 412 à 303 en raison d'un changement de définition<sup>32</sup>.

<sup>32</sup> Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.

#### 1.2.3.4.2 La somme des bilans

Au cours du troisième trimestre de 2012, la somme des bilans a diminué, passant de 250 609 millions d'euros à 240 042 millions d'euros. Depuis le début de l'année 2012, le total bilantaire des fonds monétaire affiche une tendance nettement baissière, même si quelques sursauts à la hausse, notamment en mai et juillet, ont pu être constatés.

Les actifs des fonds monétaires évoluent généralement à l'inverse des marchés financiers. Lorsque ceux-ci affichent de bonnes performances, comme en juin/juillet ou septembre de cette année, les OPC monétaires perdent de leur attrait aux yeux des investisseurs. Par contre, en cas d'instabilité sur les marchés financiers, comme au cours de la période mars-mai, les gestionnaires de patrimoine se tournent vers les OPC monétaires, dont les rendements sont limités mais qui constituent un placement peu risqué.

#### 1.2.3.4.3 La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et d'un portefeuille de titres de créances dont la maturité moyenne n'excède pas 6 mois. De plus, ces titres de créances doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement 883/2011 de la BCE.

Fin septembre 2012, le portefeuille de titres représentait 73,9% de l'actif, soit 177 324 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 24,2%, soit 57 991 millions d'euros. Au cours du troisième trimestre de 2012, la diminution du total bilantaire s'est concrétisée par une contraction des créances bancaires (-13,0%), alors que le portefeuille de titres restait à peu près au même niveau (-0,2%).

Le poids relatif des dépôts bancaires est resté largement supérieur à 20% tout au long de l'année 2012. Ce niveau reste en moyenne élevé au 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 14 :

#### 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>
	09-2011	06-2012	09-2012	09-2011 - 09-2012		06-2012 - 09-2012		09-2012
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances	75 905	66 678	57 991	-17 914	-23,6	-8 687	-13,0	24,2
Portefeuille titres	200 206	177 760	177 324	-22 882	-11,4	- 436	-0,2	73,9
Autres actifs	8 350	6 171	4 727	-3 623	-43,4	-1 444	-23,4	2,0
Total de l'actif	284 461	250 609	240 042	-44 419	-15,6	-10 567	-4,2	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source: BCL

Fin septembre 2012, le portefeuille des titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (92 577 millions), de titres émis par le secteur public (51 040 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (33 085 millions d'euros).

Au cours du troisième trimestre de 2012, le volume total des titres en portefeuille est resté quasiment stable (-0,2%). Les titres émis par les établissements bancaires se sont légèrement accrus (1,5%), alors que les titres émis par les deux autres catégories d'émetteurs se tassaient d'un peu plus de 2%.

En raison du changement de définition, les évolutions à un an d'écart doivent être analysées avec précaution. Toutefois, en dépit de ce changement, on note que le montant des titres émis par le secteur public a augmenté, passant de 45 501 millions d'euros en septembre 2011 à 51 040 millions d'euros en septembre 2012. En fait, si l'on neutralise l'impact du changement de définition, on constate que le montant des titres émis par le secteur public est en croissance depuis avril 2011 dans le portefeuille des OPC monétaires. Il est resté à un niveau élevé tout au long de l'année 2012, dépassant la plupart du temps les 50 milliards d'euros. Cette augmentation s'est faite principalement au détriment des titres émis par le secteur bancaire. La part dans le portefeuille des titres émis par les autres secteurs, quant à elle, est restée plutôt stable au cours des derniers mois.

Tableau 15:

**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>
	2011/09	2012/06	2012/09	2011/09 - 2012/09		2012/06 - 2012/09		2012/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Etablissements de crédit	113 652	91 168	92 557	-21 095	-18,6	1 389	1,5	52,4
Administrations publiques	46 501	51 201	51 040	4 539	9,8	- 161	-0,3	28,9
Autres secteurs	39 211	34 737	33 085	-6 126	-15,6	-1 652	-4,8	18,7
Total	199 364	177 106	176 682	-22 682	-11,4	- 424	-0,2	100,0

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

<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

Encadré 4 :

## INCIDENCES POTENTIELLES D'UNE ACCENTUATION DE LA CRISE SOUVERAINE SUR LA SOLIDITÉ FINANCIÈRE DES BANQUES ET DES FONDS D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS

Le présent contexte macroéconomique est pour le moins empreint d'incertitudes. Afin de mieux baliser ces dernières, la BCL a procédé à un « stress test » macro-prudentiel dont la pierre angulaire est une détérioration du risque souverain au sein de la zone euro. Les principales répercussions de cette dégradation de l'environnement macro-économique sur les performances des banques et des fonds sont ensuite identifiées, la période retenue étant de deux ans (2012-2014). L'analyse est conduite selon une approche « top-down ». Elle consiste en l'estimation des probabilités de défaut des contreparties des établissements bancaires et des fonds d'investissement en fonction de l'évolution des trajectoires de variables macro-économiques.

Les scénarii présentés dans le présent encadré ne peuvent être assimilés à des prévisions. Ils visent simplement à assurer une meilleure perception des risques auxquels le secteur financier en particulier et l'économie luxembourgeoise en général pourraient être confrontés dans la foulée d'une accentuation du risque souverain.

L'exercice repose sur nombre d'étapes, décrites ci-dessous.

## I. ETAPES PRÉLIMINAIRES : CHOIX DES PAYS, SCÉNARIIS MACRO-ÉCONOMIQUES, DÉCOTES ET PROBABILITÉS DE DÉFAUT

La première étape de l'analyse a consisté à opérer une sélection des pays. Il s'agit d'identifier les pays pertinents, qu'il convient d'analyser du point de vue du risque souverain, avec pour principale considération l'impact potentiel sur la place financière du Luxembourg compte tenu des portefeuilles de titres qu'elle gère. Il apparaît que dans un scénario de dégradation du risque souverain, seraient en ligne de mire les pays de la périphérie, à savoir l'Italie, l'Espagne, l'Irlande, le Portugal, la Grèce et Chypre. Sur base de l'expérience de la fin 2011, cette dégradation risque également d'affecter des pays du centre relativement vulnérables, à savoir l'Autriche, la Belgique et la France. Enfin, si plusieurs de ces pays devaient faire appel à la solidarité européenne, la contagion risquerait aussi de toucher le noyau dur des pays du centre et donc l'Allemagne, les Pays-Bas, la Finlande et le Luxembourg.

La seconde étape consiste à définir à partir d'une perspective « souveraine » des scénariis macroéconomiques pertinents. Les projections macroéconomiques de juin 2012 de l'Eurosystème constituent le point de départ de l'élaboration de ces scénariis. Le scénario de stress macro-prudentiel retenu comprend deux éléments additionnels par rapport aux projections de juin 2012. En premier lieu, il est supposé à titre exploratoire que la dégradation du risque souverain se traduirait par une hausse des taux obligataires égale à 200 points de base dans les pays de la périphérie. En second lieu, les pays sous tension sont censés réagir à cette hausse des taux en adoptant des mesures d'assainissement budgétaire supplémentaires. L'ampleur de ces mesures découlerait des écarts d'ajustement, définis comme l'écart existant entre d'une part les soldes budgétaires pays par pays contenus dans les projections budgétaires de l'Eurosystème et d'autre part les soldes budgétaires repris dans les programmes d'ajustement ou dans les programmes de stabilité respectifs.

Sur ce scénario de stress (scénario 1) se greffe une variante (le scénario 2), qui reflète une contagion du stress aux pays du centre. Cette contagion est définie comme la perte par les pays du centre du caractère refuge des obligations qu'ils émettent, ce qui signifie que les rendements sur ces obligations reviendraient aux taux connus avant la période de crise, soit ceux prévalant à la mi-2008. Ces chocs d'ajustement budgétaire et de taux d'intérêts aboutissent dès lors à des modifications du sentier d'expansion du PIB à concurrence de -0,8% pour les années 2013 et 2014 pour le scénario 1 et de respectivement -0,1, -1,0 et -1,0 pour les années 2012 à 2014 dans l'optique du scénario 2, le tout pour la zone Euro.

Les scénariis de risques macroéconomiques ont ensuite été traduits en décotes à appliquer aux portefeuilles de transaction des titres souverains. L'estimation des décotes est déterminée en fonction de la soutenabilité des finances publiques des contreparties souveraines. Sur la base des scénariis décrits ci-avant, la BCL a estimé les probabilités de défaut pour chaque composante sectorielle opérant dans les pays retenus (souverains, établissements de crédit, entreprises non-financières et ménages).

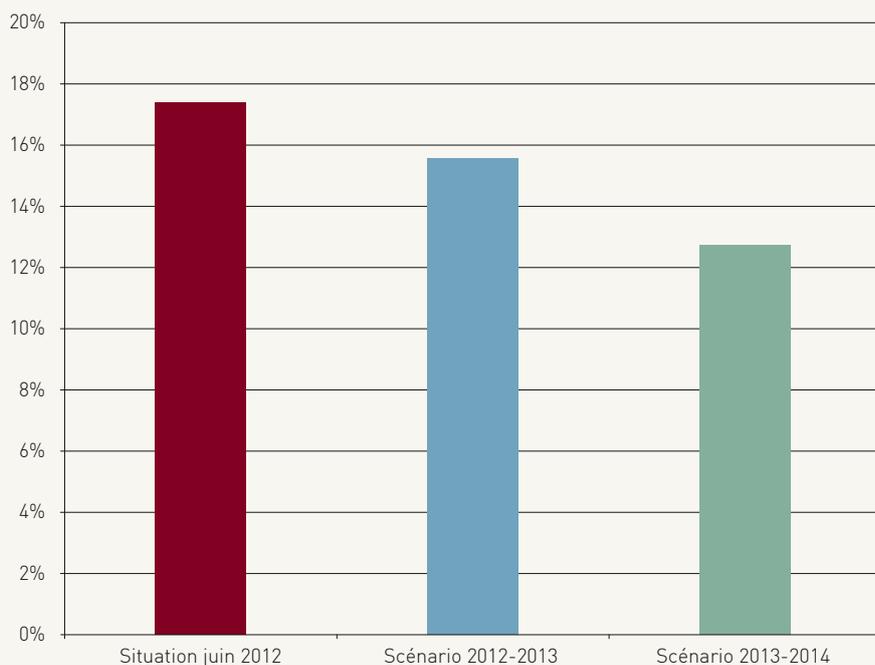
## II. ANALYSE DE L'IMPACT DU SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE SUR LA SOLIDITÉ DU SECTEUR BANCAIRE LUXEMBOURGEOIS

L'analyse d'impact sur le bilan des établissements de crédit luxembourgeois tient compte du risque de crédit, d'une part et du risque de marché d'autre part. Concernant le risque de crédit, les probabilités de défaut estimées sont appliquées aux contreparties des actifs détenus dans le portefeuille bancaire (*banking book*). Quant au risque de marché, les décotes estimées sont appliquées aux actifs détenus dans le portefeuille de transaction (*trading book*).

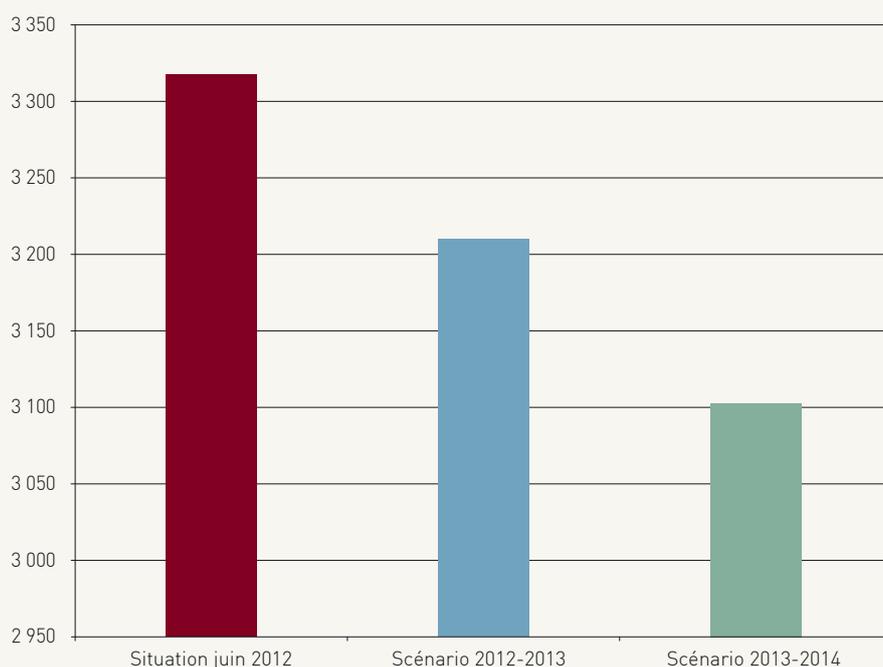
Par la suite, des simulations sont conduites afin de déterminer l'impact des évolutions des probabilités de défaut sur les capitaux durs des banques, en l'occurrence le capital Tier 1. Compte-tenu de l'hétérogénéité des situations des établissements de crédit, l'impact sur les ratios de fonds propres Tier 1 est mesuré à la fois pour les données agrégées et pour les banques individuelles.

## 1. Résultats de l'analyse d'impact au niveau agrégé

Graphique 1  
L'évolution du capital Tier 1 (en %): 2013-2014  
Ratio de capital Tier 1 (en %)



Graphique 2  
L'évolution des bénéfices après impôt: 2013-2014  
€ millions



Les résultats du scénario macro-économique (scénario 2) sur le niveau du capital Tier 1 agrégé sont illustrés par le graphique 1, qui repose sur le seul scénario 2 décrit ci-dessus. Il s'agit tout d'abord de la situation observée en juin 2012, selon laquelle le niveau du ratio du capital Tier 1 agrégé s'élevait à 17,39%. La dégradation de l'environnement économique en 2012q2-2013q2 se traduirait par une baisse du ratio de solvabilité agrégé de 1,83 point de pourcentage, soit un niveau de 15,56%. Enfin, la sévérité du scénario économique établi pour la période 2013q2-2014q2 affecterait considérablement le niveau des capitaux propres, dans la mesure où le niveau de ratio de capital Tier 1 agrégé n'atteindrait que 12,73%. Ces résultats reflètent l'importance de l'impact sur le bilan des banques des prévisions de croissance atones et de l'augmentation des risques de marché et de crédit qui en découlent.

Le graphique 2 illustre l'évolution des bénéfices moyens après impôts du secteur bancaire luxembourgeois. Les bénéfices sont estimés pour les deux périodes en se basant sur l'élasticité des profits par rapport à la croissance du PIB réel de la zone euro. Au

cours de la période 2012-2013, les bénéfices après impôts connaissent une baisse de 3,24% par rapport à la situation observée en juin 2012, passant de 3 317 millions d'euros à 3 210 millions d'euros. La période 2013-2014 est caractérisée par une diminution corrélative des bénéfices après impôts de 3,35% par rapport à la période 2012-2013, ces derniers s'établissant à 3 102 millions d'euros.

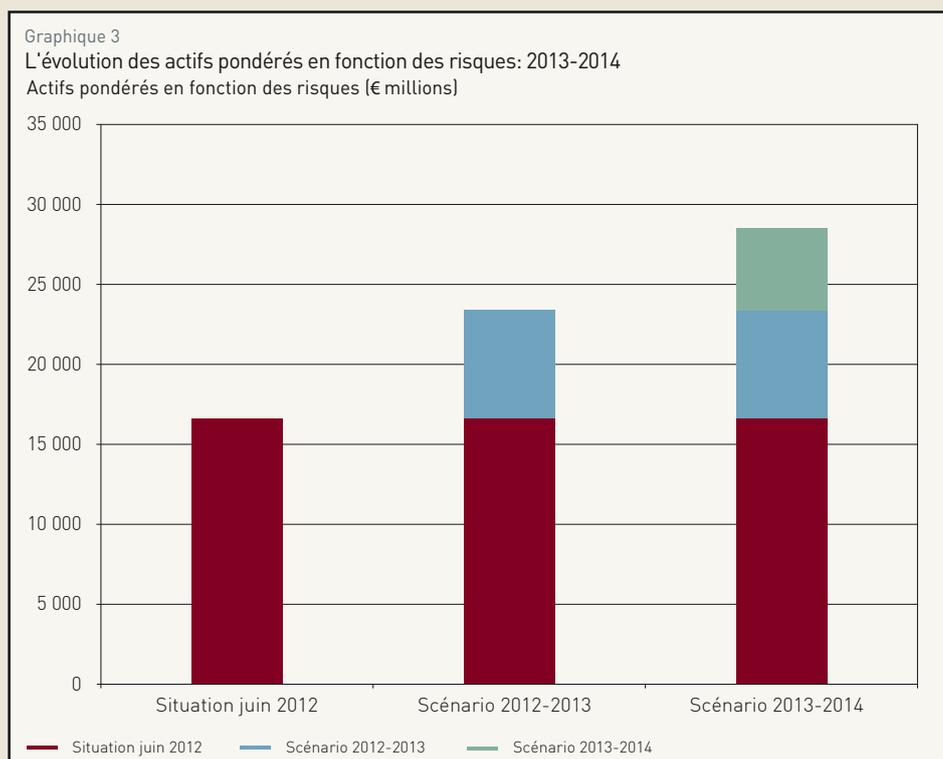
La diminution substantielle des bénéfices après impôts au cours des périodes 2012-2013 et 2013-2014 reflète la sévérité du scénario macro-économique adopté, mais aussi la sensibilité de la performance des banques luxembourgeoises à l'environnement économique de la zone euro.

L'impact sur les finances publiques luxembourgeoises de l'évolution des profits bancaires sous le scénario 2 n'est pas négligeable. En dépit du fait que l'analyse est restreinte à l'impôt sur les sociétés (à savoir l'impôt sur les collectivités, l'impôt de solidarité associé ainsi que l'impôt commercial communal), il apparaît que les finances publiques sont touchées de manière significative, à raison de 0,2% du PIB en cumulé sur les 2 années concernées.

Afin de visualiser l'impact de la dégradation de la situation économique sur la pondération des actifs en fonction du risque, le graphique ci-dessous illustre l'importance de l'évolution du risque due à la dégradation de la situation économique selon les scénarii macro-prudentiels. Au cours de la période 2012-2013, les actifs pondérés en fonction du risque connaissent une augmentation de 6 759 millions d'euros, soit une hausse de 40,53% par rapport au niveau observé en juin 2012. S'en suit, au cours de la période 2013-2014, une nouvelle augmentation de 5 154 millions d'euros, soit 21,99% par rapport à la période précédente.

Ces augmentations substantielles correspondent aux besoins additionnels de capitaux propres du secteur bancaire luxembourgeois afin de maintenir le ratio Tier 1 à son niveau de juin 2012. Ce sont ces augmentations du niveau total des actifs pondérés en fonction du risque, comparées à la progression des bénéfices des banques, qui déterminent l'évolution des niveaux agrégés du capital Tier 1. Plus précisément, si les bénéfices n'augmentent pas aussi vite ou plus vite que les montants additionnels d'actifs pondérés en fonction du risque requis, alors le ratio de capital Tier 1 connaîtra une baisse, reflétant l'accentuation des risques de marché et de crédit.

Pour conclure, l'impact des scénarii macro-économiques pour les périodes 2012-2013 et 2013-2014 entraîne une baisse des ratios de capital Tier 1 agrégés pour les banques luxembourgeoises. Néanmoins, le système bancaire luxembourgeois, dans son ensemble, dispose, avec un ratio moyen de 15,56% en 2012-2013 et de 12,73% en 2013-2014, d'une marge de solvabilité suffisante pour absorber les impacts négatifs des scénarii économiques pour ces périodes.



## 2. Résultats de l'analyse d'impact au niveau des banques individuelles

Une méthodologie similaire à celle utilisée pour l'analyse agrégée est appliquée aux bilans des banques individuelles afin d'évaluer l'impact des scénarii économiques (scénario 2) sur le niveau de capital Tier 1 de chaque banque.

Afin d'évaluer le plus fidèlement possible l'impact des scénarii adoptés sur les ratios Tier 1 des banques, il y a lieu d'estimer en premier lieu les bénéfices des banques pour chaque période sur une base individuelle. En se basant sur des données trimestrielles, les bénéfices moyens après impôts pour chaque banque de l'échantillon ont été calculés en utilisant des données prudentielles sur la période 1994-Q1 à 2012-Q2. Les bénéfices annualisés pour chaque banque ont ensuite été estimés sur un horizon de 2 ans (2012 à 2014) selon une méthode similaire à celle employée pour l'analyse agrégée (c'est-à-dire en utilisant l'élasticité des profits par rapport à la croissance du PIB réel de la zone euro). Le tableau ci-dessous présente quelques propriétés statistiques des montants des bénéfices annualisés pour chaque période et le graphique suivant permet de visualiser l'évolution de la dispersion des bénéfices après impôts des banques retenues dans l'échantillon.

Les chiffres obtenus indiquent clairement que la médiane ainsi que le maximum des bénéfices après impôts connaissent deux baisses consécutives durant les périodes 2012-2013 et 2013-2014. Par ailleurs, il est intéressant de noter que le graphique ci-dessous présente une dispersion importante des bénéfices des banques individuelles, reflétant l'hétérogénéité des situations des banques individuelles. Néanmoins, il y a lieu de signaler que maintenir constante l'élasticité des bénéfices au PIB peut introduire un biais dans la mesure où la sensibilité de chaque banque aux conditions macroéconomiques peut être dictée par leur propre modèle d'affaires.

Tableau 1 :

### Données utilisées pour la construction du graphique sur l'évolution de la dispersion des bénéfices après impôts

	Situation juin 2012	Scénario 2012-2013	Scénario 2013-2014
Premier quartile	2,24	2,16	2,09
Minimum	-2,40	-2,32	-2,25
Médiane	7,46	7,22	6,98
Maximum	121,71	117,77	113,82
Troisième quartile	19,13	18,51	17,89

Le tableau suivant présente quelques propriétés statistiques des ratios de capital Tier 1 pour chaque période et le graphique qui l'accompagne fournit une description des résultats du scénario macro-économique adopté sur l'évolution de la dispersion du capital Tier 1 des banques individuelles retenues dans l'échantillon. Les résultats révèlent une baisse significative des valeurs médianes du capital Tier 1 au cours des différentes périodes puisque celles-ci chutent à 13,43% pour 2012-2013 et à 12,30% pour 2013-2014. Ce constat se retrouve également au niveau des valeurs maximales et minimales qui accusent une baisse importante au cours des deux pé-

riodes. Plus précisément, les valeurs minimales sont de 5,14% pour 2012-2013 et de 3,87% pour 2013-2014, ce qui demeure en-dessous du seuil minimum de 6% adopté par l'EBA lors des tests d'endurance européens de 2011. Pour la période 2013-2014, cinq banques présentent un ratio de capital Tier 1 en dessous du seuil de 6%.

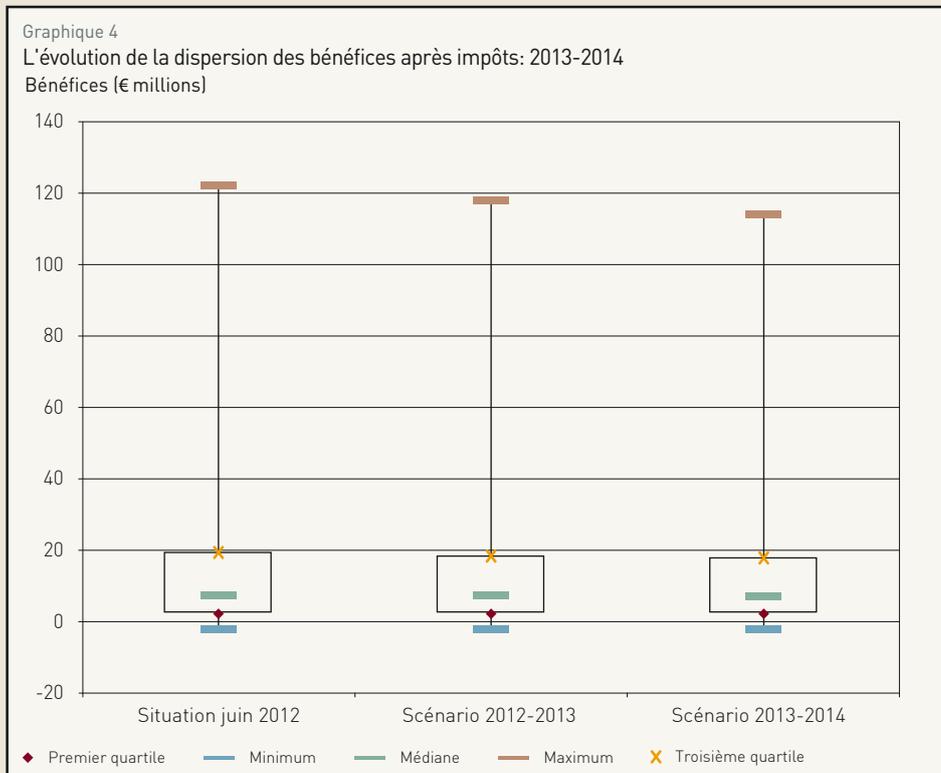
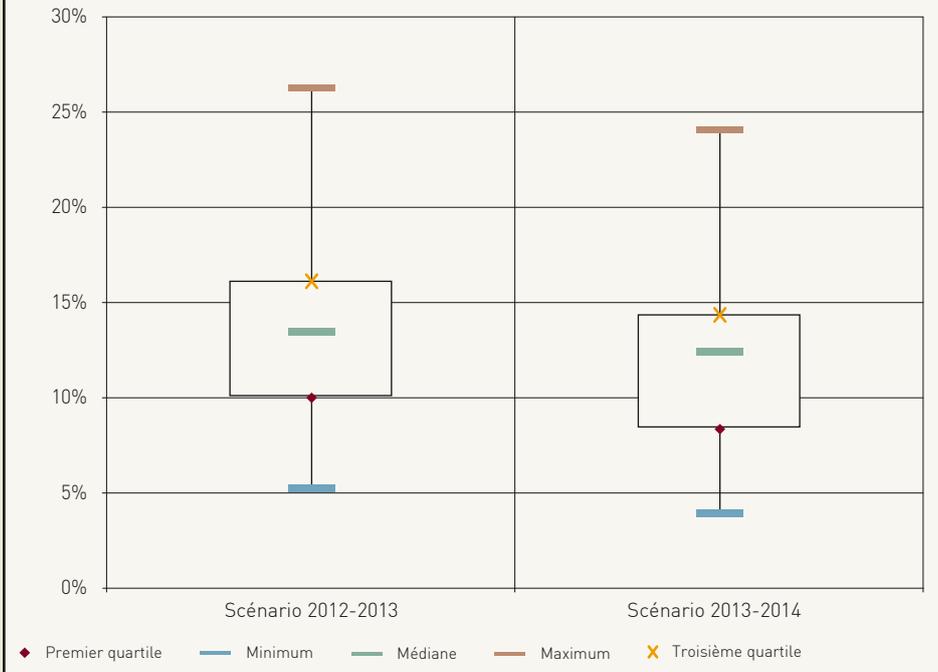


Tableau 2:

**Données utilisées pour la construction du graphique sur l'évolution de la dispersion du capital Tier 1**

	Scénario 2012-2013	Scénario 2013-2014
Premier quartile	10,05%	8,35%
Minimum	5,14%	3,87%
Médiane	13,43%	12,30%
Maximum	26,26%	23,99%
Troisième quartile	16,17%	14,30%

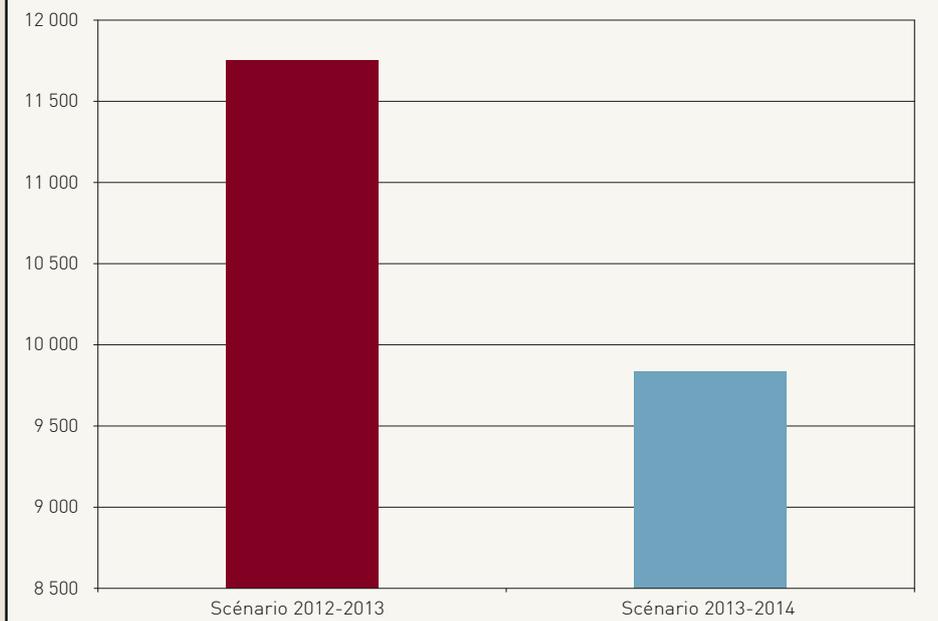
Graphique 5  
L'évolution de la dispersion du capital Tier 1 (en %): 2013-2014  
CET1 Ratio, in %



Pour conclure, les résultats de l'analyse d'impact des scénarii macro-économiques sur le bilan des banques individuelles démontrent l'hétérogénéité du secteur bancaire luxembourgeois. Alors que les banques les plus importantes semblent davantage résister aux évolutions de l'environnement macro-économique au cours des deux prochaines années, malgré une baisse substantielle de leurs ratios de capital Tier 1, quelques établissements de crédit établis au Luxembourg de taille plus modeste apparaissent plus vulnérables et nécessitent une attention particulière de la part des autorités de supervision.

### III. ANALYSE DE L'IMPACT DES SCÉNARII MACRO-ÉCONOMIQUES SUR LA SOLIDITÉ DES FONDS D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS

Graphique 6  
Evolution des fonds d'investissement: pertes attendues supplémentaires 2013-2014  
Pertes attendues supplémentaires (en millions d'euros)



Bien que le calcul de la juste valeur (valeur de marché) soit la pratique la plus courante pour l'évaluation des fonds d'investissement, ce sont les pertes potentielles dues à la variation des prix du marché qui devront être supportées par les investisseurs. Par conséquent, le principal risque pour les fonds d'investissement semble être davantage lié à leurs contreparties (c'est-à-dire au risque de défaut des émetteurs d'actions, d'obligations ou d'autres instruments financiers). Ainsi, la méthode adoptée

pour l'analyse de l'impact des scénarii macro-économiques (scénario 2) sur la solidité des fonds d'investissement luxembourgeois ne tient pas compte de décotes potentielles appliquées au portefeuille de négociation mais uniquement du risque de crédit (probabilités de défaut) dans leurs portefeuilles. Le graphique 6 présente les résultats de l'analyse d'impact sur le niveau des pertes attendues additionnelles des fonds d'investissement luxembourgeois.

Les pertes attendues pour les fonds d'investissement luxembourgeois au cours de la période 2012-2013 s'élèvent à 11 753 millions d'euros tandis que la période 2013-2014 est caractérisée par des pertes attendues de 9 828 millions d'euros. Par conséquent, les pertes totales au cours des deux périodes atteignent 21 581 millions d'euros pour le secteur des fonds d'investissement au Luxembourg.

Les lignes qui précèdent ont permis de décrire schématiquement le cheminement au Luxembourg d'une accentuation de la crise souveraine. Les impacts corrélatifs sur les banques, les fonds d'investissement ou sur les finances publiques paraissent significatifs en dépit de l'incertitude sous-jacente aux stress-tests, ces derniers négligeant certaines boucles de rétroaction (par exemple l'incidence du déficit budgétaire accru sur l'effort de consolidation du gouvernement, ensuite l'impact de cette consolidation additionnelle sur la croissance du PIB et partant sur la place financière). Il s'agit néanmoins d'une étape importante dans la construction de scénarios économiques intégrés, associant étroitement les évolutions macroéconomiques et des considérations de stabilité financière.

#### 1.2.3.4.4 Commerce et autres services non financiers

En 2011, le commerce dans son ensemble est apparu fort dynamique. Au niveau sectoriel, la croissance de l'activité des grossistes a quelque peu ralenti, 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<sup>33</sup>, les évolutions ont également été favorables sur l'ensemble de l'année 2011. Enfin, le secteur hôtel-restauration a aussi affiché des résultats en nette progression.

Au premier trimestre 2012, le chiffre d'affaires (CA) dans le commerce de gros a enregistré une chute vertigineuse (voir tableau), tandis que le commerce de détail faisait preuve d'une résistance certaine. Au niveau des services, il est apparu que la croissance des CAs dans l'hôtellerie-restauration et le transport par eau conservait un certain dynamisme au début de l'année 2012. Les CAs dans les transports aérien et terrestre et les services auxiliaires des transports ont au contraire évolué négativement au premier trimestre 2012.

Les statistiques du second trimestre 2012 ont indiqué des évolutions contrastées suivant les secteurs, mais globalement en ligne avec ce qui était déjà observé au premier trimestre. La relative bonne résistance du commerce de détail s'est poursuivie au second trimestre 2012. Néanmoins, il convient de souligner qu'une fois de plus, le commerce électronique et la vente de carburants en magasins spécialisés se sont avérés être les principaux moteurs du commerce de détail dans son ensemble. Les chiffres d'affaires dans le commerce de gros et le commerce et la réparation automobile ont pour leur part enregistré un recul pour le deuxième trimestre consécutif. Un même constat s'impose pour les entreprises du secteur du transport aérien et des services auxiliaires des transports. En outre, le transport par eau a accusé une forte diminution au deuxième trimestre de 2012.

Les données provisoires indiquent que la baisse du CA dans le commerce de gros s'est poursuivie en juillet et août 2012, tandis que le commerce de détail continuait d'être soutenu par la VPC et les ventes

<sup>33</sup> Le secteur des services auxiliaires des transports comprend (outre les services auxiliaires des transports terrestres, services auxiliaires des transports par eau, services auxiliaires des transports aériens et autres services auxiliaires des transports) la manutention, l'entreposage et le stockage.

de carburants en magasins spécialisés sur la même période. Le chiffre d'affaires dans le transport aérien a légèrement progressé en août, tandis que de très fortes baisses ont été enregistrées dans les transports par eau, terrestre et les services auxiliaires des transports.

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. Avec 49 881 nouvelles immatriculations automobiles, le marché de l'automobile du Luxembourg a enregistré en 2011 sa quatrième meilleure performance depuis 1981, se rapprochant ainsi des sommets atteints avant la crise financière.

Depuis, les immatriculations automobiles ont en moyenne peu évolué. Les données disponibles pour les dix premiers mois de l'année 2012 indiquent en effet que les immatriculations automobiles se situaient fin octobre 2012 à un niveau quasi-identique à celui qui était observé un an plus tôt, en dépit du fléchissement observé au troisième trimestre 2012. Ce résultat apparaît plus favorable que la baisse observée dans l'Union européenne sur la même période (-7,3%) ou chez nos principaux partenaires économiques (-13,3% en France, -11,3% en Belgique et -1,6% en Allemagne sur la même période).

Tableau 16:

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

	2010	2011	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1	2012-T2	2012-T3
Immatriculations de voitures	4,8	0,3	0,0	-6,7	7,2	5,0	0,7	-0,2	-5,3
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	4,4	7,7	11,0	2,2	10,4	8,7	-3,9	-6,3	-
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	26,3	12,7	25,8	8,4	8,2	10,0	-9,8	-11,4	-
Commerce de détail	12,7	14,7	16,2	14,7	13,0	15,1	12,6	10,2	-
Commerce de détail (corrigé de l'effet VPC <sup>1)</sup> et VCMS <sup>2)</sup>	3,2	4,3	4,5	5,2	2,8	4,5	4,3	1,0	-
Hôtels et restaurants	2,4	4,4	5,3	5,7	3,3	3,5	3,2	0,6	-
Transport aérien	22,8	8,9	19,9	5,2	7,6	5,3	-3,8	-3,3	-
Transport par eau	15,4	8,6	-11,9	2,4	28,7	17,5	16,3	-25,9	-
Transport terrestre	3,6	5,2	4,0	7,1	10,1	0,1	-2,0	0,3	-
Services auxiliaires des transports	17,6	10,7	15,3	8,0	15,9	4,7	-3,8	-10,7	-

<sup>1)</sup> VPC : ventes par correspondance

<sup>2)</sup> VCMS : ventes de carburants en magasins spécialisés

\* En valeur.

Source : Statec

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

L'indicateur de confiance des consommateurs au Luxembourg est orienté à la baisse depuis la mi-2011. La plus récente enquête disponible date du mois de novembre 2012. Elle indique que l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg après correction des variations saisonnières a nettement reculé en octobre, avant de se redresser quelque peu en novembre 2012.

Toutes les composantes de l'indicateur de confiance se sont redressées en novembre, à l'exception des anticipations des ménages concernant leurs capacités d'épargner qui se sont dégradées. Les anticipations des ménages concernant la situation économique générale au Luxembourg et leur situation financière ont marginalement progressé ce mois-ci, tandis que celles relatives au chômage enregistraient une amélioration plus conséquente.

La tonalité des dernières enquêtes auprès des consommateurs reste globalement très négative, et ce malgré le petit sursaut enregistré par la confiance des consommateurs en novembre dernier. En effet, l'indicateur de confiance des consommateurs atteignait en octobre 2012 son niveau le plus faible depuis juin 2009 – avant de se redresser quelque peu le mois suivant –. La composante relative à la situation financière des ménages atteignait de son côté son minimum historique en octobre 2012 – avant de se redresser quelque peu en novembre. Enfin, la composante relative à la situation économique au Luxembourg se situe en novembre 2012 au niveau qui était observé en octobre 2008, soit peu après la faillite de Lehman Brother. Toutes ces évolutions sont d'autant plus inquiétantes qu'elles viennent noircir les échos peu reluisants qui sont perceptibles tant au niveau des ventes de détail (hors commerce électronique et ventes de carburants) que du commerce et de la réparation automobile. Elles pourraient préfigurer d'un changement dans le comportement de consommation des ménages du Luxembourg.

Notons qu'au niveau de la zone euro, la confiance des consommateurs est aussi en berne. Elle se situe en dessous de sa moyenne historique depuis août 2011 – contre septembre 2011 pour le Luxembourg.

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

Tableau 17:

**Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes**

		Indicateur de confiance des consommateurs	Anticipations sur les douze prochains mois			
			Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2010	novembre	6	0	22	0	44
	décembre	2	-5	28	-6	45
2011	janvier	5	-3	26	-4	54
	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
	mars	-4	-21	42	-2	48
	avril	-6	-24	39	-1	42
	mai	-8	-24	46	-8	45
	juin	-8	-21	48	-4	42
	juillet	-4	-19	44	0	48
	août	-9	-26	51	-3	46
	septembre	-9	-26	47	-7	43
	octobre	-15	-38	58	-11	48
	novembre	-13	-37	49	-8	42

Source: BCL

Note: Les soldes relatifs à la situation économique générale, à la situation financière et à la capacité d'épargner des ménages représentent l'écart entre les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une amélioration et les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une détérioration sur les douze prochains mois. En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation témoigne au contraire d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable des attentes.

L'indicateur de confiance des consommateurs résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes: situation économique générale au Luxembourg, chômage au Luxembourg (signe inversé), situation financière des ménages et capacité d'épargner des ménages.

## 1.2.5 La croissance économique

### Comptes annuels

La dernière version des comptes nationaux annuels publiée en octobre 2012 comporte des révisions sensibles par rapport à la version précédente.

Ainsi, il apparaît à présent que l'évolution du PIB a été négative en 2008, à hauteur de -0,7%, alors que la version précédente des comptes nationaux faisait ressortir une croissance positive de l'ordre de 0,8%. D'un autre côté, la contraction de l'activité en 2009 est moins sévère qu'estimé précédemment (-4,1% contre -5,3% dans la version précédente), tandis que la croissance du PIB en 2010 et 2011 a été revue légèrement à la hausse (2,9% au lieu de 2,7% en 2010 et 1,7% au lieu de 1,6% en 2011).

En 2011, la décomposition de la croissance selon l'approche « dépenses » fait apparaître que l'ensemble des composantes de la demande ont évolué favorablement, avec une progression particulièrement soutenue de la formation brute de capital fixe (+10,2%) et une performance honorable des exportations (+5,5%). Néanmoins, les exportations nettes apportent une contribution négative à la croissance du PIB en raison d'une progression plus vive des importations (+8,6%).

Tableau 18:

#### Croissance annuelle du PIB réel et des composantes de la demande

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Consommation privée	3,3	3,3	-0,3	-2,0	2,2	2,0
Consommation publique	1,6	2,8	1,5	4,5	3,0	1,5
Formation brute de capital fixe	4,1	18,4	2,0	-15,5	6,8	10,2
Exportations	12,9	9,0	4,4	-10,9	7,7	5,5
Importations	12,8	9,3	6,1	-14,1	12,1	8,6
Exportations nettes	13,6	7,7	-4,6	7,1	-12,6	-12,5
<b>PIB réel</b>	<b>4,9</b>	<b>6,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>2,9</b>	<b>1,7</b>
Emploi salarié	3,9	4,7	5,0	1,0	1,8	2,9
Emploi total	3,6	4,5	5,0	1,1	1,8	2,9
Rémunération moyenne par salarié	2,6	3,7	3,4	1,9	2,7	2,0
Productivité du travail	1,3	2,0	-5,5	-5,1	1,1	-1,2
Coût unitaire du travail	1,3	1,6	9,4	7,3	1,6	3,3

Le coût salarial moyen a progressé de 2,0% en 2011, en nette décélération par rapport à l'année précédente. Dans le même temps, la productivité du travail a baissé de 1,2% si bien qu'au final, la croissance du coût salarial unitaire a rebondi à 3,3%.

D'un point de vue sectoriel, la progression de l'activité a été vive dans le secteur commercial au sens large (4,5%), a été nulle dans les services financiers et sensiblement négative dans la construction (-1,8%). Dans l'industrie, la révision des données fait apparaître une progression de l'activité beaucoup plus faible que ce qui ressortait de la version précédente des comptes (+0,9% contre +6,3% précédemment).

Tableau 19 :

**Croissance annuelle de la valeur ajoutée par branche économique**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Agriculture, chasse et pêche	-7,2	-10,2	-12,0	19,7	-0,1	-6,1
Industrie y compris énergie	-3,6	10,2	-20,3	-19,7	4,9	0,9
Construction	4,7	4,4	-4,6	-0,9	3,2	-1,8
Commerce, transports et communications	2,2	5,0	-1,0	-4,5	6,3	4,5
Services financiers	10,4	8,4	2,5	-3,8	1,4	0,0
Services immobiliers, de location et aux entreprises	1,7	2,9	0,6	1,8	3,0	1,3
<b>Autres activités de services</b>	<b>5,4</b>	<b>6,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>3,0</b>	<b>1,2</b>

Source : Statec, calculs BCL (aux erreurs d'arrondi près)

**Comptes trimestriels**

La nouvelle version des comptes nationaux trimestriels a également donné lieu à une importante révision du profil de croissance du PIB. La modification la plus conséquente concerne le premier trimestre de 2012. Il ressort en effet que l'activité a évolué sur base trimestrielle à un rythme faiblement positif (+0,1%) alors que la précédente version des comptes indiquait que l'activité économique s'était contractée de 1,5%. D'un autre côté, il apparaît à présent que le PIB se serait contracté au dernier trimestre de 2011 de 0,4%, alors que la précédente estimation des comptes renseignait une progression de 0,1%.

Par ailleurs, au deuxième trimestre de 2012, l'évolution du PIB en volume a été de 0,4% par rapport au trimestre précédent et de 0,8% par rapport au trimestre correspondant de l'année 2011. L'acquis de croissance pour l'année 2012 qui découle des données disponibles jusqu'à la fin du deuxième trimestre est à présent de +0,4%.

En rythme trimestriel, la consommation des ménages, les exportations et surtout la formation brute de capital fixe se sont franchement repliées au cours de ce deuxième trimestre (respectivement -0,7%, -0,9% et -10%), tandis que la consommation publique a poursuivi sa progression (+0,9%). Sur une base annuelle, les dépenses de consommation des ménages progressent de 1,5%, celles des administrations publiques de 3,7% et la formation brute de capital fixe de 5,9%, tandis que les exportations et les importations ont diminué sensiblement (de respectivement 4,7% et 4%).

Tableau 20 :

**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			
	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012
Consommation privée	0,7	0,7	0,8	-0,7	2,7	2,4	4,6	1,5
Consommation publique	0,7	1,0	1,1	0,9	1,5	2,3	3,8	3,7
Formation brute de capital fixe	17,4	-8,1	9,1	-10,0	34,3	27,6	11,6	5,9
Exportations	0,3	-0,9	-3,2	-0,9	5,1	4,7	-3,1	-4,7
Importations	2,2	-1,8	-3,2	-1,2	11,7	5,8	-1,9	-4,0
<b>PIB réel</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>
Emploi salarié	0,6	0,6	0,5	0,4	3,0	3,0	2,8	2,2
Emploi total	0,6	0,6	0,5	0,4	3,0	2,9	2,7	2,1
Rémunération moyenne par salarié	0,5	1,4	-0,1	0,1	1,0	1,6	1,4	1,7
Productivité du travail	0,2	-1,0	-0,5	0,0	-1,6	-2,7	-2,5	-1,3
Coût unitaire du travail	0,3	2,4	0,3	0,1	2,7	4,4	4,0	3,0

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

Source : Statec, calculs BCL (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel, on note une contraction de l'activité sur base trimestrielle dans le secteur agricole, l'industrie, la construction et le secteur commercial au sens large (avec respectivement -4,2%, -2,6%, -1,2% et -1,9%), tandis que la croissance a été positive et particulièrement vive dans les services financiers (+2,8%). En rythme annuel, l'activité économique est en repli dans tous les secteurs hormis dans la branche « services immobiliers, de location et aux entreprises » ainsi que dans la branche « autres activités de services ».

Tableau 21 :

**Croissance de la valeur ajoutée par branche économique**

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012
Agriculture, chasse et pêche	-4,0	0,0	0,0	-4,2	-11,1	-7,7	-11,1	-8,0
Industrie y compris énergie	-0,2	-4,1	-0,4	-2,6	0,0	-2,0	-7,2	-7,2
Construction	-1,9	0,2	0,0	-1,2	-5,4	-1,4	-4,3	-2,8
Commerce, transports et communications	0,4	1,3	-1,1	-1,9	4,6	3,3	3,0	-1,4
Services financiers	-1,5	-3,9	0,8	2,8	-4,4	-9,0	-7,0	-1,9
Services immobiliers, de location et aux entreprises	1,7	1,2	2,6	0,3	6,6	3,8	6,6	5,9
Autres activités de services	0,6	1,2	0,9	0,8	1,2	1,6	3,7	3,6

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Signalons encore que la dynamique de l'emploi a commencé à s'essouffler au cours de ce deuxième trimestre, la croissance sur base annuelle s'établissant à présent à 2,1% (contre 2,7% au trimestre précédent).

### 1.2.6 Les projections macroéconomiques de décembre 2012

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2012<sup>34</sup> et ont été élaborées dans un contexte peu favorable. La situation conjoncturelle domestique paraissait alors fort mitigée et le contexte européen n'était guère favorable, avec l'intensification de la crise financière et des risques d'une sortie de la Grèce de la zone euro. Le climat conjoncturel commençait à pâtir de l'intensification des tensions sur certains marchés de la dette souveraine. Pour le Luxembourg, une décélération du PIB réel de 1,6% en 2011 à 1,0% en 2012 avec une reprise à 2,4% en 2013 étaient escomptées par la BCL. Le scénario se basait sur une reprise fort graduelle à partir du premier trimestre 2012, en partie soutenue par les mesures d'approvisionnement en liquidités décidées en décembre 2011 par l'Eurosystème et susceptibles de rétablir une certaine accalmie sur les marchés financiers. Il était néanmoins admis que la dynamique de croissance à moyen terme resterait en deçà de sa moyenne historique, sur fond d'ajustements futurs du secteur financier, ces ajustements pouvant affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg. De nombreux risques, dont certains potentiellement virulents, entouraient aussi ce scénario et ils faisaient tous pencher la balance des risques vers le bas. La consolidation budgétaire constituait le risque domestique le plus important, mais son impact potentiel était encore largement dominé par les effets d'une nouvelle aggravation de la crise financière dans la zone euro ou de la consolidation budgétaire aux niveaux européen et international.

#### Evolutions récentes

Depuis cet exercice de juin 2012, le contexte européen s'est sérieusement dégradé. Les problèmes macro-économiques dans de nombreux pays de la zone euro associés à l'incertitude politique ont plongé la zone euro dans la récession. Au niveau national, les bouleversements étaient moins spectaculaires. Les comptes nationaux annuels publiés en octobre 2012 ont confirmé les estimations antérieures, le STATEC estimant la croissance économique en 2011 à 1,7%. En 2012, la dynamique

34 Voir BCL, Bulletin 2012/2, pp.61-69.

trimestrielle issue des comptes nationaux trimestriels n'a pas été si défavorable, avec une stabilisation de l'activité au premier trimestre suivie d'une légère progression au second. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2012 tel qu'il est enregistré à la fin du deuxième trimestre 2012, donc sur la base des seuls comptes nationaux, se chiffre à 0,4%. A l'issue du deuxième trimestre 2011, le PIB réel n'aurait cependant pas encore dépassé son niveau d'avant la crise<sup>35</sup>.

Selon les indicateurs à court terme, il se pourrait que l'activité économique au Luxembourg ne se soit pas repliée au troisième trimestre de l'année 2012. La production industrielle a vraisemblablement stagné, certes à un niveau de 20% inférieur aux sommets d'avant la crise. Mais la création d'emplois dans l'économie totale s'est poursuivie et cela dans tous les secteurs hormis la manufacture. Ceci semble témoigner d'une certaine résilience de l'activité économique, bien qu'elle ne soit pas nécessairement recensée dans des enquêtes d'activité auprès des entreprises. Le secteur financier résiste aussi plutôt bien aux mauvaises nouvelles qui sont devenues récurrentes avec la crise financière. Les annonces déterminées de la Banque centrale européenne - d'abord par son Président, puis par de nouvelles mesures non conventionnelles comme le programme d'Opérations Monétaires sur Titres - ont permis un retour graduel de la confiance sur les marchés financiers. Les taux obligataires se sont détendus et les marchés boursiers se sont redressés de plus de 17% entre juin et septembre. Du coup, la VNI des OPC au Luxembourg s'est aussi accélérée, de presque 4% au troisième trimestre et les revenus sur commissions des banques s'affichent également en hausse.

En ce qui concerne le quatrième trimestre, la situation n'a pas fondamentalement changé par rapport au trimestre précédent. L'arrêt de la production dans plusieurs branches de l'industrie se pérennise et les demandes de chômage partiel ont à nouveau progressé. Ce sont des symptômes de la fragilité du climat conjoncturel national et conjointement avec le repli attendu de l'activité dans la zone euro, ils présagent un recul de la production industrielle. La hausse des marchés financiers s'est tempérée depuis septembre, mais il est probable que la VNI augmente également au quatrième trimestre 2012, portant la progression annuelle moyenne à plus de 5% en 2012, ce qui serait proche de la hausse observée en 2011.

Sur base de ce scénario, l'activité économique au Luxembourg n'aurait que faiblement progressé depuis le début de l'année 2011. Une récession technique - deux trimestres consécutifs de baisse trimestrielle de l'activité économique - a peut-être été évitée de justesse. Ceci ne constitue toutefois qu'une mince consolation étant donné que le défaut de croissance par rapport à la croissance historique s'agrandit progressivement. Dans une optique plus lointaine, un optimisme exagéré serait déplacé eu égard aux problèmes structurels qui pèseront inévitablement sur la conjoncture. Au niveau européen, la crise financière semble loin d'être résolue. De nouvelles turbulences sur les marchés financiers porteraient préjudice à l'activité domestique, directement via leur impact sur le secteur financier et indirectement via les effets d'entraînement sur le secteur non-financier. Au niveau national, le manque de croissance s'est soldé par une sous-utilisation flagrante du facteur travail, avec un taux de chômage qui avoisine désormais les 9% si on ajoute à la mesure stricte du chômage également les mesures pour l'emploi et le chômage partiel effectivement utilisés. La persistance d'une telle situation risque de se muter en chômage structurel, qui affectera durablement la croissance potentielle. L'assainissement graduel des finances publiques a été entamé. A court terme, cette politique entrave inévitablement la demande et donc la croissance. A moyen terme, elle solidifie toutefois la résilience de l'économie aux chocs cycliques par la reconstitution des marges de manœuvre budgétaires.

### Hypothèses techniques

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont notamment dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de

35 Le PIB nominal aurait toutefois déjà dépassé son sommet d'avant la récession vers la mi-2010.



la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs.

En ce qui concerne les taux d'intérêt à court terme, le taux Euribor à 3 mois est supposé poursuivre sa baisse, amorcée au quatrième trimestre 2011, jusqu'au début de l'année 2013 avant de remonter graduellement jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Sur l'ensemble de l'année 2012, il s'établirait à 0,6% avant d'atteindre 0,2% en moyenne en 2013 et 0,3% en moyenne en 2014. Les taux longs, qui apparaissent orientés à la baisse depuis le début de l'année 2011, devraient atteindre un creux en fin de l'année 2012 pour remonter graduellement par la suite. En moyenne annuelle, ils s'établiraient à 1,8% en 2012 et 2013 et atteindraient 2,2% en 2014. Au total, on observerait une accentuation de la pente de la courbe des taux sur l'horizon de projection. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, reculeraient en moyenne de 7% en 2012, avant de se redresser en 2013 (+2%) puis de diminuer à nouveau en 2014 (-3%). Par rapport à juin dernier, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été révisées à la hausse de l'ordre de 4% en 2012 et d'un peu plus de 10% en 2013 et 2014. Depuis la mi-2011, l'euro s'est déprécié de plus de 11% par rapport au dollar, pour se situer aux environs de 1,28\$/€ à la mi-novembre. Par rapport à juin dernier, le taux de change euro/dollar a été révisé à la baisse de l'ordre de 1,5% sur l'ensemble de l'horizon de 2012-2014. Enfin, le prix du pétrole a progressé de 96\$/bl en juin dernier à environ 108\$/bl en novembre 2012. Selon les marchés des « futures », le prix du pétrole s'établirait à 112\$/bl en 2012, avant de revenir à 105\$/bl en 2013 et à 100\$/bl en 2014. Par rapport à l'exercice de juin 2012, les prix du pétrole reculeraient de 2 à 3% sur l'horizon de projection. En tenant compte de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros sont revues à la baisse, à concurrence de 1,1% en 2012, 1,3% en 2013 et 0,4% en 2014.

Par rapport à l'exercice précédent, l'ensemble des révisions sur les hypothèses techniques sont favorables et plaideraient, toutes autres choses égales par ailleurs, pour un scénario de croissance plus porteur pour l'économie luxembourgeoise. L'environnement international annihile cependant toute possibilité de révision à la hausse des perspectives de croissance au Luxembourg, comme on va le voir dans le paragraphe suivant. Une dégradation majeure de la conjoncture en Europe est d'ailleurs survenue depuis l'été 2012. Elle a exercé un fort impact à la baisse sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale.

#### Environnement international

La reprise économique mondiale demeure fragile, comme en témoigne le ralentissement de la croissance du PIB mondial au deuxième trimestre de l'année 2012. Les statistiques disponibles depuis le début de l'été indiquent par ailleurs que la croissance de l'activité et du commerce mondial se serait modérée au troisième trimestre de l'année. De fait, il est quasiment acquis que la croissance de l'activité mondiale devrait s'infléchir en 2012. A moyen terme, les perspectives de croissance mondiale restent contenues et devraient continuer à être marquées par de fortes disparités régionales. Les pays émergents devraient fortement contribuer à la croissance mondiale sur l'horizon de prévision même s'ils devraient afficher des taux de croissance nettement moins élevés que ceux observés avant la dernière crise. Dans les pays développés, les restrictions associées aux besoins de restructurations des bilans des secteurs public et privé devraient continuer à brider la croissance.

Les scénarii de la Commission européenne et du FMI ont ainsi été ajustés à la baisse par rapport à juin dernier. Ces deux institutions envisagent ainsi des croissances du PIB mondial en 2013 à peine supérieures à leur prévision respective pour 2012 (voir tableau). Pour la zone euro, elles s'accordent à prévoir une très faible reprise de la croissance du PIB en 2013, après une récession en 2012. Le scénario de

L'Eurosystème est quant à lui nettement moins favorables, puisque le PIB de la zone euro s'infléchirait en 2013 pour la deuxième année consécutive (avant de se redresser en 2014).

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations de ses partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Après n'avoir que marginalement progressé en 2012, la croissance de la demande internationale adressée au Luxembourg devrait s'accélérer en 2013 et de manière plus marquée en 2014. Ces évolutions seraient le reflet de celles se rapportant au commerce mondial sur la période considérée.

Tableau 22 :

**Projections des institutions internationales et hypothèses techniques**(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)<sup>1)</sup>

	2011	2012	2013	2014
Commerce mondial (CE)	7,7 [0,9]	3,5 [-0,6]	4,3 [-1,4]	5,9
PIB mondial (FMI)	3,8 [-0,1]	3,3 [-0,2]	3,6 [-0,5]	-
PIB mondial (CE)	3,8 [0,1]	3,1 [-0,2]	3,3 [-0,4]	3,9
PIB zone euro (FMI)	1,4	-0,4 [-0,1]	0,2 [-0,7]	-
PIB zone euro (CE)	1,4 [-0,1]	-0,4 [-0,1]	0,1 [-0,9]	1,4
PIB zone euro (Eurosystème)	1,5	-0,6 / -0,4 [-0,4]	-0,9 / +0,3 [-1,3]	0,2 / 2,2 [-]
Demande internationale adressée au Luxembourg	4,9 [0,2]	0,5 [-1,2]	1,8 [-3,1]	5,1 [-0,5]
Prix du pétrole en \$/bl <sup>2)</sup>	111	112 [-3]	105 [-3]	100 [-2]
Taux de change \$/€ <sup>3)</sup>	1,39	1,28 [-0,02]	1,28 [-0,02]	1,28 [-0,02]
Taux d'intérêt à 3 mois	1,4	0,6 [-0,2]	0,2 [-0,5]	0,3 [-0,6]
Taux d'intérêt à 10 ans	2,9	1,8 [-0,2]	1,8 [-0,5]	2,2 [-0,5]
Eurostoxx <sup>4)</sup>	256	239 [9]	243 [23]	236 [22]

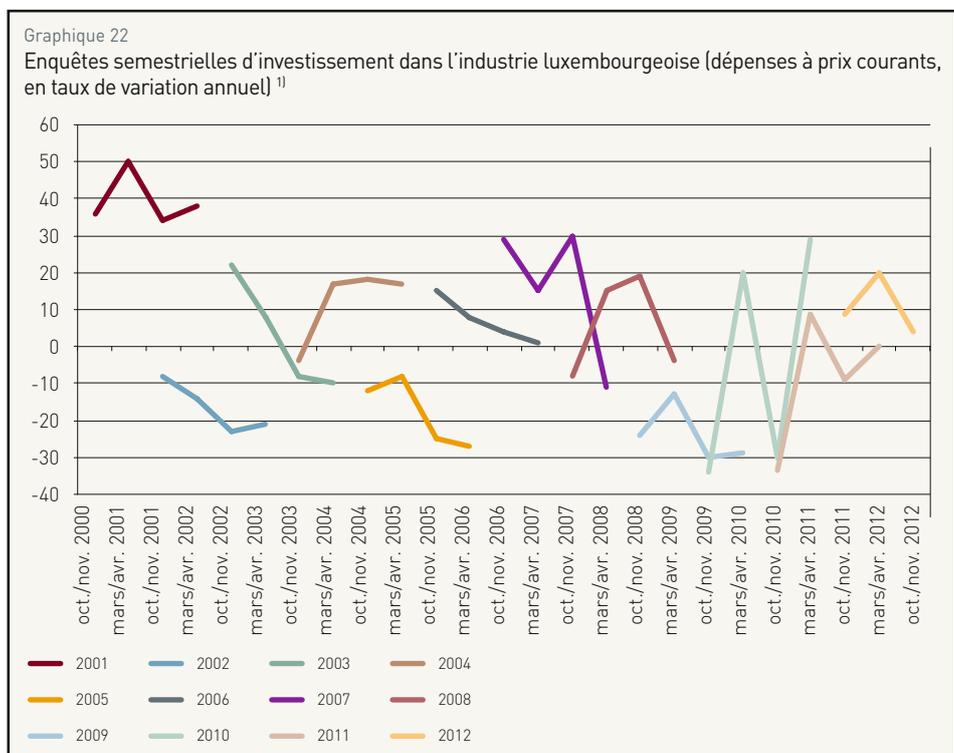
<sup>1)</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2012, en points de pourcentage.<sup>2)</sup> Révisions en \$/bl<sup>3)</sup> Révisions en \$/€<sup>4)</sup> Révisions en points d'indice

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, FMI

**Projections du PIB réel et de ses composantes**

Les projections font pour le Luxembourg état d'une progression du PIB réel en 2012 qui se situerait entre 0,2 % à 0,8 %, soit 0,5 points de pourcentage de moins qu'anticipé précédemment. La croissance anticipée pour 2013 se situerait quant à elle entre 0,0 % et 2,0 % tandis que pour 2014, elle s'établirait entre 1,7 % et 3,7 %. La quasi-stagnation observée depuis 2011 devrait se prolonger au début de l'année 2013 avant que l'économie ne renoue graduellement avec la croissance. Il est admis que la crise de confiance ne se dissiperait que fort graduellement au tournant de l'année 2012 / 2013 et que la récession dans la zone euro - qui risque de se prolonger au début de l'année 2013 - atténuerait aussi la dynamique de croissance au Luxembourg. Une progression intra-annuelle plutôt hésitante en 2012 et au début de l'année 2013 serait donc à l'origine des taux de variation annuels moyens relativement faibles en 2012 et 2013. La reprise en 2014 vers des taux plus élevés repose entièrement sur les hypothèses techniques, à savoir une progression de la demande mondiale proche de la moyenne historique et l'absence de mesures de consolidation budgétaire en 2014 (hypothèse dite à « politique inchangée »). Par rapport à l'exercice précédent, la révision cumulée pour les années 2013 et 2014 est de 2 points de pourcentage. Cet ajustement est largement dû à la reprise économique différée en raison d'une part, de la dégradation de l'environnement international - en particulier du plongeon de la zone euro dans la récession - et d'autre part des nouvelles mesures de consolidation budgétaire adoptées pour 2013 au Luxembourg.

Le rythme d'expansion de l'économie luxembourgeoise est largement tributaire de la demande internationale. En 2012, celle-ci connaîtrait la progression la plus faible enregistrée depuis des années (hormis 2009) et par conséquent les exportations augmenteraient à peine. La demande domestique est également proche de la stagnation en 2012. Un redressement plus conséquent de cette demande interne ne s'installerait qu'en 2014, donc plus tardivement que pour les exportations. Malgré la résilience du marché de l'emploi, les mesures budgétaires empêcheraient notamment une croissance plus importante des dépenses publiques et privées en 2013. L'investissement public reculerait en 2013 - après des années de forte expansion ou de maintien à un niveau élevé - et la consommation privée pâtirait des augmentations des impôts directs et de la réduction des transferts. Au total, les mesures décidées en avril et en novembre 2012, qui se chiffrent à environ 1,6% du PIB selon les estimations de la BCL, permettraient de réduire le déficit public à 1,1% en 2013. Elles devraient néanmoins aussi amputer la croissance économique, d'approximativement 0,8pp en 2013. Comparé à d'autres économies, cet impact - qui reflète un multiplicateur d'environ 0,5 - est toutefois assez modeste, en raison du fort degré d'ouverture de l'économie luxembourgeoise.



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

Source : Commission européenne

Selon les enquêtes d'investissement du mois de novembre, les chefs d'entreprises dans le secteur manufacturier ont légèrement revu à la baisse leurs dépenses d'investissement pour l'année courante (voir le graphique ci-joint). La révision en elle-même ne constitue pas une surprise dans le contexte actuel. Un résultat plus surprenant est plutôt que malgré la demande internationale léthargique et les taux d'utilisation des capacités de production déjà très bas, les entreprises comptent encore renforcer leur appareil productif. Les dépenses d'investissements sont vraisemblablement favorisées par des conditions de financement extrêmement favorables. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêts officiels s'est en effet répercuté en des taux bancaires sur crédits extrêmement faibles<sup>36</sup>. Etant donné que les crédits sont pour la plupart octroyés à taux variables, les emprunteurs en bénéficient sur les nouveaux crédits, mais également sur leurs encours.

<sup>36</sup> L'absence de déséquilibres macro-économiques majeurs au Luxembourg, du moins à court terme, explique vraisemblablement les primes de risque relativement plus faibles appliquées au-delà du « taux de base / sans risque » pour déterminer les coûts de financement des différents agents, que ce soit le coût d'emprunt de l'Etat, du secteur bancaire, des entreprises ou des ménages. Ainsi, la dynamique des taux bancaires appliqués sur les crédits aux entreprises ou aux particuliers a été beaucoup plus défavorable dans les autres pays de la zone euro et notamment dans les pays confrontés à un endettement public élevé, un secteur bancaire en difficultés ou une correction de leur marché immobilier. A l'heure actuelle, les niveaux des taux bancaires appliqués sur les crédits immobiliers et les crédits aux entreprises non-financières sont parmi les plus bas de la zone euro.

La persistance depuis plusieurs trimestres de taux d'intérêts à des niveaux très bas implique que les emprunteurs, aussi bien les entreprises que les consommateurs, ont bénéficié sur une période assez longue d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible via une charge d'intérêts amoindrie. Ces liquidités additionnelles peuvent atténuer les effets défavorables d'une éventuelle perte de revenu lors d'une période de basse conjoncture. Elles sont également susceptibles de faciliter les dépenses de consommation ou d'investissement via un financement interne accru. Si les effets d'une variation des taux d'intérêt sur le revenu et le comportement des agents ne sont pas à sous-estimer, ils demeurent néanmoins difficiles à quantifier.

Contrairement à d'autres économies qui sont confrontées à des ajustements internes ou externes importants en raison d'un surendettement de leurs ménages, de leurs entreprises ou de l'Etat, il n'y a pas sur un horizon de court terme des indications quant à des déséquilibres majeurs susceptibles de contrarier la reprise au Luxembourg<sup>37</sup>. Avec les révisions des données des comptes nationaux depuis 2008, la part de la valeur ajoutée non distribuée aux salariés - l'excédent brut d'exploitation relatif à la valeur ajoutée - a été revue à la baisse. En 2011, cette part s'est établie à un niveau proche de la moyenne depuis 1995, mais elle devrait se rétrécir en 2012. Ce faisant, l'évolution n'est pas défavorable au point d'empêcher la progression projetée de l'emploi ou d'inhiber le financement des investissements des entreprises<sup>38</sup>. En somme, il n'y a donc pas lieu d'anticiper un scénario défavorable sur une composante particulière de la demande au-delà des effets de la politique budgétaire annoncée ou de la dynamique suggérée par les déterminants habituels.

Tableau 23 :

**Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à juin 2012**

(en % de variation annuel et en point de pourcentage)

	Projections				Révisions par rapport à juin 2012			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
PIB réel	1,7	0,2 - 0,8	0,0 - 2,0	1,7 - 3,7	0,1	-0,5	-1,4	-0,6
IPCH	3,7	2,9	1,9	1,9	-	0,1	-0,1	0,1
IPCH énergie	13,7	7,3	-3,1	-1,9	-	1,6	-0,9	0,4
IPCH excluant l'énergie	2,5	2,3	2,6	2,4	-	-0,1	-	-
IPCN	3,4	2,7	1,8	1,8	-	0,1	-	0,1
IPCN excluant l'énergie	2,4	2,2	2,3	2,2	-	-0,1	-	-
Echelle mobile des salaires	1,9	2,5	2,5	2,5	-	-	-	-
Coût salarial moyen	2,0	2,5	3,0	3,2	-	-0,3	-0,3	-0,1
Emploi salarié	2,9	2,2	1,3	1,5	0,1	0,3	-0,4	-0,5
Taux de chômage	5,6	6,1	6,5	6,6	-	-0,1	0,1	0,2

Source : STATEC, BCL

**Marché de l'emploi et coûts salariaux**

Malgré la dégradation conjoncturelle, l'emploi continue de progresser à un rythme plus élevé qu'anticipé précédemment. Selon les données les plus récentes, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est établie à 2,0% en juillet 2012. De son côté, l'emploi frontalier progresse à un rythme moins élevé que

37 Il convient cependant de noter que l'endettement relatif des ménages a fortement progressé au cours des dernières années et il est désormais plus élevé que dans les pays limitrophes. Cet endettement pèsera sur les ménages les plus vulnérables en cas de renversement des perspectives économiques et/ou d'une hausse des taux à court terme et il serait donc susceptible de ralentir la consommation privée.

38 Ce constat vaut pour l'ensemble de l'économie. Une analyse sectorielle des parts de la production allouée au facteur capital révèle toutefois des évolutions fort disparates. La part profit a connu une dynamique particulièrement favorable dans le commerce au sens large (branche G à I) alors que le contraire est de mise pour l'industrie.



l'emploi national. Les branches « activités immobilières », « administration publique, santé et éducation » et « commerce et horesca » sont particulièrement dynamiques. Au contraire, l'emploi s'est inscrit en légère baisse dans les secteurs bancaire et manufacturier au cours des derniers mois. En même temps, le taux de vacance d'emplois continue à évoluer à un niveau supérieur à sa moyenne historique, ce qui suggère une demande de travail relativement résiliente. En dépit de cette embellie, plusieurs indicateurs suggèrent une décélération imminente de l'emploi. Le travail intérimaire poursuit sa trajectoire descendante et les perspectives d'emploi demeurent défavorables dans la construction et l'industrie. Selon nos projections, la croissance de l'emploi salarié se replierait une nouvelle fois en 2013 avant de se redresser légèrement en 2014. Les projections ont aussi été abaissées sur fond de la dégradation des perspectives de croissance. Ce faisant, la productivité apparente du travail ne se redresserait guère et elle ne rattraperait donc pas la perte de 10% par rapport aux niveaux d'avant la crise.

La progression modeste de l'emploi ne devrait pas permettre d'enrayer la hausse du chômage sur l'horizon de projection. A cela s'ajoute un chômage potentiellement structurel, comme l'atteste le chômage de longue durée, qui touche près de 40% des demandeurs d'emploi. Les spécificités du chômage ne favorisent guère son recul, ce dernier touchant en particulier les moins qualifiés, les plus âgés et des personnes souffrant d'une incapacité de travail partielle ou totale. Cependant, les effets du ralentissement économique sur le chômage au sens strict seraient atténués par divers facteurs. L'emploi frontalier, surreprésenté dans des secteurs exposés à la concurrence internationale, pourrait décélérer davantage que l'emploi résident. De même, la poursuite des mesures pour l'emploi permettrait de contenir la hausse du chômage au sens strict. Par ailleurs, la chute de l'activité devrait, en partie, être absorbée par une baisse de la durée moyenne de travail. Au final, le taux de chômage au sens large pourrait progresser davantage que le chômage au sens restreint sur l'horizon de projection. Ce dernier se dégraderait, passant de 6,1% en 2012 à 6,6% en 2014.

La réaction de la composante « volume » du marché du travail se fera conjointement à celle du coût du travail. En 2012, la baisse de l'activité serait en partie absorbée par un ajustement du volume de travail, ce qui exercerait un impact négatif sur l'évolution des salaires réels. Pour 2013 et au-delà, peu d'informations sont disponibles à l'heure actuelle. Malgré cela, les négociations des salaires réels semblent se caractériser par un comportement relativement prudent des partenaires sociaux, en raison des perspectives économiques maussades. Par ailleurs, la persistance du chômage à un niveau élevé ne favorise guère le pouvoir de négociation des salariés, probablement davantage enclins à accorder la priorité à la préservation des emplois existants. Ces projections tiennent également compte des accords salariaux signés dans le secteur bancaire et la fonction publique ainsi que de l'ajustement du salaire social minimum réel en 2013. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 2,5% en 2012, 3,0% en 2013 et 3,2% en 2014. Comparé à l'exercice précédent, ces progressions sont moins élevées en raison d'une activité économique moins dynamique qui influencerait négativement les heures travaillées et les rémunérations sous forme de primes et gratifications. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, la progression du coût salarial nominal moyen serait aussi essentiellement imputable à l'impact de l'indexation des salaires à l'inflation. La progression des salaires réels, c'est-à-dire les salaires nominaux corrigés de la composante « échelle mobile des salaires », serait très faible, voire nulle.

#### Prix à la consommation

Malgré des perspectives de croissance plus maussades, le scénario d'inflation n'a guère changé par rapport à l'exercice précédent. L'inflation aurait atteint son sommet en 2011 et elle serait susceptible de reculer jusqu'en 2013, pour se stabiliser en 2014. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN reculerait, passant du niveau très élevé de 3,4% en 2011 à 2,7% en 2012 et quelque peu en-deçà de 2% par la suite. L'inflation à l'exclusion de l'énergie serait également susceptible de reculer, quoique plus modestement, de 2,4% en 2011 à 2,2% en moyenne sur la période 2012-2014. Les prix de l'énergie

auraient pour leur part atteint leur sommet en 2012 et reculeraient d'ici 2014. Leur taux de variation annuel passerait de 13% en 2011 à environ 7% en 2012 pour devenir négatif par après. Il convient toutefois de noter que ce recul anticipé n'est que technique, car lié à l'hypothèse de reflux du prix du pétrole.

La stabilité relative de l'inflation à l'exclusion de l'énergie est en grande partie due à la retenue salariale et au profil assez plat de l'échelle mobile des salaires. Sans l'introduction d'un décalage minimal de douze mois entre le paiement de deux tranches indiciaires, l'échelle mobile des salaires aurait connu une dynamique tout à fait différente, avec à la clé un scénario nettement plus défavorable pour l'évolution des coûts salariaux et des prix. Dans l'optique « toutes choses égales par ailleurs », un paiement aurait eu lieu en mars 2012 puis, selon les projections sous-jacentes, au premier trimestre 2013 et au troisième trimestre 2014. Toutefois, un tel rapprochement des échéances aurait vraisemblablement provoqué une nouvelle accélération des prix de services en 2012 et 2013 et par conséquent un scénario d'inflation nettement moins favorable. L'inflation au Luxembourg demeurerait au-dessus de celle de la zone euro et des pays limitrophes, bien que le différentiel tende à se réduire. La dynamique salariale serait, malgré la modulation du mécanisme d'indexation, encore plus élevée qu'ailleurs.

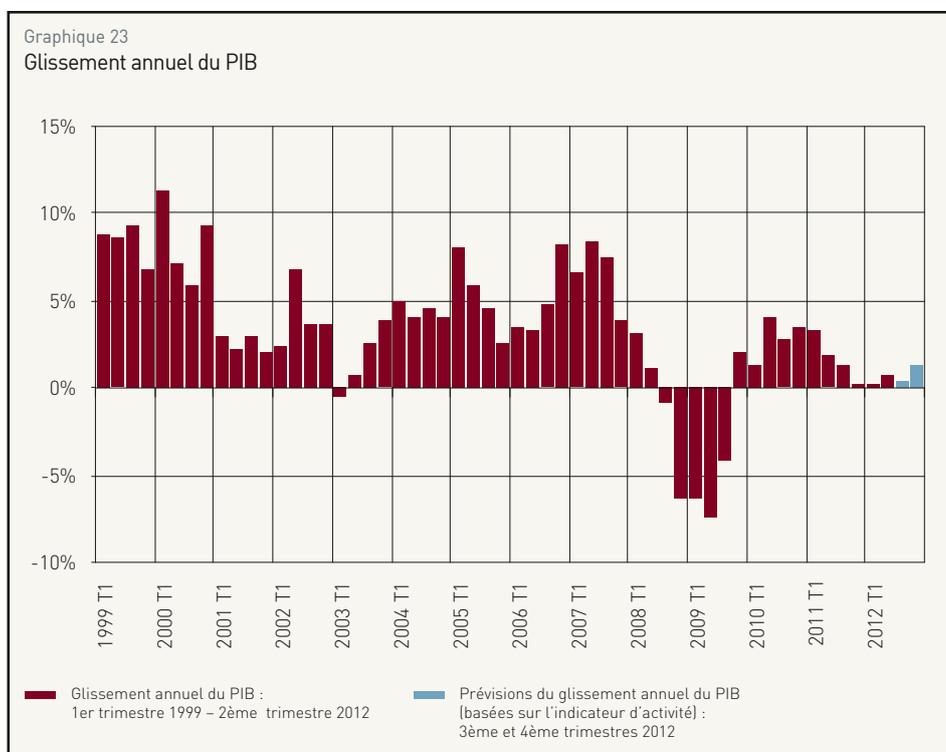
Au-delà des coûts salariaux, l'inflation domestique est également sous l'effet d'autres facteurs. L'inflation importée, telle qu'approchée par la progression de l'IPCH dans la zone euro, est susceptible de reculer jusqu'en 2014 et ceci à un niveau se situant en-deçà des 2%. La légère accélération projetée pour l'IPCH à l'exclusion de l'énergie en 2013 s'expliquerait en grande partie par des chocs exogènes. Les prix des biens alimentaires traités sont susceptibles de progresser plus rapidement au tournant de l'année 2012/2013, dans la foulée de l'envolée des prix des matières premières agricoles observée depuis la mi-2012. La répercussion sur les prix à la consommation serait toutefois moindre que lors des hausses de prix en 2008 ou en 2011/2012. Si un changement des taux de la TVA n'a pas été annoncé, les prix administrés sont aussi susceptibles de progresser plus rapidement en 2013 qu'en 2012 comme le laisse augurer l'annonce de nouvelles hausses des tarifs publics.

### Analyse des risques

La crise financière est loin d'être résolue. En Europe, elle a gagné en intensité depuis la mi-2011 et elle constitue le principal risque pesant sur les perspectives macro-économiques du Luxembourg. Elle se manifeste sous des formes diverses mais toutes imbriquées et qui se renforcent mutuellement, à savoir les turbulences sur les marchés financiers, en particulier les marchés de la dette publique, les craintes quant aux déficits publics élevés ainsi que les inquiétudes en ce qui concerne la santé du secteur bancaire dans plusieurs pays de la zone euro. Le scénario macro-économique national demeurera tributaire de ces aléas lors des prochains trimestres. Si le Luxembourg a échappé à une hausse des taux obligataires souverains, il ne peut éviter les répercussions de la stagnation, voire de la récession chez ses partenaires commerciaux.

L'assainissement futur des finances publiques pèsera inévitablement sur la croissance économique. Le scénario actuel pour l'Union européenne fait état d'une amélioration des déficits publics sur toute la période de prévision et ce dans la plupart des pays européens. Tous les pays ont annoncé des mesures de consolidation budgétaire, qui font partie intégrante des prévisions et qui sous-tendent un scénario de croissance déprimé pour la zone euro. Cependant, par rapport aux projections de finances publiques figurant dans leurs Programmes de stabilité, presque tous les pays devront nécessairement consentir à des efforts additionnels. Selon la Commission européenne, le déficit public dans la zone euro pourrait se chiffrer à 2,6% en 2013 et à 2,5% en 2014. Au Luxembourg, le gouvernement a annoncé des mesures pour 2013, mais il manquerait son propre objectif de finances publiques équilibrées en 2014. Selon les projections de la BCL, un effort supplémentaire de l'ordre de 1% du PIB en 2014 serait même nécessaire afin d'atteindre l'objectif tel que spécifié dans la 13<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité (à

savoir un déficit effectif de 0,9% du PIB). Ces ajustements des recettes et des dépenses, au Luxembourg comme dans le reste de l'Union européenne, ne sont pas intégrés au scénario de base. Or ils pèseront inévitablement sur la croissance économique. Il est admis que les multiplicateurs budgétaires sont généralement faibles dans les économies très ouvertes. Au Luxembourg, un multiplicateur de 0,5 sur un effort de 1% - lequel serait inférieur à l'effort de consolidation recommandé par la BCL dans son avis sur le projet de budget 2013 - impliquerait un impact négatif sur la croissance de 0,5pp en 2014. Dans la zone euro, un effort de plus de 1% serait nécessaire d'ici 2014 afin d'atteindre les objectifs définis, ce qui amputerait alors la croissance du PIB réel de la zone euro de presque 1pp et, par le biais des relations commerciales, celle du Luxembourg d'approximativement 0,5pp. Finalement, *ceteris paribus*, le scénario macro-économique ajusté uniquement pour les engagements des gouvernements en matière de consolidation budgétaire future en lieu et place des mesures actuellement entérinées indiquerait que la croissance économique au Luxembourg s'établirait en-dessous des 2% en 2014.



Sources : STATEC, calculs BCL

Le secteur bancaire demeure quant à lui confronté à un renforcement de la régulation et de la supervision bancaire. L'impact défavorable des changements futurs sur la place financière pourrait affecter davantage le potentiel de croissance du Luxembourg qu'il ne l'est admis dans le scénario sous-jacent. Certains impacts défavorables risquent d'émerger sur un horizon plus lointain, car les nouvelles réglementations ne seront mises en œuvre que de manière graduelle d'ici 2019.

L'indicateur d'activité n'est pas utilisé directement dans les exercices de projection, dont il constitue en quelque sorte un complément. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, qui intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles, le glissement annuel du PIB s'établirait entre -0,2% et +0,9% au troisième trimestre 2012 (par rapport au troisième trimestre de l'année 2011). Au quatrième trimestre 2012, le glissement annuel du PIB s'établirait entre +0,2% et +2,4% (quatrième trimestre 2012 par rapport au quatrième trimestre 2011). Ces évolutions sont compatibles avec des croissances du PIB de 0,3% au troisième trimestre 2012 (par rapport au second trimestre 2012) et de 0,5% au quatrième trimestre 2012 (par rapport au troisième trimestre 2012), ce qui porterait la croissance en moyenne annuelle à +0,6% en 2012 (acquis de croissance). Les projections de la BCL de décembre 2012, qui tablent sur une croissance du PIB s'établissant entre +0,2% et +0,8% en 2012, sont donc en ligne avec l'indicateur d'activité.

Encadré 5 :

**CROISSANCE POTENTIELLE - IMPACT DE LA CRISE ET PERSPECTIVES DE LONG TERME**

Tout effort de consolidation des finances publiques doit contenir (au moins implicitement) une estimation du taux de croissance potentielle de l'économie. Le cycle économique comporte une série de déviations de la croissance observée par rapport à la croissance potentielle du PIB, ce qui induit des fluctuations transitoires des dépenses et recettes de l'Etat. Une trajectoire soutenable pour les finances publiques doit donc faire abstraction des fluctuations cycliques pour se concentrer sur les tendances de moyen terme.

La crise économique au Luxembourg a commencé par une contraction du PIB en 2008-2009 qui est sans précédent. Les perspectives pour l'économie mondiale et le secteur financier sont sujettes à des nouvelles interrogations qui contribuent à rendre encore plus incertaine l'estimation de la croissance potentielle au Luxembourg. Sur base des révisions des comptes nationaux publiés en octobre et des nouvelles projections macro-économiques de la BCL, cet encadré fournit une mise-à-jour des résultats publiés en juin (encadré 4 du bulletin 2012-2). L'objectif est de comparer la période récente à celle avant la crise et de considérer quelques canaux par lesquels la crise a pu affecter la croissance potentielle.

Tableau 1 :

**Estimations de la croissance potentielle au Luxembourg**

	1996-2007	2008-2011	2012-2014
PIB potentiel (taux de croissance en %)			
BCL moyenne de 6 méthodes : (minimum et maximum)	4,4 (4,2 à 5,0)	1,5 (-0,2 à 2,0)	1,5 (1,2 à 1,8)
BCL méthode fonction de production	4,3	1,8	1,6
dont contribution travail	1,9	1,1	0,8
dont contribution capital	2,2	2,0	1,6
dont contribution productivité totale des facteurs	0,1	-1,3	-0,9
STATEC (note de conjoncture 3-12, nov)	4,0	2,1	1,7
Prévisions Commission européenne (nov)	4,3	1,4	0,9
OCDE (economic outlook 91, juin)	4,3	2,2	2,2

Source : BCL, STATEC, Commission Européenne, OCDE

Dans le tableau en haut, les trois colonnes se rapportent à trois périodes différentes : la période avant la crise (1996-2007), la période observée depuis la crise (2008-2011) et la période couverte par les projections (2012-2014). Les chiffres représentent la valeur moyenne du taux de croissance potentiel pour chacune de ces trois périodes. La première ligne résume les six méthodes appliquées à la BCL (voir cahier d'Etudes No.4) par l'estimation moyenne à travers les méthodes (entre parenthèses le minimum et le maximum à travers les méthodes). Ensuite paraît le résultat détaillé selon l'implémentation BCL de l'approche par la fonction de production. Cette approche est également appliquée au Luxembourg par le STATEC, la Commission européenne et l'OCDE, mais avec des implémentations et des hypothèses différentes.

Sur la période 1996-2007 les estimations concordent. Elles indiquent que la croissance potentielle au Luxembourg avoisinait 4,3%. Ceci n'est pas étonnant, dans la mesure où les séries utilisées sont les mêmes pour toutes les institutions. Pour cette période, l'estimation du STATEC est légèrement moins favorable et certaines des autres méthodes BCL fournissent des valeurs supérieures. Passant aux quatre années de crise, pour lesquelles nous disposons de données observées (2008-2011), les estimations de la croissance potentielle varient entre 1,4% (Commission européenne) et 2,2% (OCDE). Cette divergence reflète le fait que les estimations pour cette période sont déjà influencées par les prévisions

différentes adoptées par chaque institution pour la période qui suit. En effet, pour la troisième période (2012-2014), la Commission est nettement plus pessimiste (0,9%) et l'OCDE est plus optimiste (2,2%), la BCL et le STATEC se situant entre les deux (1,6-1,7). La commission anticipe une plus faible contribution à la croissance pour chacun des trois facteurs de production, mais est particulièrement pessimiste quant à la contribution de la productivité totale des facteurs.

On peut conclure que la crise aura des effets persistants sur la croissance potentielle, qui pourra difficilement regagner un niveau de 2%, comparé à une moyenne de plus de 4% dans le passé. Selon la décomposition de la croissance potentielle par la fonction de production, la contribution du travail a diminué de plus de la moitié par rapport à la période avant crise. Les projections BCL anticipent une baisse ultérieure de cette contribution, qui passerait de 1,1% pendant la période récente à 0,8%. Ceci est le reflet d'une croissance plus faible de la population en âge de travailler, conjuguée à un taux de participation qui a baissé régulièrement depuis 1999 (en partie à cause du vieillissement de la population) et à un taux de chômage qui augmente régulièrement.

Par différents canaux, la crise est susceptible d'aggraver ces tendances au Luxembourg et de les prolonger dans le futur. En particulier, la contribution du travail peut être réduite par l'impact de la crise sur certaines de ses composantes. En effet, la contraction économique peut réduire la croissance de la population en âge de travailler par son effet dissuasif pour l'immigration, source principale de croissance de la population résidente. On peut noter que l'année 2009 a été marquée par une chute brutale (-16%) de l'excédent des arrivées sur les départs. La crise peut également réduire le taux de participation au marché du travail par un « effet de découragement ». Si le taux de participation parmi la population résidente est encore en augmentation, sa contribution à la croissance potentielle est passée de 0,1 points de pourcentage en 2008 à seulement 0,05 points en 2011. Enfin, de façon plus préoccupante, la crise peut affecter la contribution de l'emploi en transformant la hausse soudaine du chômage en phénomène plus durable par des effets dits de « hystérèse » : les travailleurs qui perdent leur emploi perdent aussi une partie de leurs connaissances (capital humain), parce qu'ils sont obligés de changer d'entreprise et parfois de métier. L'expérience du chômage lui-même conduit souvent à des problèmes de santé (y compris la dépression) qui enlèvent la productivité et la motivation, rendant ainsi les chômeurs moins attractifs pour des employeurs potentiels. À noter qu'au Luxembourg, la part des chômeurs de longue durée dans le nombre total de chômeurs a augmenté de 16% en 2007 à 24% en 2011.

La crise peut aussi avoir des effets durables sur les contributions des autres facteurs de production à la croissance potentielle. La contribution du capital est susceptible de baisser si la composition de l'activité économique favorise des nouveaux secteurs de production, augmentant le taux de dépréciation du capital dans les secteurs où la demande reste faible (accélération de l'obsolescence). La contribution du capital est également vulnérable si les entreprises diminuent leur investissement à cause du climat incertain, d'un coût du financement plus élevé (primes de risque) ou des critères d'octroi du crédit plus exigeants (difficultés au sein du secteur financier).

Enfin, la crise peut également avoir des effets persistants sur la contribution de la productivité totale des facteurs. Ceux-ci peuvent être de simples baisses du niveau de la productivité, notamment suite aux restructurations dans le secteur financier et dans l'industrie. Mais la croissance de la productivité totale des facteurs peut également être freinée par un accès au crédit plus difficile, qui réduit les investissements en R&D des entreprises. Un processus lent de restructuration bancaire (ou les effets prolongés des nouvelles réglementations) peuvent aussi représenter des obstacles à la bonne allocation des ressources.

La détérioration de la croissance potentielle risque de durer au-delà de 2015, vu l'impact prévisible du vieillissement de la population. En effet, la Commission européenne a publié des projections par pays jusqu'en 2060 élaborées au sein de l'Ageing Working Group de l'Union européenne (European Economy 2/2012). Les résultats pour le Luxembourg se basent sur les efforts conjoints du STATEC (voir leur bulletin 5-2010 pour les bases méthodologiques) et de l'IGSS. Selon la Commission, la croissance économique du Luxembourg devrait baisser de 2,2% en 2014 à 1,8% en 2030 et même 1,7% en 2060.

L'OCDE a conduit un exercice similaire (Economic Policy Paper No. 3) sur base des mêmes projections démographiques. Mais l'OCDE a l'ambition d'élargir la perspective d'équilibre partiel qui caractérise l'approche par la fonction de production. Ainsi, son exercice pose également des hypothèses quant à la politique budgétaire, le comportement d'épargne et les flux financiers entre pays. Il en résulte une image bien plus pessimiste pour le Luxembourg, avec une croissance potentielle de seulement 0,8% en 2030 et 0,7% en 2060. Ce résultat est le plus faible entre les pays membres de l'OCDE et doit être mis en relation avec un phénomène de vieillissement amplifié au Luxembourg par la croissance spectaculaire de l'emploi (et donc de la population assurée par la sécurité sociale) qui a eu lieu depuis 1985 grâce au phénomène du travail frontalier. Cette expansion rapide a permis de financer un des systèmes de pensions les plus généreux en comparaison internationale (Etude économique de l'OCDE: Luxembourg, 2010). Un système qui ne peut être soutenable que si l'emploi connaît des taux de croissance encore plus élevés que par le passé.

L'analyse de la croissance potentielle par la fonction de production a souligné à quel point le ralentissement actuel est largement attribuable aux développements affectant la contribution du travail. En vue des effets prévisibles du vieillissement de la population, il est urgent que le gouvernement prenne les mesures nécessaires pour garantir un système des pensions soutenable et pour améliorer les incitations à travailler afin de favoriser une croissance plus robuste.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Le déficit du commerce extérieur a poursuivi son aggravation en atteignant 5,5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2012 (+19% par rapport à la même période de 2011), après avoir déjà atteint un niveau record de 6,8 milliards d'euros sur toute l'année 2011 (+21% par rapport à l'année 2010). Cette détérioration du solde commercial est intervenue dans un contexte d'assombrissement des perspectives économiques mondiales ayant occasionné une contraction des échanges de biens. Les exportations luxembourgeoises ont ainsi chuté de 10% à 8,3 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2012. En revanche sur la même période, soutenues par l'acquisition de deux nouveaux avions et par la hausse des fournitures de produits pétroliers, les importations n'ont baissé que très légèrement (-0,6%) à 13,8 milliards d'euros.

Les indices moyens des prix montrent une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation (+5% en 2011 et -0,4% au premier semestre 2012) par rapport aux importations (+9% en 2011 et +2,3% au premier semestre 2012). En conséquence, les termes de l'échange ont en moyenne poursuivi leur détérioration (-2,7% au premier semestre 2012, après -4% en 2011), contribuant ainsi, outre les importations de biens d'équipement ci-dessus, à la dégradation du solde commercial. Quant aux indices moyens des volumes du commerce, au premier semestre 2012, ils montrent une hausse légère pour les volumes à l'importation (+1,5%) et une importante chute (-9%) des volumes à l'exportation.

Sur les trois premiers trimestres de 2012, les exportations se sont contractées dans presque toutes les catégories de biens. Les produits sidérurgiques, principale composante des exportations luxembourgeoises, ont subi un net ralentissement de leur croissance depuis le troisième trimestre 2011 (10% sur toute l'année 2011, contre 26% en 2010) qui s'est même avérée négative au dernier trimestre 2011 (-2%). Sur les trois premiers trimestres de 2012, suite au ralentissement prononcé de l'activité économique dans la zone euro, les exportations de produits sidérurgiques ont accentué leur rythme de contraction, enregistrant une chute de 16,6%. 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 8% en 2011 mais ont reculé de 11,6% sur les trois

premiers trimestres de 2012. Les livraisons vers l'Asie ont progressé d'environ 11% sur toute l'année 2011 et de 30% sur les trois premiers trimestres de 2012. Celles à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont par contre largement baissé (-18%) sur les trois premiers trimestres de 2012, après avoir fortement progressé en 2011 (+35%).

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 29% sur toute l'année 2011 et de 11% sur les trois premiers trimestres de 2012. De même, avec des taux de croissance de 22% sur toute l'année 2011 et de 16% sur les trois premiers trimestres de 2012, les importations de matériel de transport (aéronefs et satellite) ont largement contribué au creusement du déficit commercial. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (84% de toutes les importations) se sont accrues de 12% sur toute l'année 2011 mais ont reculé de 6% sur les trois premiers trimestres de 2012. Sous l'effet notamment d'acquisition d'aéronefs évoqués ci-dessus, les importations en provenance des Etats-Unis se sont une nouvelle fois accrues largement sur les trois premiers trimestres de 2012, après la forte progression de 2011.

Tableau 24 :

**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%
2011	12 064,6	11,9%	18 900,6	15,1%	-6 835,9	21,3%
1er trim.	3 155,4	25,5%	4 435,7	19,9%	-1 280,4	8,2%
2e trim.	3 071,2	9,6%	4 623,0	2,5%	-1 551,8	-9,2%
3e trim.	3 015,0	12,3%	4 810,0	25,6%	-1 795,0	56,9%
4e trim.	2 823,1	1,4%	5 031,9	14,8%	-2 208,8	38,0%
2012						
1er trim.	2 910,3	-7,8%	4 661,3	5,1%	-1 751,0	36,8%
2e trim.	2 738,0	-10,9%	4 686,5	1,4%	-1 948,5	25,6%
3e trim.	2 639,4	-12,5%	4 442,6	-7,6%	-1 803,2	0,5%

Source : STATEC

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

Le surplus de la balance courante du Luxembourg a atteint 1,3 milliard d'euros au premier semestre de 2012, soit une baisse de 17% par rapport au même semestre de 2011. Cette détérioration provient d'une aggravation des déficits des marchandises et des revenus occasionnée notamment par une contraction sensible des exportations de biens et un accroissement des dividendes versés à l'étranger. Le surplus des services s'est en revanche accru grâce aux services financiers, aux services d'assurance, aux autres services aux entreprises et aux services audio-visuels.

Dans la balance des marchandises, l'importante hausse (+31%) du déficit qui a totalisé 3,3 milliards d'euros au premier semestre de 2012, résulte d'une part d'une forte contraction (-10%) des exportations de biens (voir section ci-dessus) et d'autre part d'une hausse des achats nets d'or non-monnaire.

Le solde négatif des opérations de répartition (revenus et transferts courants) s'est globalement accru de 7% à 7 milliards au premier semestre de 2012. Tant le déficit structurel de la rémunération des salariés frontaliers (+5% à 3,5 milliards d'euros) que celui du revenu des investissements (+8% à 3,4 milliards) ont continué à s'accroître. Le déficit des transferts courants s'est quant à lui résorbé de moitié (à 250 millions d'euros), suite notamment à la baisse des versements nets de la BCL à l'Eurosystème dans le cadre de la redistribution du revenu monétaire.

La balance des services affiche une amélioration (+6%) de son excédent qui a atteint 11,8 milliards d'euros au premier semestre de 2012. Dans les différentes catégories de services, des fortes baisses ont toutefois été observées dans les surplus de transport de marchandises (fret aérien) et de voyages. Après avoir subi une croissance négative au dernier semestre de 2011, dans le contexte de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, les exportations nettes de services financiers sont en revanche reparties à la hausse, enregistrant une croissance positive (+3,6%), au premier semestre de 2012 (contre un taux de croissance de 10% au même semestre de 2011). Les surplus des autres services, en particulier les services audiovisuels, les assurances et les autres services aux entreprises (audit et conseil) ont également connu une évolution positive.

Selon les données préliminaires disponibles à la date d'arrêt de ce bulletin, le troisième trimestre 2012 s'est caractérisé par une poursuite des tendances observées sur les deux premiers trimestres. L'excédent courant s'est de ce fait contracté sur les trois premiers trimestres de 2012. La baisse continue des exportations de biens a alourdi le déficit commercial. Le déficit des revenus s'est quant à lui accru sous l'effet d'une hausse de la rémunération des salariés et d'une hausse des dividendes versés aux actionnaires non-résidents. Les échanges internationaux de services améliorent leur surplus grâce aux services financiers, aux services d'assurance, aux autres services aux entreprises et à la publicité. Les voyages et le transport aérien des marchandises se sont en revanche détériorés.

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

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs et de portefeuille ont enregistré respectivement des entrées nettes de 24 milliards et de 136 milliards d'euros au premier semestre de 2012. Ces entrées nettes ont été totalement compensées par des sorties nettes dans les « autres investissements ».

Les entrées nettes de 136 milliards au titre d'investissements de portefeuille proviennent d'une hausse des placements nets des non-résidents dans les titres luxembourgeois. Les non-résidents ont ainsi

réalisé des achats nets de 46 milliards d'euros de titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) au premier semestre de 2012 contre 60 milliards sur la même période de 2011. Notons toutefois qu'il y a eu des retraits nets de 40 milliards sur la seconde moitié de 2011. En ce qui concerne les titres de créance, les non-résidents ont investi 105 milliards dans les titres luxembourgeois (correspondant en grande partie aux émissions obligataires du Fonds Européen de Stabilité Financière). De leur côté, les résidents ont délaissé les actions étrangères (ventes nettes de 5 milliards d'euros au premier semestre de 2012, contre des achats nets de 25 milliards sur la même période de 2011). Ils ont en revanche poursuivi leurs placements dans les titres étrangers de créance (20 milliards au premier semestre de 2012, contre 40 milliards sur la même période de 2011).

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les sorties nettes de 162 milliards sont liées en grande partie à une hausse des avoirs nets des autres secteurs (incluant les prêts du FESF) et accessoirement à une baisse des dépôts des IFMs ainsi qu'à une hausse des avoirs de la BCL envers l'Eurosystème (correspondant à une hausse de 16 milliards du solde TARGET).

Tableau 25:

**Balance des paiements du Luxembourg**

Unité <sup>1)</sup> : Million EUR	2011 T1			2012 T1		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>98 420</b>	<b>96 796</b>	<b>1 624</b>	<b>110 315</b>	<b>108 976</b>	<b>1 339</b>
Marchandises	6 876	9 366	-2 490	6 259	9 530	-3 271
Services	25 626	14 467	11 158	27 272	15 465	11 807
Revenus	63 313	69 818	-6 505	74 009	80 951	-6 942
Transferts courants	2 606	3 145	-539	2 775	3 029	-254
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>16</b>	<b>109</b>	<b>-93</b>	<b>18</b>	<b>144</b>	<b>-127</b>
	<b>Avoirs</b>	<b>Engagements</b>	<b>Net</b>	<b>Avoirs</b>	<b>Engagements</b>	<b>Net</b>
<b>COMPTE FINANCIER <sup>2)</sup></b>			<b>-1,482</b>			<b>-640</b>
<b>Investissements directs <sup>3)</sup></b>	<b>-61 403</b>	<b>71 889</b>	<b>10 486</b>	<b>-26 633</b>	<b>50 809</b>	<b>24 175</b>
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-39 383	74 439	35 055	-23 881	57 771	33 890
Autres opérations, Prêts intragroupes	-22 020	-2 550	-24 569	-2 753	-6 962	-9 715
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-65 748</b>	<b>81 541</b>	<b>15 793</b>	<b>-14 668</b>	<b>151 090</b>	<b>136 422</b>
Titres de participation	-25 543	60 150	34 608	5 640	45 735	51 375
Titres de créance	-40 205	21 391	-18 814	-20 308	105 356	85 047
<b>Produits financiers dérivés</b>			<b>2 898</b>			<b>584</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>-128 985</b>	<b>98 437</b>	<b>-30 548</b>	<b>-186 675</b>	<b>24 889</b>	<b>-161 786</b>
<b>Avoirs de réserve</b>			<b>-112</b>			<b>-35</b>
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>-49</b>			<b>-573</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.

Source : BCL/STATEC

Encadré 6:

## CONSOMMATION DES MÉNAGES FRONTALIERS AU LUXEMBOURG <sup>39</sup>

Le Luxembourg est une économie caractérisée par une forte dimension internationale justifiée non seulement par le nombre élevé de travailleurs résidents étrangers mais aussi par le nombre important de travailleurs frontaliers. En 2011, les travailleurs frontaliers représentent environ 44% de l'emploi total au Luxembourg (Statec, 2012). Cet encadré présente une analyse descriptive de leur consommation à partir de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages des travailleurs frontaliers. Celle-ci a été conduite en 2010/2011 par la BCL en coopération avec le CEPS/INSTEAD (voir Mathä, Porpiglia et Ziegelmeier, 2012). Ces résultats sont comparés à ceux de l'enquête menée en 2007 par le CEPS/INSTEAD en coopération avec le STATEC (Genevois et Zanardelli, 2008). Cette enquête montre qu'en 2007, les ménages frontaliers ont dépensé en moyenne environ €9 100 au Grand-Duché. Nos estimations pour l'année 2010 confirment ce montant (€9 300 en moyenne) et indiquent que la consommation des ménages frontaliers au Luxembourg représente environ 17% de leur revenu brut perçu au Luxembourg.

Le Tableau 1 présente les dépenses moyennes annuelles par ménage frontalier en 2010 et les compare aux chiffres issus de l'enquête CEPS/Instead et STATEC conduite en 2007. Il est nécessaire de souligner que les deux enquêtes sont sujettes à des différences méthodologiques. En particulier, l'enquête 2010 se réfère à la consommation de chaque ménage dans son ensemble tandis que les enquêtes du CEPS/INSTEAD et STATEC se limitent aux dépenses de consommation encourues par le frontalier individuel ou par d'autres membres de son ménage en sa présence. Pour cette raison, mais également pour des facteurs liés aux erreurs de mesure, les éventuelles différences ne peuvent que partiellement être attribuées à des variations de quantités et de prix.

Tableau 1:

**Dépenses de consommation au Luxembourg des travailleurs frontaliers en 2007 et 2010**

Catégorie de produit	2010				2007			
	Belgique	France	Allemagne	Total	Belgique	France	Allemagne	Total
<b>Biens durables</b>								
Durables (p.ex. meubles, TV, ordinateur...)	580	590	122	468	551	442	216	417
Véhicules	865	1 590	1 000	1 256	758	2 262	768	1 544
<b>Biens non-durables</b>								
Carburant	2 468	2 392	2 583	2 460	2 038	2 009	2 162	2 051
Tabac	455	688	429	563	336	580	397	477
Alcool	335	239	109	230	218	187	91	173
Alimentation et boissons consommées au foyer	1 971	1 411	1 025	1 455	1 720	1 444	1 161	1 447
Alimentation et boissons consommées en dehors du foyer	1 076	1 115	911	1 053	1 271	1 545	1 052	1 363
Transport publics	55	65	80	66	44	47	35	44
Culture et loisirs	64	55	45	55	228	279	166	240
Education	5	27	121	46	18	29	11	22
Voyages (billet d'avion, train)	607	450	343	463	390	432	201	368
Entretien de véhicules	107	152	121	132	73	123	90	103
Santé	191	162	161	169	144	65	100	93
Vêtements et chaussures	1 030	794	447	765	672	643	385	591
Résidence secondaire	-	-	-	-	17	21	23	20
Autres dépenses	191	151	54	136	179	79	130	116
<b>Total</b>	<b>9 999</b>	<b>9 882</b>	<b>7 551</b>	<b>9 317</b>	<b>8 657</b>	<b>10 187</b>	<b>6 988</b>	<b>9 069</b>

Source: L'enquête 2010 de la BCL et CEPS/INSTEAD - Calculs basés sur données pondérées et à imputation multiple. Enquête 2007 du STATEC et CEPS/INSTEAD.

39 Cet encadré se base sur la section 5 du Cahier d'Études BCL WP78.

Selon les chiffres de l'enquête 2010, les ménages frontaliers travaillant au Luxembourg ont dépensé en moyenne €9 300 au Luxembourg en 2010. En valeur, les dépenses les plus importantes sont attribuées aux ménages frontaliers belges (€10 000), suivis par les ménages frontaliers français (€9 900) et allemands (€7 600). Comparées aux chiffres de 2007, les dépenses de consommation ont augmenté de 3% en termes nominaux. Cette augmentation nominale est inférieure aux 7,6% de hausse cumulée d'inflation au Luxembourg entre juin 2007 et novembre 2010 (ces deux mois marquent le début des périodes d'analyses des deux enquêtes). En termes nominaux, les dépenses de consommation ont varié de +15%, +8% et -3%, respectivement pour les ménages belges, allemands et français. Ces évolutions de 2007 à 2010 doivent cependant être considérées avec la plus grande prudence, en raison notamment des différences méthodologiques précitées entre les enquêtes 2007 et 2010.

Les dépenses en carburant des ménages frontaliers travaillant au Luxembourg représentent le poste le plus important: €2 500 en moyenne. Les écarts selon le pays de résidence restent faibles. Depuis 2007, une hausse de 20% des dépenses en termes nominaux est observée pour les trois pays. Cette hausse correspond exactement à la hausse de la composante carburant dans l'indice des prix à la consommation, entre juin 2007 et novembre 2010.

Les dépenses en tabac et alcool ont augmenté respectivement de 18% et de 33% en termes nominaux, alors que l'indice des prix à la consommation a augmenté de +21% et +10% pour ces catégories respectives de biens. Les augmentations les plus importantes sont observées pour les ménages frontaliers belges: leurs dépenses en tabac et alcool ont augmenté de 35% et de 53% respectivement. Les dépenses nominales en nourriture à consommer au foyer restent inchangées depuis 2007 (avec une inflation s'élevant à +12% pour cette catégorie de dépenses). Par contre, les dépenses en nourriture à consommer en dehors du foyer ont substantiellement diminué (-23%) alors que l'inflation pour cette catégorie de dépense s'élève à +14%. Ces chiffres montrent un changement significatif dans les comportements de dépenses des ménages frontaliers, qui semblent privilégier la consommation au foyer. Les dépenses en transport public ont augmenté d'environ 50%, hausse principalement attribuée aux ménages frontaliers allemands, dont les dépenses moyennes augmentent de plus de 100%. Cette hausse pourrait être le reflet de meilleures structures de transport public entre l'Allemagne et le Luxembourg. Cependant, le montant total des dépenses moyennes annuelles s'élève seulement à € 66, ce qui est cohérent avec le fait que la majorité des frontaliers utilisent exclusivement leur voiture pour rejoindre leur lieu de travail (Tableau 2).

Tableau 2:

**Caractéristiques des trajets des ménages frontaliers en 2010**

		Belgique	France	Allemagne	Total
Moyen de transport	exclusivement par voiture	82,3%	75,6%	86,5%	80,0%
	exclusivement par transports publics	2,7%	5,2%	3,7%	4,2%
	les deux ci-dessus	15,0%	19,3%	9,8%	15,9%
Distance maison - travail en km	Moyenne	47,7	45,8	47,4	46,7
	Médiane	40,0	40,0	47,0	43,0

Source: Calculs des auteurs basés sur l'enquête 2010 de la BCL et CEPS/Instead; Données sous-jacentes pondérées et à imputation multiple.

Pour les autres catégories, les dépenses pour véhicules sont les seules à baisser, notamment du fait d'une réduction du montant de ces mêmes dépenses parmi les ménages frontaliers français.

Le Graphique 1 présente la répartition de la consommation entre biens durables et biens non-durables. Les biens durables se séparent en deux sous-catégories: véhicules et autres biens durables (par exemple, meubles, électroménager, informatique, etc.). Les biens non-durables se définissent comme la somme de toutes les autres catégories de biens et services. Les véhicules représentent la majeure partie des biens durables avec une part s'élevant à 73%. Les dépenses totales de consommation au Luxembourg représentent 19% en biens durables et 81% en biens non-durables. Les ménages

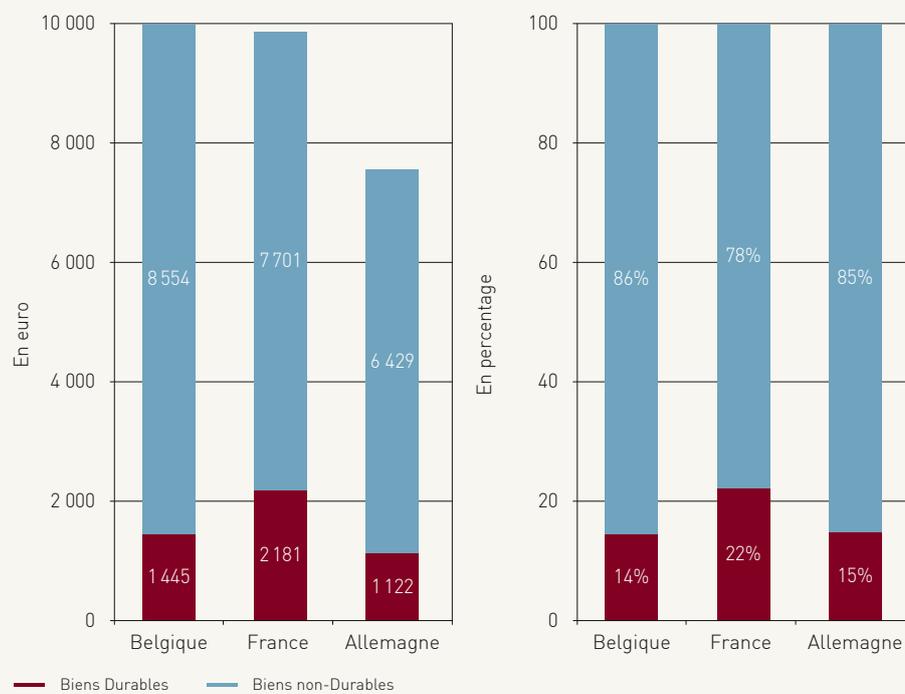
frontaliers français possèdent la part de biens durables la plus importante en termes absolus et relatifs, ce qui est principalement expliqué par des dépenses plus élevées en véhicules. Cependant, leur dépense dans cette catégorie a été fortement réduite entre 2007 et 2010 (Tableau 1).

Avec près de 32%, les dépenses en carburant représentent la plus grande part des dépenses en biens non-durables (Graphique 2). En termes absolus et relatifs, les ménages frontaliers allemands possèdent la part la plus importante des dépenses en carburant. Ce fait peut être expliqué par des plus grandes distances entre le lieu d'habitation et le lieu de travail et/ou par une préférence de la part des ménages frontaliers pour rejoindre leur lieu de travail en voiture (Tableau 2). La deuxième catégorie la plus importante est constituée par les dépenses en nourriture à consommer au foyer (19%), suivie par les dépenses de nourriture à consommer hors du foyer (14%). Les ménages résidents en Allemagne déclarent les plus faibles dépenses en nourriture à consommer au foyer, ce qui peut signifier que ces biens sont relativement moins chers en Allemagne qu'en France et en Belgique. Le reste des dépenses en biens durables s'articulent en dépenses en habillement (10%), tabac (7%), voyages (6%) et autres catégories (11%).

Les dépenses de consommation des ménages frontaliers varient à travers la distribution de revenus. Le Tableau 3 montre la part du revenu brut consommée au Luxembourg pour différentes catégories de revenu. Le plus grand nombre des ménages frontaliers se situe dans la 3<sup>ème</sup> catégorie qui correspond à un revenu perçu au Luxembourg entre €25 000 et €50 000<sup>40</sup>. Dans cette catégorie, la dépense moyenne au Luxembourg s'élève environ à €8 000. En passant à des catégories de revenu supérieures, la consommation au Luxembourg augmente en valeur absolue, mais sa part dans le revenu brut perçu au Luxembourg diminue. En moyenne, environ 17% du revenu brut perçu au Luxembourg est ainsi consommé au Luxembourg, ce qui représente environ €925 millions par an.

Graphique 1

Biens durables et biens non-durables par pays de résidence



Source : Calculs des auteurs basés sur l'enquête 2010 de la BCL et CEPS/Instead; Données sous-jacentes pondérées et à imputation multiple.

40 Voir Mathä, Porpiglia and Ziegelmeier (2012).

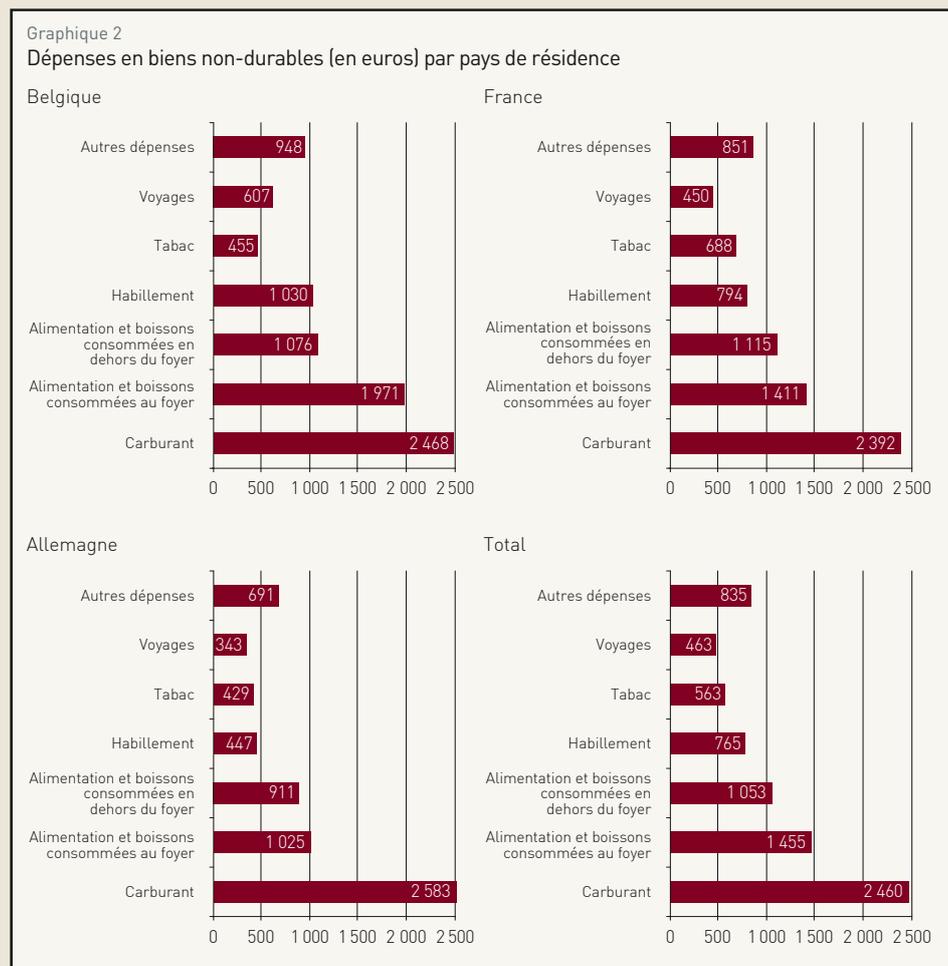
Tableau 3:

## Consommation au Luxembourg en pourcentage du revenu

Revenu perçu au Luxembourg par an en €	Consommation moyenne	Revenu perçu au Luxembourg*	Consommation totale en % du revenu au Luxembourg	Revenu total (Luxembourg + pays de résidence)	Consommation totale en % du revenu total
€0 - 10 000	5 877	5 000	118%	18 631	32%
€10 001 - 25 000	7 869	17 500	45%	26 897	29%
€25 001 - 50 000	7 942	37 500	21%	46 051	17%
€50 001 - 75 000	8 784	62 500	14%	71 966	12%
€75 001 - 100 000	14 045	87 500	16%	97 013	14%
€100 001 - 250 000	16 116	175 000	9%	179 639	9%
€250 001 - 500 000	24 944	375 000	7%	382 212	7%
€500 001 - 1 000 000	42 258	750 000	6%	869 782	5%
<b>Total</b>	<b>9 317</b>	<b>53 501</b>	<b>17%</b>	<b>62 405</b>	<b>15%</b>

\* *mi-point de l'intervalle*

Source: Calculs des auteurs basés sur l'enquête 2010 de la BCL et CEPS/Instead; Données sous-jacentes pondérées et à imputation multiple.



Source : Calculs des auteurs basés l'enquête 2010 de la BCL et CEPS/Instead ; Données sous-jacentes pondérées et à imputation multiple.

## RÉSUMÉ

Cet encadré présente les résultats de l'enquête 2010 sur le comportement financier et de consommation des ménages des travailleurs frontaliers. Ces ménages représentent non seulement une part importante de l'emploi au Luxembourg, mais également une part significative des dépenses de consommation au Luxembourg. En moyenne en 2010, ils y ont dépensé environ € 9 300 (soit 17% de leur revenu brut perçu au Luxembourg). Le montant total de leurs dépenses de consommation au Luxembourg est estimé à plus de € 900 millions.

## RÉFÉRENCES

Genevois, A.-S. and M. Zanardelli (2008): "Les dépenses des salariés frontaliers au Luxembourg en 2007". STATEC Bulletin 2008-1.

Mathä, T. Y., A. Porpiglia, and M. Ziegelmeier (2012): "Income, wealth and consumption of cross-border commuters to Luxembourg". BCL Working Paper 78.

Statec (2012): Note de conjoncture: Projections économiques à moyen terme. No. 1-12, Luxembourg: Statec.

## 1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au premier trimestre de 2012, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont progressé de 129,6 milliards d'euros pour atteindre 5 606 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre de 2012. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger se sont accrus de 129 milliards, une hausse légèrement inférieure à celle des avoirs extérieurs, en s'établissant à 5 582 milliards d'euros à fin juin 2012. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est accrue de 600 millions (à 24 milliards d'euros) par rapport à la fin du premier trimestre 2012 (données révisées, voir encadré ci-dessous).

Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est contracté de 16 milliards à 38 milliards d'euros à la fin du second trimestre 2012. L'excédent des « autres investissements » a progressé de 87 milliards à 355 milliards d'euros tandis que celui des produits dérivés est resté stable à 17 milliards. Le déficit d'investissements de portefeuille s'est quant à lui aggravé de 70 milliards en atteignant 387 milliards fin juin 2012.

Dans les encours d'investissements de portefeuille, la valeur des titres étrangers détenus par les résidents s'établit à 2 158 milliards d'euros fin juin 2012 contre 2 176 milliards fin mars 2012. Cette réduction de 17 milliards entre les deux périodes s'explique par un effet-flux négatif (rapatriement des capitaux à concurrence de 24 milliards) compensé partiellement par un effet positif de valorisation (plus de 6 milliards). Du côté des engagements, les titres luxembourgeois ont en revanche subi un effet-flux positif pour les titres de créance (achats nets de 48 milliards) et pour les titres de participation (achats nets de 10 milliards). Les effets de valorisation, se sont avérés négatifs dans l'ensemble pour les titres luxembourgeois (-6 milliards). La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'établit ainsi à 2 545 milliards fin juin 2012, contre 2 493 milliards fin mars 2012. Dans l'ensemble, les effets-flux et les effets de valorisation ont accru la valeur des titres luxembourgeois (+52 milliards) détenus par les non-résidents tout en réduisant la valeur des titres étrangers (-17 milliards) détenus par les résidents, contribuant ainsi à la hausse (70 milliards) 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) s'est accrue de 87 milliards à 355 milliards fin juin 2012. Cet accroissement résulte d'un effet flux largement positif. L'encours de créances a progressé de 96 milliards (dont 72 milliards de nouveaux flux) à 1 215 milliards fin juin 2012. L'encours d'engagements ne progresse que de 8 milliards (suite à un effet flux largement négatif) atteignant 860 milliards fin juin 2012. A la fin du deuxième trimestre 2012, la position créditrice de toutes les institutions financières monétaires s'établit à 196 milliards, dont 125 milliards correspondent à la contribution de la BCL (solde TARGET).

Tableau 26 :

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

	Encours à fin 2012T1 <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 2012T2 <sup>2)</sup>
Position extérieure nette	23,3	0,3	0,3	23,9
Avoirs extérieurs bruts	5 476,1	61,8	67,8	5 605,7
Engagements extérieurs bruts	5 452,8	61,5	67,5	5 581,8
Investissements directs	54,8	-4,5	-11,8	38,4
Luxembourgeois à l'étranger	2 113,1	18,2	30,6	2 161,9
Etrangers au Luxembourg	2 058,2	22,7	42,5	2 123,4
Investissements de portefeuille	-317,2	-82,9	13,0	-387,1
Titres étrangers	2 175,8	-24,2	6,7	2 158,2
Titres de participation	868,5	-11,2	-21,9	835,4
Titres de créance	1 307,3	-13,0	28,6	1 322,9
Titres luxembourgeois	2 492,9	58,7	-6,3	2 545,4
Titres de participation	2 110,3	10,2	-10,6	2 109,9
Titres de créance	382,6	48,5	4,3	435,5
Produits dérivés	17,3	7,2	-7,7	16,9
Créances	67,2	4,0	-1,2	70,1
Engagements	49,9	-3,2	6,5	53,2
Autres investissements	267,5	88,5	-1,1	354,9
Créances	1 119,2	71,9	23,7	1 214,8
Engagements	851,7	-16,7	24,8	859,8
Avoirs de réserve	0,78	0,01	0,00	0,79

<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 un effet positif de valorisation.

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

Source : BCL

Encadré 7 :

## RÉVISIONS DES DONNÉES DE LA POSITION EXTÉRIEURE DU LUXEMBOURG

A l'occasion du cycle de production de septembre 2012, certaines catégories fonctionnelles<sup>41</sup> de la position extérieure du Luxembourg ont fait l'objet d'importantes révisions. Celles-ci s'étendent sur la période couvrant le quatrième trimestre 2008 jusqu'au premier trimestre 2012. Toutefois les évolutions les plus significatives sont introduites à partir du quatrième trimestre 2011 et tiennent lieu à la fois à l'intégration des données d'une nouvelle enquête (« reporting sociétés émettrices ») et à un important changement méthodologique. De plus, à partir du quatrième trimestre 2011, des reclassifications sont opérées entre les catégories fonctionnelles « investissements directs » et « autres investissements ». Ces reclassifications, qui portent sur les prêts et emprunts intragroupes, s'expliquent par des précisions méthodologiques apportées par le nouveau manuel de la balance des paiements et de la position extérieure publié par le FMI (BPM, 6ème édition). Dans la perspective de l'entrée en vigueur en 2014 du BPM 6, des corrections sont opérées sur les encours d'investissements directs et d'autres investissements calculés par la méthode de cumul des flux historiques. Le nouveau manuel ne retient plus en effet la méthode du cumul des flux historiques dans la liste des méthodes acceptables d'estimations de positions. Les corrections y apportées sont à la base d'importantes révisions des positions.

41 Les instruments financiers repris dans la position extérieure sont classés selon cinq catégories fonctionnelles : les investissements directs, les investissements de portefeuille, les produits financiers dérivés, les autres investissements et les avoirs de réserve.

Dans l'ensemble, les corrections des positions se divisent en deux périodes : la première s'étend de 2008T4 à 2011T3 et se caractérise par des révisions à la baisse tant des avoirs que des engagements pour un montant moyen similaire (124 milliards d'euros, soit 3% des encours d'avoirs et d'engagements moyens dans les anciennes séries). La position extérieure nette n'est que très peu affectée (elle reste positive de 36 milliards en moyenne, avec une révision moyenne quasi nulle). Toutefois comme le montre le tableau ci-dessous, les révisions varient fortement d'un trimestre à l'autre au sein de cette période 2008T4-2011T3. A titre d'exemple, la position nette de 2011T3 est révisée à la baisse de 11,4 milliards tandis que celle de 2010T2 est révisée à la hausse de 11,8 milliards.

La deuxième période couvre les données plus récentes, celles de 2011T4 et de 2012T1. Cette deuxième période se caractérise par l'intégration d'une nouvelle source de données (« reporting sociétés émettrices »), par des reclassements ainsi par des changements méthodologiques qui ont affecté la position extérieure globale. Pour cette deuxième période, les encours bruts sont globalement revus à la hausse tandis que la position nette affiche des variations très fortes tantôt à la hausse, tantôt à la baisse. Les paragraphes suivants détaillent par rubrique les principales raisons de toutes ces révisions.

Tableau 1 :

**Révision de la position extérieure globale (en millions d'euros)**

Période	Avoirs extérieurs bruts			Engagements extérieurs bruts			Position extérieure nette		
	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart
2008T4	3 996 350	3 883 306	-113 044	3 958 936	3 838 175	-120 760	37 415	45 131	7 716
2009T1	3 921 633	3 815 218	-106 415	3 895 284	3 778 750	-116 535	26 349	36 469	10 120
2009T2	4 014 286	3 904 731	-109 555	3 986 550	3 879 117	-107 433	27 736	25 614	-2 122
2009T3	4 137 288	4 045 361	-91 927	4 107 832	4 020 248	-87 584	29 456	25 113	-4 343
2009T4	4 315 734	4 209 089	-106 645	4 278 635	4 178 229	-100 406	37 099	30 860	-6 239
2010T1	4 546 771	4 393 372	-153 400	4 513 205	4 359 771	-153 434	33 567	33 601	34
2010T2	4 705 521	4 567 486	-138 034	4 670 016	4 520 208	-149 808	35 505	47 279	11 774
2010T3	4 702 423	4 586 434	-115 988	4 665 958	4 544 249	-121 710	36 464	42 185	5 721
2010T4	4 909 662	4 757 751	-151 911	4 867 843	4 719 221	-148 622	41 818	38 530	-3 289
2011T1	4 907 411	4 772 715	-134 697	4 861 274	4 724 784	-136 490	46 137	47 930	1 793
2011T2	4 947 461	4 823 632	-123 829	4 909 213	4 794 569	-114 644	38 248	29 063	-9 185
2011T3	4 964 435	4 825 954	-138 480	4 914 721	4 787 631	-127 091	49 713	38 324	-11 390
2011T4	5 178 984	5 327 030	148 046	5 142 523	5 281 072	138 549	36 461	45 958	9 496
2012T1	5 364 240	5 476 073	111 833	5 326 070	5 452 805	126 735	38 170	23 268	-14 902

Note : un écart négatif traduit une révision à la baisse tandis qu'un écart positif signifie une révision à la hausse.

Source : BCL

Les reclassifications (transferts d'un instrument financier d'une catégorie fonctionnelle donnée vers une autre) ont concerné exclusivement les prêts – emprunts intragroupes des intermédiaires financiers (monétaires et non-monétaires). Les prêts intragroupes à long terme des institutions financières monétaires (IFMs) sont désormais classés dans la rubrique « autres investissements ». Auparavant, ces prêts intragroupes étaient classés dans les autres capitaux d'investissements directs, conformément à la 5<sup>ème</sup> édition du BPM. La nouvelle édition du Manuel recommande en effet de ne plus classer les prêts des IFMs dans la rubrique « investissements directs ». Les montants concernés ne sont toutefois pas significatifs (moins de 2 milliards d'euros, tant à l'actif qu'au passif). En revanche, les prêts – emprunts de certaines sociétés financières non-bancaires, regroupant surtout les SOPARFI ou les SPEs (Special purpose entities), étaient auparavant classés en grande partie dans les « autres investissements ». Les clarifications méthodologiques apportées par la 6<sup>ème</sup> édition du BPM permettent désormais de les reclasser dans les autres capitaux de la rubrique « investissements directs ». Ce reclassement crée ainsi une rupture de séries dans les deux catégories fonctionnelles, perceptible à partir de 2011T4 (voir tableaux 2 et 3 ci-dessous).

Tableau 2:

**Révision des encours d'autres capitaux d'investissements directs (prêts – emprunts intragroupes, en millions d'euros)**

Période	Investissements directs à l'étranger			Investissements directs de l'étranger		
	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart
2008T4	164 174	173 188	9 014	213 119	250 084	36 965
2009T1	191 519	199 913	8 394	219 835	257 934	38 100
2009T2	198 729	204 569	5 840	202 913	248 083	45 170
2009T3	208 489	212 893	4 404	198 410	254 033	55 623
2009T4	242 936	252 587	9 650	192 850	241 903	49 053
2010T1	251 121	261 908	10 787	150 104	205 204	55 100
2010T2	279 603	289 178	9 575	152 889	206 648	53 758
2010T3	272 698	280 838	8 140	122 698	197 825	75 127
2010T4	265 980	280 415	14 435	137 076	209 075	71 998
2011T1	267 763	289 375	21 611	130 419	202 614	72 195
2011T2	284 177	299 513	15 336	134 612	205 276	70 663
2011T3	298 038	310 921	12 883	148 895	219 021	70 126
2011T4	303 665	553 079	249 414	151 268	432 969	281 701
2012T1	313 418	544 476	231 058	143 450	430 770	287 321

Note : un écart négatif traduit une révision à la baisse tandis qu'un écart positif signifie une révision à la hausse.

Source : BCL

Tableau 3:

**Révision des encours d'autres investissements (prêts – emprunts intragroupes des SPEs, en millions d'euros)**

Période	Prêts accordés à l'étranger			Prêts recus de l'étranger		
	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart
2008T4	470 198	280 198	-190 000	338 056	188 056	-150 000
2009T1	467 448	275 282	-192 166	303 754	149 104	-154 650
2009T2	440 666	256 327	-184 338	288 526	107 237	-181 289
2009T3	442 561	273 268	-169 293	254 138	91 626	-162 513
2009T4	468 775	297 374	-171 401	262 278	98 520	-163 758
2010T1	502 534	293 398	-209 136	275 431	97 551	-177 880
2010T2	546 414	326 954	-219 460	296 611	113 836	-182 776
2010T3	518 546	327 611	-190 935	280 248	107 112	-173 136
2010T4	567 324	339 504	-227 820	269 080	62 753	-206 326
2011T1	550 545	309 908	-240 636	266 139	67 200	-198 939
2011T2	560 752	333 420	-227 332	267 876	71 067	-196 810
2011T3	563 063	317 643	-245 419	300 569	97 504	-203 064
2011T4	612 041	189 615	-422 425	329 796	63 840	-265 956
2012T1	655 951	251 146	-404 806	326 211	61 864	-264 347

Note : un écart négatif traduit une révision à la baisse tandis qu'un écart positif signifie une révision à la hausse.

Source : BCL

Les plus fortes révisions sur les positions prêts-emprunts des SPE proviennent cependant de l'intégration d'une nouvelle source. A partir du quatrième trimestre 2011, ces positions sont compilées grâce aux données bilantaires collectées dans le nouveau reporting « sociétés émettrices ». Auparavant, ces données étaient calculées par cumul des flux historiques recensés dans la balance des paiements. Comme la nouvelle édition du manuel de référence (BPM 6) ne retient pas la méthode du cumul des flux comme méthode acceptable de valorisation des positions, les prêts et emprunts classiques recensés dans la position extérieure sont à partir de 2011T4 évalués à leur valeur nominale sur base des vrais stocks collectés grâce au reporting société émettrice. Ce reporting est régi par un règlement de la BCL (2011/8) qui impose des obligations statistiques à toutes les sociétés résidentes qui émettent des titres de créance ou qui contractent des emprunts ou qui accordent des prêts à des sociétés liées. A partir du quatrième trimestre 2011, ces sociétés sont tenues de transmettre leurs bilans trimestriels avec une ventilation par pays de leurs avoirs et de leurs engagements financiers. Les données issues des bilans sont a priori de meilleure qualité que celles issues du cumul des flux historiques. Elles entraînent dans l'ensemble une révision à la baisse des encours d'avoirs (à concurrence de 173 milliards pour 2011T4 et pour 2012T1) et une révision à la hausse des encours d'engagements (à concurrence de 16 milliards pour 2011T4 et 23 milliards pour 2012T1, voir le tableau 4 ci-dessous).

Tableau 4 :

**Révision des positions prêts – emprunts intragroupes des autres secteurs**

(somme des rubriques investissements directs et autres investissements, en millions d'euros)

Période	Avoirs			Engagements		
	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart
2008T4	634 373	453 387	-180 986	551 175	438 140	-113 035
2009T1	658 968	475 195	-183 772	523 589	407 038	-116 550
2009T2	639 395	460 897	-178 498	491 439	355 320	-136 119
2009T3	651 050	486 161	-164 888	452 548	345 658	-106 889
2009T4	711 711	549 960	-161 751	455 128	340 423	-114 705
2010T1	753 655	555 306	-198 349	425 535	302 755	-122 780
2010T2	826 017	616 131	-209 886	449 501	320 483	-129 018
2010T3	791 244	608 449	-182 795	402 946	304 938	-98 008
2010T4	833 304	619 919	-213 385	406 156	271 828	-134 328
2011T1	818 308	599 283	-219 025	396 558	269 814	-126 743
2011T2	844 928	632 932	-211 996	402 488	276 342	-126 146
2011T3	861 101	628 564	-232 537	449 464	316 525	-132 939
2011T4	915 706	742 694	-173 011	481 064	496 809	15 745
2012T1	969 369	795 622	-173 748	469 661	492 634	22 973

Note : un écart négatif traduit une révision à la baisse tandis qu'un écart positif signifie une révision à la hausse.

Source : BCL

D'importantes révisions sont également opérées sur les séries historiques (2008T4 – 2011T3) des positions prêts – emprunts intragroupes des autres intermédiaires financiers. Ces révisions proviennent des corrections à la baisse des encours des quelques entités résidentes dont les encours issus des bilans sont apparus bien inférieurs<sup>42</sup> à ceux calculés par cumul des flux historiques. Ainsi, l'encours de prêts accordés à l'étranger est réduit en moyenne de 195 milliards sur la période 2008T4-2011T3 tandis que l'encours d'emprunts de l'étranger est ajusté à la baisse en moyenne de 121 milliards.

42 Les écarts s'expliquent probablement à la fois par une surestimation des encours de départ et par des double-comptages dans les flux.

Dans la même logique que pour les positions prêts – emprunts intragroupes, les encours de capitaux propres (participations au capital social) recensés dans les investissements directs ont subi d'importantes révisions. Toutefois il n'y a pas de changement méthodologique important pour cette rubrique. Une partie des données de cette rubrique provient en effet de l'enquête annuelle du Statec qui couvre tous les établissements de crédit, toutes les sociétés d'assurance ainsi qu'une grande partie des sociétés avec une activité productive significative. L'enquête annuelle du Statec ne couvre malheureusement pas la grande majorité des sociétés sans activité productive significative telles que les SOPARFI. Pour ces sociétés, les encours des capitaux propres ou de participations sont compilés par la méthode de cumul des flux historiques. Cette méthodologie reste en vigueur en dépit de nouvelles recommandations internationales. Toutefois à partir de 2011T4, les corrections suivantes sont introduites sur base du reporting « sociétés émettrices » (SE):

a) les encours par cumul des flux sont ventilés par pays partenaire et comparés aux encours issus des bilans trimestriels du reporting SE. Pour un pays donné, lorsque l'encours calculé par cumul des flux est inférieur à l'encours du reporting SE, ce dernier remplace le premier. Ceci entraîne une révision à la hausse des capitaux propres d'investissements directs, comme cela est illustré dans le tableau 5 ci-dessous. Ce cas concerne un nombre limité des pays partenaires pour lesquels la méthode de cumul des flux aboutit carrément à une sous-estimation de la position.

b) Pour une dizaine des SOPARFI résidentes (SPEs) dont le total du bilan atteint des dizaines voire des centaines de milliards d'euros, les encours des capitaux propres calculés par cumul des flux sont comparés aux encours issus de leurs bilans du reporting SE. Des écarts importants pour certains pays partenaires sont constatés tant sur les avoirs que sur les engagements. Pour les entreprises et les pays concernés, les données issues du cumul des flux historiques sont ajustées de manière à ce qu'elles coïncident avec les résultats du reporting SE. Ceci occasionne globalement des ajustements à la hausse des capitaux propres d'investissements directs, à partir de la période de référence 2011T4.

c) Par ailleurs, sur la période 2008T4 – 2011T3, les encours par cumul des flux sont analysés par pays. Pour un pays donné, lorsque l'encours calculé par cumul des flux est négatif, l'encours de départ est ajusté du même montant de sorte que l'encours retenu devient nul pour ce pays. Ce cas concerne un nombre limité des pays partenaires pour lesquels les stocks de départ ont été sous-estimés. Ceci entraîne dans l'ensemble une révision à la hausse des capitaux propres d'investissements directs, comme cela est illustré dans le tableau 5 (voir périodes antérieures à 2011T4).

Tableau 5:

**Révision des capitaux propres d'investissement direct (secteur non-bancaire, en millions d'euros)**

Période	Investissements directs à l'étranger			Investissements directs de l'étranger		
	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart	Ancienne série	Nouvelle série	Ecart
2008T4	907 361	988 169	80 808	874 945	877 420	2 475
2009T1	918 432	998 502	80 070	915 459	917 000	1 542
2009T2	961 640	1 032 811	71 172	961 164	962 978	1 814
2009T3	965 022	1 037 083	72 061	960 007	973 439	13 432
2009T4	1 005 639	1 062 517	56 878	1 037 246	1 045 180	7 934
2010T1	1 039 462	1 112 981	73 518	1 130 322	1 109 782	-20 540
2010T2	1 080 822	1 153 838	73 016	1 205 351	1 181 736	-23 615
2010T3	1 069 164	1 143 001	73 837	1 195 933	1 176 824	-19 109
2010T4	1 155 382	1 215 158	59 776	1 258 787	1 241 447	-17 340
2011T1	1 158 854	1 236 262	77 408	1 268 837	1 258 718	-10 118
2011T2	1 165 848	1 243 216	77 368	1 284 674	1 282 561	-2 113
2011T3	1 240 878	1 321 400	80 522	1 376 406	1 374 806	-1 600
2011T4	1 350 332	1 557 828	207 496	1 494 308	1 617 775	123 467
2012T1	1 365 888	1 568 581	202 693	1 525 866	1 627 472	101 606

Note: un écart négatif traduit une révision à la baisse tandis qu'un écart positif signifie une révision à la hausse.

Source: BCL

Finalement dans la rubrique « autres investissements », quelques corrections mineures sont apportées aux données de la Banque des Règlements Internationaux qui sont utilisées pour calculer les encours des dépôts / prêts reçus par le secteur non-bancaire résident vis-à-vis des banques non-résidentes. Pour un pays partenaire donné, lorsque les montants des dépôts ou des prêts déclarés par les banques étrangères sont inférieurs aux montants collectés grâce aux différents reportings internes de la BCL, les données de la BRI sont remplacées par les données internes. Ceci aboutit logiquement à une révision à la hausse des encours du secteur non-bancaire résident vis-à-vis des banques non-résidentes.

En guise de conclusion, le cycle de production de septembre 2012 a été l'occasion d'introduire quelques améliorations sur certains postes de la position extérieure du Luxembourg. Ces améliorations sont rendues nécessaires notamment par la prochaine entrée en vigueur, à partir de 2014, des nouvelles recommandations de la 6<sup>ème</sup> édition du manuel de la balance des paiements et de la position extérieure. Les révisions s'étendent sur la période couvrant le quatrième trimestre 2008 jusqu'au premier trimestre 2012. Les évolutions les plus significatives sont introduites toutefois à partir du quatrième trimestre 2011 et tiennent essentiellement lieu à l'intégration des données d'une nouvelle enquête (« reporting sociétés émettrices »). En outre, des reclassifications ont été opérées à partir du quatrième trimestre 2011 au sein des prêts - emprunts intragroupes qui sont désormais compilés sur base des vrais stocks bilantaires issus du nouveau reporting. Ces prêts sont en grande partie classés dans la rubrique « investissements directs » et non dans les « autres investissements » comme auparavant. Ces reclassifications sont intervenues sur base des précisions méthodologiques apportées par le nouveau manuel de référence. Finalement, des corrections ont été opérées sur les séries historiques (2008T4-2011T3) d'encours d'investissements directs et d'autres investissements recensés par la méthode de cumul des flux historiques. Ces corrections sont aussi à la base d'importantes révisions.

### 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 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 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.

43 Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM), sociétés financières, sociétés non financières et administrations publiques.

44 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.

L'analyse détaillée se limite ici au secteur des ménages et des sociétés non-financières. Les évolutions conjoncturelles récentes des autres secteurs sont analysées en détail dans d'autres parties de la présente publication.

Tableau 27:

**Evolution du patrimoine financier net des ménages luxembourgeois <sup>1)2)</sup>**

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

	03-2010	03-2011	03-2012	Transac-tions	Autres variations	06-2012
<b>Actifs financiers</b>	<b>53 483</b>	<b>55 577</b>	<b>56 705</b>	<b>165</b>	<b>76</b>	<b>56 945</b>
Numéraire et dépôts	26 492	27 922	30 095	44	39	30 177
Titres autres qu'actions	8 211	7 900	6 309	201	-24	6 486
Crédits	272	271	259	-6	0	253
Actions et autres participations	12 107	11 957	11 696	93	-241	11 548
Provisions techniques d'assurance	6 402	7 527	8 347	-167	302	8 482
<b>Passifs financiers</b>	<b>19 896</b>	<b>21 668</b>	<b>23 215</b>	<b>442</b>	<b>3</b>	<b>23 661</b>
Crédits	19 896	21 668	23 215	442	3	23 661
dont: Court terme (moins d'un an)	927	983	957	46	4	1 007
dont: Long terme (plus d'un an)	18 969	20 685	22 258	396	0	22 654
<b>Patrimoine financier net</b>	<b>33 587</b>	<b>33 910</b>	<b>33 490</b>	<b>-277</b>	<b>72</b>	<b>33 284</b>

<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. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

Source: STATEC / BCL

Les actifs des ménages luxembourgeois sont majoritairement composés de numéraire et dépôts (53% du total fin juin 2012) et d'actions et autres participations (20%). Au cours du deuxième trimestre de 2012, les ménages ont principalement investi en titres à revenu fixe (201 millions d'euros) et en actions et autres participations (93 millions d'euros). Toutefois, les effets de marché se sont avérés négatifs pour ces deux instruments. Au final, les avoirs totaux ont augmenté, passant de 56 705 millions d'euros en mars 2012 à 56 945 millions d'euros en juin 2012.

Les engagements des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent la majorité. Au cours du deuxième trimestre de 2012, l'encours des crédits à long terme a continué de progresser, comme il le fait de façon régulière depuis 2006.

Tel qu'il ressort du tableau ci-dessus, les ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages ont enregistré un besoin net de financement s'élevant à 277 millions d'euros au cours du deuxième trimestre de 2012, les dettes ayant augmenté plus rapidement que les actifs. Ce déficit a été partiellement compensé par un effet de marché favorable de 72 millions d'euros. Au total, le patrimoine financier net s'est inscrit en léger recul au cours de la période sous revue, passant de 33 490 millions d'euros fin mars à 33 284 millions d'euros fin juin 2012.

Tableau 28:

**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)

	03-2010	03-2011	03-2012	Transac- tions	Autres variations	06-2012
<b>Actifs financiers</b>	<b>404 168</b>	<b>362 198</b>	<b>369 046</b>	<b>4 892</b>	<b>-774</b>	<b>373 164</b>
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	85 810	71 591	71 470	1 838	87	73 396
Titres autres qu'actions	6 791	2 350	3 206	182	185	3 572
Crédits	33 685	37 078	36 437	743	28	37 208
Actions et autres participations	274 761	246 788	253 141	2 790	-1 073	254 857
dont: Actions cotées	3 466	2 430	1 182	55	-61	1 176
dont: Actions non cotées et autres participations	269 133	242 242	250 552	2 729	-997	252 284
dont: Parts d'OPC	2 163	2 115	1 406	6	-15	1 397
Autres	3 122	4 391	4 793	-662	0	4 131
<b>Passifs financiers</b>	<b>441 065</b>	<b>412 600</b>	<b>413 873</b>	<b>4 488</b>	<b>-6 973</b>	<b>411 388</b>
Numéraire et dépôts	15 557	16 190	21 898	139	386	22 423
Titres autres qu'actions	99 133	97 065	98 859	471	15	99 345
Crédits	306 170	276 294	267 929	4 325	-7 373	264 881
Actions et autres participations	76 379	68 062	53 353	0	-6 594	46 758
dont: Actions cotées	229 791	208 232	214 575	4 326	-779	218 122
dont: Actions non cotées et autres participations	20 204	23 051	25 187	-447	0	24 739
Autres comptes à payer	-36 896	-50 402	-44 827	404	6 199	-38 225
<b>Patrimoine net financier</b>						

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

Source: STATEC / BCL

Les sociétés non financières détiennent des avoirs principalement sous la forme de participations (68% du total des avoirs à la fin mars 2012) et de dépôts (20%). L'analyse de l'évolution récente des actifs financiers révèle un accroissement des investissements nets pour tous les instruments financiers, excepté les autres comptes à recevoir. C'est particulièrement le cas des participations (2 790 millions d'euros), dépôts (1 838 millions d'euros) et crédits accordés (743 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. Au total, les actifs se sont accrus, pour atteindre 373 164 millions en juin 2012.

Du côté des engagements, les sociétés non financières luxembourgeoises se financent principalement par l'émission d'actions et de participations (64% du total du passif à la fin mars 2012), et par l'emprunt (24%). L'émission d'obligations, qui ne représente que 5% des engagements, est un instrument de financement moins utilisé. Au cours du deuxième trimestre de 2012, ce sont principalement les investissements nets en participations qui ont augmenté (4 326 millions d'euros). Par contre, il n'y a pas eu de nouvelle cotation en bourse. Les effets de marché ont eu un impact largement négatif sur les actions et participations, mais légèrement positif sur les dépôts et obligations. Au total, les engagements se sont contractés de 0,6% entre mars 2012 et juin 2012, pour atteindre 411 388 millions d'euros.

En conséquence de tous les mouvements décrits ci-dessus, les sociétés non financières ont clôturé le deuxième trimestre de l'année 2012 avec un léger surplus financier de 404 millions d'euros, qui s'est accompagné d'un effet de prix et de taux de change favorable (puisque fortement négatif du côté

des engagements) de 6 199 millions d'euros. Ces effets combinés ont conduit à une amélioration de la valeur nette du patrimoine financier qui s'élevait, fin juin, à -38 225 millions d'euros.

## 1.2.11 Les finances publiques

### 1.2.11.1 Projet de budget 2013 de l'Etat luxembourgeois

Le tableau ci-dessous présente les chiffres-clefs du projet de budget 2013 de l'Etat central au sens strict. Cette présentation traditionnelle intègre aux dépenses de l'Etat central les dotations aux Fonds spéciaux, à certains établissements publics et fondations et aux services de l'Etat à gestion séparée et non les dépenses effectives ou programmées de ces mêmes entités.

Tableau 29:

#### Projet de budget 2013 de l'Etat luxembourgeois (en millions d'euros, sauf mention contraire)

	Compte 2011	Budget voté 2012	Projet de budget 2013 amendé	Progression 2012-2013 en %	Progression 2011-2013 en %
<b>Budget courant</b>					
Recettes	10 266,4	10 632,5	11 146,0	4,8	8,6
Dépenses	9 493,1	10 175,1	10 787,0	6,0	13,6
Solde	773,3	457,4	359,1	-	-
<b>Budget en capital</b>					
Recettes	100,9	59,8	57,4	-4,0	-43,1
Dépenses	1 235,4	913,1	974,9	6,8	-21,1
Solde	-1 134,5	-853,2	-917,5	-	-
<b>Budget total</b>					
Recettes	10 367,3	10 692,4	11 203,4	4,8	8,1
Dépenses	10 728,6	11 088,2	11 761,8	6,1	9,6
Solde	-361,2	-395,8	-558,4	-	-

Source : *Projet de loi amendé concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2013, Ministère des Finances.*

Comme l'illustre le tableau ci-dessus, les dépenses de l'Etat central au sens strict progresseraient de 6,1% en 2013. Les dépenses augmenteraient nettement plus que les recettes, de sorte que le solde de l'Etat au sens strict passerait d'un déficit de 395,8 millions d'euros en 2012 (du moins selon le budget voté) à un déficit nettement supérieur de 558,4 millions d'euros l'année suivante.

Comme la BCL l'a précisé dans ses nombreuses publications antérieures, ces chiffres doivent néanmoins être interprétés avec une certaine prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extrabudgétaires et assimilés<sup>45</sup> en lieu et place des programmes de dépenses de ces mêmes fonds.

Le volume III du projet de budget, portant sur le cadre européen de la politique budgétaire, est bien plus instructif à cet égard. Les comptes y sont en effet présentés selon une optique pleinement exhaustive, reposant sur le cadre comptable SEC95. C'est d'ailleurs sur la base des comptes SEC 95 que la BCL établit ses projections de finances publiques. Sur cette base le déficit de l'Administration centrale

<sup>45</sup> Les établissements publics et fondations, les services de l'Etat à gestion séparée et les institutions de l'Etat.

serait, selon le projet de budget, de l'ordre de 1041,5 millions euros en 2013 selon l'optique SEC95 soit 2,3% du PIB en 2013. Quant à la situation budgétaire de la sécurité sociale, elle se détériorerait selon le projet de budget. L'excédent de la sécurité sociale passerait de 1,7% du PIB en 2012 à 1,4% en 2013. En 2008, ce même solde affichait encore un excédent de 2,9% du PIB. Au total, le solde des Administrations publiques pour l'année 2013 s'établirait à -0,8% du PIB toujours selon le projet de budget 2013

### 1.2.11.2 Les projections budgétaires (2012-2014) de la BCL

#### Situation budgétaire: revue de l'année 2011

Après une dégradation du solde budgétaire en 2009 et 2010, due pour l'essentiel aux conséquences de la crise économique, l'année 2011 s'est caractérisée par une amélioration du solde des Administrations publiques. Le déficit de l'ensemble des Administrations publiques s'est établi à 0,3% du PIB. Cette évolution s'explique par une baisse des dépenses publiques (-0,8% du PIB) plus prononcée que la diminution des recettes publiques (-0,4% du PIB).

L'excédent de la sécurité sociale a enregistré une hausse de 0,3% du PIB par rapport à 2010 pour atteindre 1,9% du PIB, tandis que le déficit de l'Administration centrale, quoiqu'affichant une légère amélioration par rapport à 2010, s'est établi à 2,3% du PIB. Les Administrations locales ont quant à elles présenté un très léger excédent, de l'ordre de 0,1% du PIB.

#### Les projections pour la période 2012-2014

Dans le cadre des exercices de projections biannuels, la BCL a présenté ses chiffres concernant les soldes des Administrations publiques ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2012 à 2014. La BCL a intégré dans ses projections les mesures de consolidation budgétaire annoncées par le Gouvernement en mai 2012, confirmées lors de la présentation du projet de budget 2013 et complétées par un paquet de mesures additionnelles présentées le 6 novembre 2012. Ces mesures de consolidation devraient entrer en vigueur dès janvier 2013.

En **2012**, le solde de l'ensemble des Administrations publiques se détériorerait fortement et s'établirait à -1,9% du PIB selon les estimations de la BCL. Cette dégradation marquée s'explique principalement par une croissance économique moins favorable que prévu et par une croissance traditionnellement forte des dépenses publiques. Ces dernières enregistrent une progression (+6,8% en rythme annuel) beaucoup plus importante que celle des recettes (+3,0% en rythme annuel). Certaines recettes enregistrent d'ailleurs des taux de croissance négatifs, notamment l'impôt sur le revenu des collectivités (-0,9% en rythme annuel).

Par ailleurs, il est important de noter que les projections de décembre 2012 et les projections de juin 2012 de la BCL convergent dans la même direction, à savoir une détérioration du solde en 2012, suivie par une amélioration en 2013 sous les effets conjugués de mesures de consolidation<sup>46</sup> budgétaire ainsi que d'une accélération de la croissance économique, avant que le déficit ne reparte à la hausse en 2014.

En **2013**, le besoin de financement de l'Administration centrale se monterait à 2,6% du PIB selon les projections de la BCL. Cette estimation diffère quelque peu du solde SEC95 estimé au projet de budget 2013 qui s'élèverait à 2,3% du PIB en 2013 (différence de 0,3% du PIB). Cette différence provient, entre autres, du fait que la BCL a retenu, dans ses hypothèses sur le volet des dépenses, des taux de

<sup>46</sup> Les mesures de consolidation budgétaire adoptées en 2013 sont estimées à environ 1,5% du PIB dans les projections de décembre 2012.

croissance plus importants en ce qui concerne la rémunération des salariés et les transferts courants ainsi que des recettes de TVA de moindre ampleur sur le volet des recettes.

En revanche, le surplus de la sécurité sociale prévu par la BCL pour 2013 est plus favorable que l'estimation figurant au projet de budget 2013. L'excédent de la sécurité sociale correspondant estimé par la BCL s'établit en effet à 1,6% du PIB en 2013 contre un surplus de 1,4% selon le projet de budget. Cette différence est due, entre autres, à l'hypothèse adoptée concernant l'évolution du marché de l'emploi. Dans ses projections, la BCL a retenu l'hypothèse d'une croissance de la masse salariale de quelque 0.3% supérieure à l'hypothèse retenue dans le projet de budget. Cela engendrerait un supplément de recettes de cotisations sociales de l'ordre de 20 millions d'euros et davantage de transferts de l'Etat central à la sécurité sociale.

Le solde des Administrations locales afficherait un très léger déficit, de l'ordre de 0,1% du PIB en 2013, contre un solde à l'équilibre en 2012.

Au total pour 2013 une amélioration du solde de l'ensemble des Administrations publiques se dessine. Le solde passerait d'un déficit de 1,9% du PIB en 2012 à un déficit de 1,1% en 2013. Cette évolution reflète une reprise modérée de la croissance économique ainsi que la mise en œuvre du paquet de consolidation budgétaire.

Finalement, la non-indexation des pensions aux salaires réels en 2013, le report de 2012 à 2014 de la prime unique octroyée aux agents de l'Etat et le report de 2013 à 2015 de l'augmentation de 2,2% de la valeur du point indiciaire des rémunérations de base de ces mêmes agents – ces deux derniers éléments étant prévus dans le plus récent accord salarial de la fonction publique – constitueraient également des mesures ayant un impact direct sur la dynamique des dépenses.

Le tableau ci dessous offre un aperçu des projections de décembre 2012 de la BCL, en ce qui concerne la situation des finances publiques luxembourgeoises.

Tableau 30:

**La situation des finances publiques luxembourgeoises - projections de décembre 2012 de la BCL**

(en pourcentages du PIB sauf mention contraire)

	2008	2009	2010	2011	2012 <sup>e</sup>	2013 <sup>p</sup>	2014 <sup>p</sup>	2013 <sup>p 1)</sup>
<b>Ensemble des Administrations publiques</b>								
Recettes totales	42,3	43,9	42,0	41,6	41,7	42,5	41,7	
Dépenses totales	39,1	44,6	42,8	42,0	43,6	43,6	43,7	
Déficit (-) ou surplus (+)	3,2	-0,8	-0,8	-0,3	-1,9	-1,1	-1,9	-0,8
Programme de stabilité Avril 2012	--	--	--	-0,6	-1,5	-1,2	-0,9	
Pour mémoire: projections de la BCL de juin 2012	--	--	--	-0,6	-1,5	-1,2	-1,8	
<b>Soldes des sous-secteurs</b>								
Administration centrale	-0,2	-2,7	-2,5	-2,3	-3,6	-2,6	-3,2	-2,3
Administrations locales	0,5	-0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Sécurité sociale	2,9	2,0	1,6	1,9	1,7	1,6	1,4	1,4
<b>Soldes des Administrations publiques apurés des évolutions cycliques</b>								
Estimation de décembre 2012 de la BCL <sup>2)</sup>	2,6	-0,2	-0,7	-0,4	-1,6	-0,7	-1,7	
Estimation Programme de stabilité Avril 2012				0,6	0,0	0,1	-0,3	

<sup>e</sup> estimations

<sup>p</sup> projections

<sup>1)</sup> *Projet de budget 2013*

<sup>2)</sup> *Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.*

*Sources: Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2013, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.*

L'année 2014 verrait le déficit repartir résolument à la hausse. Le solde des Administrations publiques atteindrait – avec le solde de 2012 – son niveau le plus défavorable depuis le calcul des soldes en conformité avec le système SEC95. Cette détérioration est le reflet du décrochage du ratio de diverses recettes des Administrations publiques par rapport au PIB (impôt sur les collectivités, taxes indirectes) résultant d'une dynamique de croissance des différentes bases imposables de moindre ampleur que la croissance nominale du PIB. Seul le ratio par rapport au PIB concernant les impôts directs à charge des ménages n'enregistrerait pas de baisse en 2014 par rapport à 2013.

Le ratio des dépenses par rapport au PIB serait quasiment stable en comparaison du ratio observé l'année précédente (43,7% du PIB en 2014 contre 43,6% du PIB en 2013).

Il est également important de noter qu'à partir de 2015, soit au-delà de l'horizon de projection, les recettes de TVA liées au commerce électronique reposeront sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence et non plus selon le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. En raison de ce changement de législation, incluant une période transitoire de 2015 à 2019, les recettes de TVA afférentes vont inmanquablement s'étioler au cours de cette période. Il s'agit là d'un enjeu particulièrement important, ces recettes représentant environ 600 millions d'euros, soit près de 1,5% du PIB. La BCL ne peut d'ailleurs que regretter l'absence de mise en réserve des fonds correspondants, l'incidence défavorable du « VAT package » étant connue depuis quelques années<sup>47</sup>.

Le solde ajusté de la conjoncture serait quant à lui négatif à raison de 1,6% du PIB en 2012, ce qui constituerait une détérioration par rapport aux soldes ajustés des années antérieures. Le solde structurel s'améliorerait cependant en 2013, pour s'afficher à 0,7% du PIB suite à la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire.

Le déficit expurgé du cycle accuserait une nouvelle détérioration en 2014, pour atteindre 1,7% du PIB. Cette dégradation serait principalement imputable au manque de dynamisme de l'IRC et des impôts indirects.

Tant le déficit structurel calculé par la BCL que celui publié dans la 13<sup>ème</sup> actualisation du Pacte de Stabilité, dont la méthodologie diffère quelque peu par rapport à celle utilisée par la BCL, diverge de l'objectif à moyen terme fixé par le Gouvernement, soit un surplus structurel de 0,5% du PIB.

L'évolution du solde des Administrations publiques doit être mise en rapport avec leurs actifs financiers nets, leur endettement ainsi qu'avec leurs engagements futurs. Ces aspects sont successivement passés en revue ci-dessous.

47 Le «VAT package» a été approuvé par le Conseil européen en décembre 2007.

### 1.2.11.3 Le patrimoine financier des Administrations publiques

Tableau 31 :

#### 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)

	03-2010	03-2011	03-2012	Transac-tions	Autres variations	06-2012
<b>Actifs financiers</b>	<b>29 845</b>	<b>32 202</b>	<b>32 810</b>	<b>-569</b>	<b>-345</b>	<b>31 896</b>
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	3 549	5 186	5 155	313	0	5 468
Titres autres qu'actions	243	203	235	0	0	235
Crédits	879	928	1 072	114	0	1 186
Actions et autres participations	19 384	20 251	20 381	82	-346	20 118
Autres comptes à recevoir	5 791	5 634	5 967	-1 078	0	4 890
<b>Passifs financiers</b>	<b>8 901</b>	<b>11 571</b>	<b>13 550</b>	<b>-685</b>	<b>66</b>	<b>12 931</b>
Numéraire et dépôts	198	211	227	4	0	230
Titres autres qu'actions à long terme	2 122	4 048	5 297	0	66	5 364
Crédits	3 768	3 876	4 060	127	0	4 188
Autres comptes à payer	2 814	3 436	3 966	-816	0	3 150
<b>Patrimoine net financier</b>	<b>20 944</b>	<b>20 632</b>	<b>19 260</b>	<b>116</b>	<b>-411</b>	<b>18 965</b>

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

Source: STATEC / BCL

Les actifs et passifs financiers de l'ensemble des Administrations publiques luxembourgeoises (Etat central, administrations locales et sécurité sociale) sont recensés dans les comptes financiers établis selon la norme SEC95.

Les actifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises se composent principalement d'actions, parts d'OPC et participations (63% du total des actifs en juin 2012), de dépôts (17%) et d'autres comptes à recevoir (15%). Le portefeuille d'actions, parts d'OPC et participations inclut notamment l'actif du Fonds de compensation commun au régime général des pensions, ainsi que toutes les participations de l'Etat dans différentes sociétés financières et non-financières.

Au cours du trimestre sous revue, les avoirs totaux des administrations publiques se sont contractés. D'une part, ce recul est dû aux effets de marché négatifs enregistrés sur le portefeuille d'actions et participations (-346 millions d'euros). D'autre part, le poste « autres comptes à recevoir » s'est inscrit en net recul (-1 078 millions). Notons par ailleurs l'accroissement des crédits accordés (114 millions), qui résulte principalement de la participation du Luxembourg aux opérations de soutien aux pays en difficulté de la zone euro. Au total, les actifs sont passés de 32 810 millions d'euros fin mars 2012 à 31 896 millions d'euros fin juin 2012.

Du côté des engagements, les Administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres et le crédit auprès d'institutions bancaires locales. Le poste « numéraire et dépôts » enregistre la contrepartie des pièces de monnaie émises par l'Etat (230 millions d'euros fin juin 2012). Au cours du trimestre sous revue, l'Etat n'a pas émis de nouvelle obligation. La Trésorerie a émis successivement, en novembre 2008, mai 2010 et mars 2012, trois obligations pour un montant nominal total de 5 milliards d'euros. Aux prix du marché, ces émissions cumulées valaient 5 364 millions d'euros à la fin juin 2012.

Par ailleurs, le montant des emprunts a légèrement augmenté (127 millions d'euros), pour partie en raison des opérations de soutien aux pays de la zone euro réalisées par le FESF (Fonds européen de stabilité financière), dont les dettes sont réparties entre les pays participant au mécanisme. Enfin, comme du côté de l'actif, le poste « autres comptes à payer » s'est nettement contracté au cours du trimestre sous revue.

Au final, le solde des comptes financiers des Administrations publiques a enregistré un surplus de 116 millions d'euros, qui se conjugue à des effets de prix et de cours de change défavorables s'élevant à 411 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net a diminué de 1,5% pour atteindre 18 965 millions d'euros fin juin 2012.

#### 1.2.11.4 La dette publique: évolution récente et perspectives

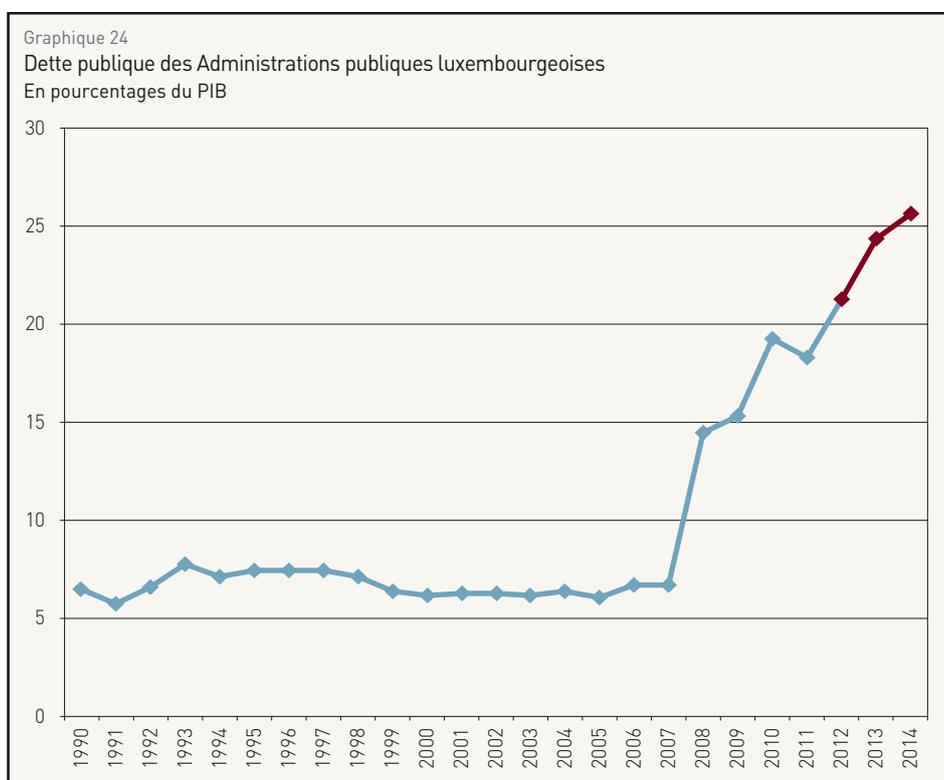
Après avoir été caractérisé par un niveau bas et une relative stabilité jusqu'en 2007, le ratio de dette, par rapport au PIB, des Administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette en 2008, de quelque sept points de pourcentage, pour s'inscrire à 13,7% au 31 décembre 2008. Cette évolution reflète pour l'essentiel, à hauteur de 2 milliards d'euros, l'émission d'un emprunt destiné à rétablir la situation financière de Fortis Banque Luxembourg<sup>48</sup>.

En ce qui concerne l'exercice 2009, le ratio a quelque peu augmenté, puisqu'il est passé de 13,7% en 2008 à 14,8% en 2009. Cette hausse est principalement le reflet d'une diminution marquée du PIB nominal (effet dénominateur), la dette n'augmentant que modestement en termes nominaux.

L'année 2010 s'est quant à elle caractérisée par une nouvelle et sensible augmentation du ratio de la dette, qui s'est établi à 19,1% du PIB à l'issue de l'année. Cette évolution s'explique par le lancement, au mois de mai 2010 (échéance en mai 2020), d'un nouvel emprunt obligataire par le Gouvernement luxembourgeois pour un montant total de deux milliards d'euros assorti d'un « coupon » de 3,375%.

Le ratio a légèrement diminué en 2011 pour se situer à 18,3% du PIB, contre 19,2% du PIB à la fin 2010. Cette baisse est principalement le reflet d'une hausse du PIB nominal (effet dénominateur), la dette augmentant modestement en termes nominaux.

En 2012, le ratio d'endettement devrait fortement augmenter en



Sources : Statec, calculs BCL.

48 L'opération Fortis Luxembourg a exercé un impact direct et immédiat sur la dette publique, mais n'a pas eu d'impact négatif sur le solde de l'administration publique en 2008 (transaction assimilée à une opération financière n'affectant pas le solde, conformément aux règles régissant la comptabilité SEC 95).



raison d'une nouvelle émission obligataire de l'Etat pour un montant total de 1000 millions d'euros, ainsi que des participations de l'Etat Luxembourgeois aux divers mécanismes de secours financiers mis en place au niveau européen (FESF, MES). La dette publique devrait en conséquence atteindre 21,3% en 2012. Cette dernière devrait encore augmenter en 2013 et 2014 afin de financer les déficits récurrents de l'Administration centrale. La dette publique atteindrait en effet 24,4% du PIB en 2013 et 25,6% du PIB en 2014.

De plus, la garantie financière accordée au groupe Dexia représente un risque important pour le niveau de la dette publique au Luxembourg. Cette garantie atteint à l'heure actuelle 1,65 milliards d'euros mais pourrait atteindre 2,55 milliards d'euros lorsque les montants garantis seront connus de manière définitive au début de l'année 2013.

Ceci démontre donc à suffisance que la détérioration continue des finances publiques luxembourgeoises n'est pas un vain mot. Cette évolution préoccupante s'inscrit sur la toile de fond d'une importante progression des transferts sociaux futurs, du moins à politique inchangée.

Dans ce contexte, il s'impose de mettre en œuvre le plus tôt possible le calendrier de consolidation budgétaire mentionné dans la treizième actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, la BCL recommandant même un renforcement de l'objectif à moyen terme (OMT). Celui-ci a été fixé par le gouvernement dans la treizième actualisation du Programme de Stabilité (publiée en avril 2012) à 0,5% du PIB (soit un surplus) en termes structurels.

Les soldes structurels projetés par la BCL sur l'horizon 2012-2014 sont loin d'être en phase avec l'OMT, dont le Taux de 0,5% du PIB ne serait en effet toutefois pas suffisant pour préfinancer les charges futures de la sécurité sociale et plus généralement pour assurer la soutenabilité à terme des finances publiques. La BCL a recommandé dans nombre de publications la nécessité d'adopter un taux plus élevé, afin d'assurer la soutenabilité des finances publiques à long terme.

Par ailleurs, la mise en place de réformes structurelles est d'une importance vitale en raison des problèmes structurels auxquels l'économie luxembourgeoise sera confrontée dans les années à venir, notamment le vieillissement de la population, un chômage structurel élevé et de faibles marges de manœuvre permettant de pallier la vulnérabilité propre à une petite économie ouverte.

A cet égard, la réforme des pensions qui va entrer en vigueur en janvier 2013, constitue un pas dans la bonne direction. Toutefois, cette réforme semble encore insuffisante au regard des défis futurs permettant d'assurer le financement et la soutenabilité des systèmes de pensions.

Ces déficits récurrents et la dette publique croissante illustrent clairement le caractère structurel de la dégradation des finances publiques luxembourgeoises.

Encadré 8 :

## DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES: UNE COMPARAISON INTERNATIONALE

*Une analyse des dépenses en niveau révèle que les dépenses des administrations publiques luxembourgeoises sont bien plus élevées que dans les autres pays de la zone euro, même après neutralisation des transferts sociaux versés à des non-résidents, des différentiels de prix par rapport aux autres pays de l'Union européenne et des dépenses d'investissement liées au transport des frontaliers. Ce constat vaut également en termes de taux de progression depuis l'an 2000.*

Le graphique ci-dessous a été établi sur la base de statistiques d'Eurostat relatives à l'année 2010, plus récente année pour laquelle des statistiques comparables sont disponibles. Les dépenses par catégorie fonctionnelle COFOG (« Classification of the Functions of Government ») y apparaissent en euros par tête d'habitant. Elles sont bien plus pertinentes que les habituels ratios de dépenses en pourcentages du PIB. Le PIB luxembourgeois étant élevé en comparaison internationale, il induit une flagrante sous-estimation des ratios précités. Par ailleurs, les ratios de dépenses au PIB incitent à surestimer la capacité de résistance aux chocs de l'économie luxembourgeoise. Les dépenses étant assez rigides en montants absolus, notamment les rémunérations du personnel et les transferts sociaux, elles demeureraient à un niveau élevé par tête d'habitant même en cas de stagnation, voire de réduction du PIB. Il en résulterait une brusque progression des ratios de dépenses exprimés relativement au PIB, des déficits accrus et un renforcement de la spirale d'endettement.

Les chiffres du graphique sont exprimés en parités de pouvoir d'achat, afin de neutraliser le coût de la vie en moyenne plus élevé au Luxembourg. Par ailleurs, les données pour le Luxembourg ont subi deux corrections additionnelles, qui donnent toutes deux lieu à un ajustement à la baisse des dépenses luxembourgeoises estimées. Ainsi, les transferts sociaux exportés à l'étranger, qui sont particulièrement importants en ce qui concerne les pensions et l'assurance maladie, ont été extraits des dépenses totales. Il en est de même des investissements en matière de transport (route, rail, bus) liés aux frontaliers<sup>49</sup>.

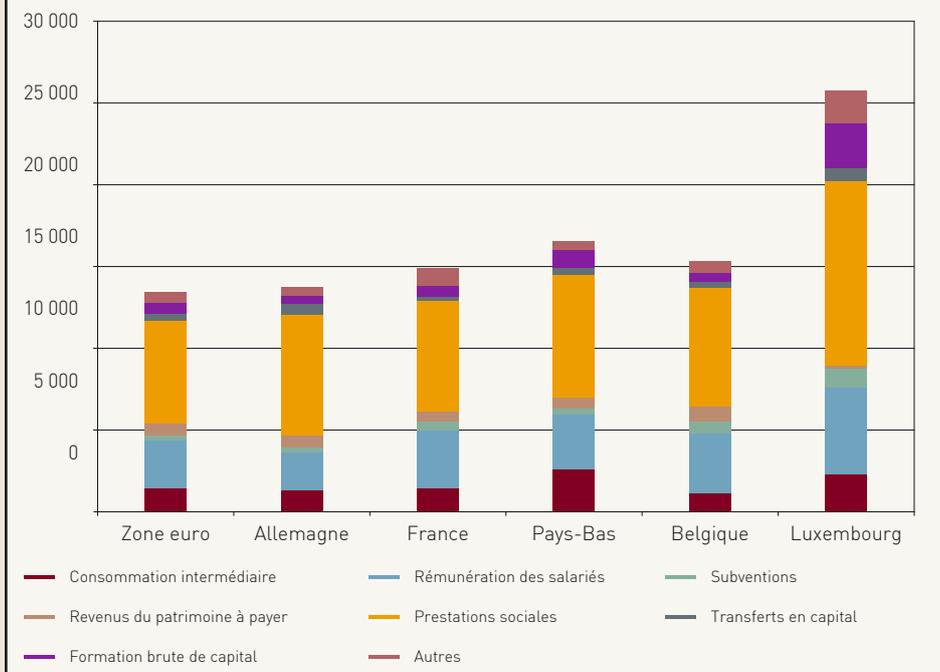
En dépit des trois corrections effectuées – qui induisent une diminution des dépenses par tête estimées – il apparaît que les dépenses par habitant des Administrations publiques luxembourgeoises atteignent environ le double de la moyenne correspondante de la zone euro, à savoir près de 25 800 euros, contre 13 500 pour la zone euro. Les prestations sociales sont particulièrement élevées par rapport à l'ensemble des pays étudiés. Mais la disproportion entre les dépenses luxembourgeoises et celles de la zone euro affecte toutes les catégories de dépenses, sans la moindre exception.

Ces données montrent à l'évidence que tout effort de consolidation budgétaire doit en priorité porter sur le volet des dépenses.

Il convient également de noter que la part de la rémunération des salariés (colonnes oranges) dans le total des dépenses est très importante dans la plupart des pays considérés, y compris le Luxembourg (21% du total des dépenses). L'Allemagne constitue une exception à cet égard, puisque la rémunération des salariés n'y représente qu'environ 16% des dépenses. La singularité des Pays-Bas se signale par une forte composante «Consommation intermédiaire», supérieure en termes absolus à celle du Luxembourg (exemple unique parmi les diverses composantes, à l'exception des revenus du patrimoine à payer).

<sup>49</sup> Une estimation des investissements liés aux frontaliers a été réalisée sur base du mode de transport emprunté par ces derniers. Une estimation plus précise nécessite plus de données disponibles, telles que le nombre de kilomètres (km) parcourus par un frontalier sur le territoire luxembourgeois, le nombre de km effectués par un résident, le nombre de km effectués par les transporteurs routiers, etc.

Graphique 1  
Dépenses des Administrations publiques par classes économiques  
En euros par habitant et par an en 2010, en parités de pouvoir d'achat



Sources : Eurostat, IGSS et calculs BCL.

Notes : Les données pour le Luxembourg ont été corrigées pour les transferts sociaux exportés et pour les investissements en matière de transport liés aux frontaliers.

Il existe une évidente marge de manœuvre dans ce domaine de la rémunération des salariés. Une première solution serait d'augmenter la productivité des agents de l'Etat existants avant l'engagement de personnel supplémentaire. Dans ce contexte, la réforme de la simplification administrative devrait se poursuivre, afin d'optimiser les processus de travail et de moderniser l'administration en vue de réaliser des gains d'efficacité. Cependant, les effets de ce type de solution ne se font ressentir qu'à moyen terme. Une solution de court terme consisterait à geler l'évolution des salaires hors indexation tant que l'équilibre budgétaire de l'administration centrale ne sera pas rétabli, y compris en 2014 et en 2015.

Les subventions paraissent quant à elles particulièrement importantes au Luxembourg, où elles se montaient à 1 113 euros par habitant en standards de pouvoir d'achat en 2010, contre 361 euros par habitant pour la zone euro. Près de la moitié de ce montant est canalisé vers les seuls transports (551 euros par habitant au Luxembourg, contre 82 euros en Allemagne et 99 euros aux Pays-Bas – soit un facteur d'un à six environ).<sup>50</sup> Dans ces conditions, une analyse approfondie permettant de voir si les subventions remplissent les objectifs économiques qui leur sont assignés s'imposerait.

Enfin, le Luxembourg se caractérise par des investissements élevés par rapport aux autres pays considérés. La formation brute de capital fixe se chiffre à 2 649 euros par habitant, contre 668 euros pour la zone euro dans son ensemble et même 470 euros environ en Allemagne et en Belgique. En général, les dépenses d'investissement concourent à conforter la « qualité » des dépenses publiques. La rationalité économique de certains investissements gagnerait cependant à être examinée de plus près.

Une autre analyse intéressante (à côté de celle par fonction économique) est celle faite au regard de la classification fonctionnelle, qui permet de classer les dépenses publiques en distinguant les différents domaines d'action des administrations publiques.

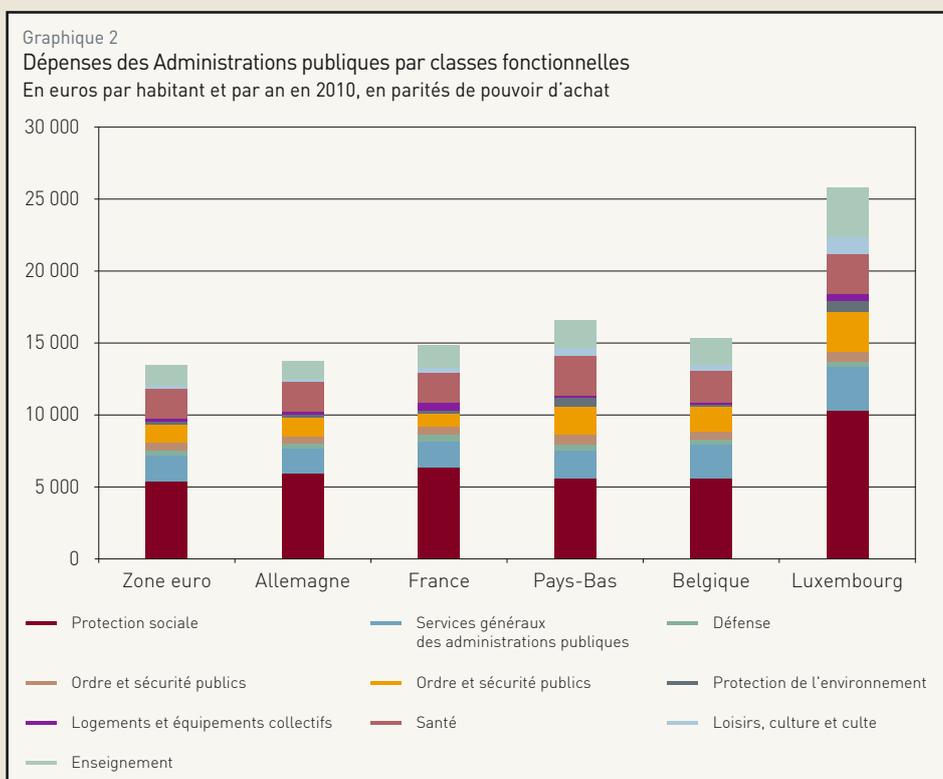
50 Le degré de détail des statistiques COFOG n'est pas suffisant dans les autres pays considérés.

Le graphique 2 met en évidence les domaines dans lesquels les pouvoirs publics dépensent le plus. Celui-ci met une fois encore en évidence la présence de fortes disparités entre les pays considérés et le niveau élevé des dépenses des administrations publiques luxembourgeoises.

Avec une proportion allant de 34% à 43%, la fonction « protection sociale » est la principale source de dépenses pour tous les pays étudiés. La fonction enseignement est quant à elle également une composante importante dans l'ensemble des pays. Elle s'élève à 1 234 euros par habitant pour l'Allemagne et à quelque 3 400 euros au Luxembourg. Les autres composantes majeures sont les services généraux et les affaires économiques.

Les disparités internationales identifiées peuvent résulter de deux facteurs principaux: une efficacité divergente dans la gestion des missions et des divergences d'offres de services (qualité et/ou quantité).

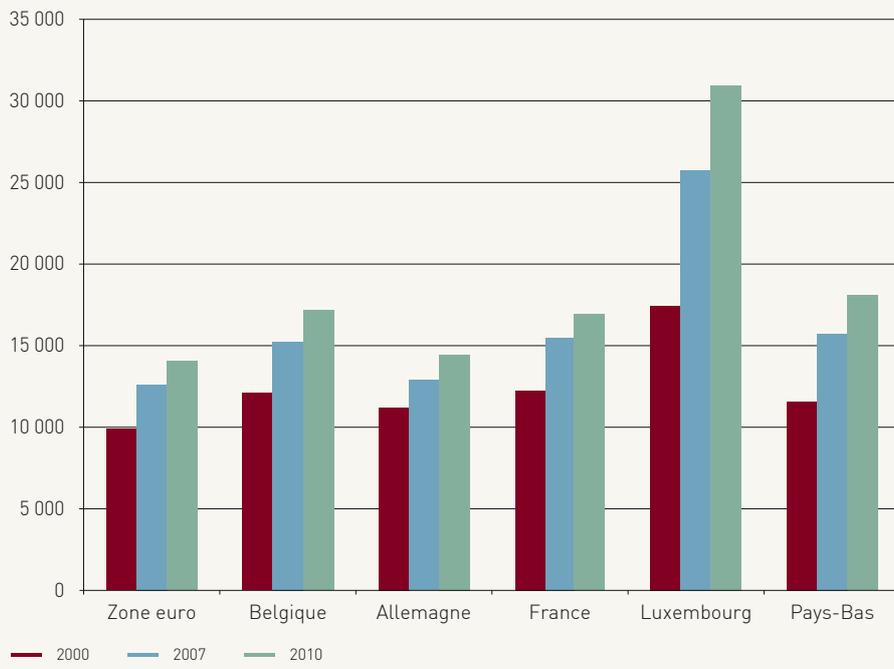
Comme mentionné ci-dessus (commentaire du graphique 1), la rémunération des salariés constitue une dépense particulièrement importante. Toute mesure en la matière permettrait de mieux encadrer les dépenses dans le domaine « Enseignement ». L'analyse des dépenses de rémunération par domaine d'activité montre en effet que 41% des dépenses totales de rémunération sont attribuables à l'enseignement. Plus généralement, une amélioration de l'efficacité des dépenses en matière d'enseignement est à considérer. Les dépenses par habitant consacrées à ce domaine sont 2,8 fois plus importantes au Luxembourg qu'en Allemagne. Cependant, l'étude PISA de l'OCDE ne suggère pas que les étudiants luxembourgeois soient plus performants que les étudiants allemands. Il devrait être possible de faire mieux avec moins de dépenses, même si des spécificités luxembourgeoises telles que le caractère multilingue de l'enseignement sont susceptibles de peser sur le niveau des dépenses d'enseignement.



Sources : Eurostat, IGSS et calculs BCL.

Notes : Les données pour le Luxembourg ont été corrigées pour les transferts sociaux exportés et pour les investissements en matière de transport liés aux frontaliers.

Graphique 3  
 Dépenses totales des Administrations publiques  
 En euros par habitant et par an, en parités de pouvoir d'achat



Sources : Eurostat, IGSS et calculs BCL.

Une analyse temporelle permet également de voir que les dépenses totales par habitant ont depuis 2000 toujours été supérieures au Luxembourg par rapport aux pays voisins – et que cette différence tend à s'accroître avec le temps.

Le niveau des dépenses publiques au Luxembourg est considérable en comparaison internationale. Il apparaît de surcroît que les taux nominaux de croissance des dépenses par habitant sont également élevés au Luxembourg. Ils sont en effet supérieurs aux autres pays dans la plupart des catégories, comme l'atteste le tableau suivant. Entre 2000 et 2010, les dépenses nominales totales par habitant se sont en moyenne accrues de 5,9% par an, contre 2,6% pour l'Allemagne. Le constat reste le même pour la période 2007-2010, où le taux de croissance nominal atteint 6,2% par an alors qu'en France il n'est que de 2,8%. Bien entendu, l'inflation – qui tend à être plus élevée au Luxembourg que dans les pays limitrophes – explique une partie des différences, mais ce facteur inflationniste est loin d'être prépondérant.

Il convient toutefois de noter l'influence sur les dépenses de facteurs spécifiques tels que la très sensible augmentation des investissements en matière de défense en 2010, ces investissements s'établissant à 100 millions d'euros en 2010 alors qu'ils oscillaient autour de 5 millions d'euros les années précédentes. L'analyse des fonctions économiques indique par ailleurs que les dépenses nominales moyennes par habitant liées à la rémunération des salariés a augmenté en moyenne de 5,3% par an sur la période 2000-2010, alors que ce même taux est de 1,4% pour l'Allemagne sur la même période. Les revenus du patrimoine à payer<sup>51</sup>, c'est-à-dire les charges d'intérêts de la dette, ont également progressé fortement au Luxembourg. Ceci s'explique notamment par le fait que le Luxembourg partait d'une dette brute consolidée particulièrement faible en 2000.

51 Ces dépenses se trouvent dans la catégorie fonctionnelle « Services généraux des administrations publiques ».

Tableau 1 :

**Taux nominaux de croissance des dépenses des Administrations publiques par catégorie fonctionnelle**  
(en pourcentages d'augmentation des dépenses nominales par habitant)

	Zone euro	Belgique	Allemagne	France	Luxembourg	Pays-Bas
<b>Total</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,3%</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,6%</b>
Services généraux des administrations publiques	1,6%	0,2%	1,9%	1,4%	4,1%	1,2%
Défense	2,5%	1,0%	1,3%	2,9%	12,4%	1,9%
Ordre et sécurité publics	3,7%	4,7%	1,9%	4,4%	6,7%	5,8%
Affaires économiques	6,8%	5,8%	12,2%	1,8%	5,0%	6,2%
Protection de l'environnement	3,5%	1,2%	1,0%	5,3%	5,5%	4,7%
Logements et équipements collectifs	1,6%	2,4%	-2,3%	2,4%	4,7%	4,1%
Santé	4,4%	5,2%	2,8%	3,6%	6,5%	8,6%
Loisirs, culture et culte	4,1%	5,7%	1,6%	6,3%	5,9%	4,0%
Enseignement	3,2%	3,9%	2,5%	2,5%	6,5%	4,8%
Protection sociale	3,6%	4,1%	1,8%	4,0%	6,1%	4,1%

Sources: Eurostat, IGSS et calculs BCL.

Il est symptomatique de constater que sur 10 catégories de dépenses examinées au tableau, le Luxembourg présente le taux de croissance des dépenses nominales par tête le plus élevé dans 7 catégories. Ce constat s'impose avec une particulière évidence dans les importants domaines de la santé et de la protection sociale (principalement les pensions de vieillesse, les prestations familiales, le chômage et l'exclusion sociale), où la croissance des dépenses nominales par tête a en moyenne excédé celle de la zone euro à concurrence de quelque 2,1 et 2,5% par an, respectivement. Si le Luxembourg s'était contenté dès 2000 de taux de croissance de ces dépenses égaux à ceux de la zone euro, il en aurait résulté une économie de quelque 1 900 millions d'euros au total – soit de 4,8% du PIB – en 2010. Ce résultat impressionnant souligne la nécessité de normes de dépenses dans ce domaine, à l'instar par exemple de l'ONDAM (objectif national des dépenses d'assurance maladie) en France. L'ONDAM consiste en une augmentation des dépenses de santé limitée en total nominal – et non par tête d'habitant – à 2,7% en 2013, 2,6% en 2014 et 2,5% au-delà.<sup>52</sup> Ce constat met également en exergue la nécessité absolue d'une mise en œuvre dès janvier 2013 de la réforme des pensions déposée par le gouvernement.

L'analyse ci-dessus, effectuée tant en niveaux qu'en termes de progressions moyennes, illustre à suffisance l'ampleur de la marge disponible pour des efforts de consolidation sur le volet des dépenses. La BCL ne peut dans ces conditions que saluer l'effort d'évaluation de certaines catégories de dépenses annoncé par les autorités le 6 novembre 2012. Un examen minutieux de la pertinence des dépenses devrait d'ailleurs débiter dès que possible pour l'ensemble des dépenses, en particulier celles qui se caractérisent par d'importants dépassements par rapport aux autres pays de la zone euro (en particulier les services généraux, l'ordre et sécurité publics, l'enseignement et la protection sociale). L'analyse esquissée dans la présente partie peut constituer une utile base de départ d'un tel exercice.

52 Voir le plus récent projet de loi français de programmation des finances publiques.



## 1. COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### NOMINATION DE M. YVES MERSCH AU DIRECTOIRE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

23/11/2012

La Banque centrale du Luxembourg annonce que le Conseil européen, en date du jeudi 22 novembre, a nommé M. Yves Mersch, Président de la BCL, au poste vacant du Directoire de la Banque centrale européenne.

La procédure de nomination a été conclue conformément à l'article 283 (2) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, selon lequel «Le directoire se compose du président, du vice-président et de quatre autres membres. Le président, le vice-président et les autres membres du directoire sont nommés par le Conseil européen, statuant à la majorité qualifiée, sur recommandation du Conseil et après consultation du Parlement européen et du conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, parmi des personnes dont l'autorité et l'expérience professionnelle dans le domaine monétaire ou bancaire sont reconnues.

Leur mandat a une durée de huit ans et n'est pas renouvelable.»

M. Yves Mersch prendra ses fonctions à la Banque centrale européenne en date du 15 décembre 2012.

Citation de M. Yves Mersch :

*« Je suis heureux du résultat positif à l'issue d'une procédure qui a été très longue. Je me réjouis de la décision du Conseil européen de me nommer membre du Directoire de la BCE. Je suis impatient de partager mon expérience avec une équipe hautement professionnelle, tout en étant pleinement conscient de la responsabilité et des défis liés à ce poste et ceci particulièrement dans le contexte de la grave crise financière que nous traversons. »*



**3 ANNEXES**

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	106
2	Circulaires de la BCL	108
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	108
1	Statistiques de politique monétaire	108
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	108
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	109
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	109
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	109
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	109
7	Balance des paiements du Luxembourg	109
8	Commerce extérieur	109
9	Position extérieure globale	110
10	Avoirs de réserve	110
11	Etablissements de crédit	110
12	Activité bancaire internationale	110
13	Organismes de placement collectif	110
14	Professionnels du secteur financier	111
15	Sociétés de gestion	111
16	Compagnies d'assurances et fonds de pension	111
4	Publications de la BCL	111
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	115
6	Liste des abréviations / List of Abbreviations	116

# 1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

## 2012

### 2012/N°13 du 9 novembre 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 13 du 9 novembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 10 octobre 2012 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (BCE/2012/23).

Domaine: Politique monétaire.

### 2012/N°12 du 12 septembre 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 12 du 12 septembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 2 août 2012 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (BCE/2012/18).

Domaine: Politique monétaire.

### 2012/N°11 du 10 juillet 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 11 du 10 juillet 2012 relatif à la surveillance des contreparties centrales («central counterparties») et des référentiels centraux («trade repositories») au Luxembourg, portant modification du règlement modifié de la Banque centrale du Luxembourg 2010/ N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine: Oversight.

## 2011

### 2011/N°10 du 14 juillet 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°10 du 14 juillet 2011 portant modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine: Statistiques.

### 2011/N°9 du 4 juillet 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°9 du 4 juillet 2011 relatif à la collecte des données sur les instruments et les opérations de paiement.

Domaine: Statistiques.

**2011/N°8 du 29 avril 2011**

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°8 du 29 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés contractant des prêts ou émettant des titres de créance ou des produits financiers dérivés pour compte de sociétés liées.

Domaine : Balance des paiements et Position extérieure globale.

**2011/N°7 du 4 avril 2011**

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°7 du 4 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès des établissements de crédit et des services financiers de l'Entreprise des Postes et Télécommunications.

Domaine : Balance des paiements et Position extérieure globale.

**2010****2010/N°6 du 8 septembre 2010**

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine : Oversight.

**2009****2008/N°1 du 28 novembre 2008 (version consolidée)**

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties, version consolidée suite au règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°5 du 23 décembre 2009.

Domaine : Politique monétaire.

**2009/N°5 du 23 décembre 2009**

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°5 du 23 décembre 2009 portant modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine : Politique monétaire.

**2009/N°4 du 29 avril 2009**

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°4 du 29 avril 2009 relatif à la surveillance de la liquidité.

Domaine : Surveillance de la liquidité ; publié au Mémorial A-N°102 du 18 mai 2009, p. 1527.



2009/N°3 du 19 février 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°3 du 19 février 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Domaine : Politique monétaire.

2009/N°2 du 27 janvier 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°2 du 27 janvier 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Domaine : Politique monétaire.

## 2008

2008/N°1 du 28 novembre 2008

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine : Politique monétaire.

## 2 CIRCULAIRES DE LA BCL

Circulaire n°230 du 29 juin 2012

Les prêts en devises - A tous les établissements de crédit, entreprises d'investissement et professionnels effectuant des opérations de prêt.

Circulaire n°229 du 29 juin 2012

Le financement des établissements de crédit en dollars des États-Unis - A tous les établissements de crédit.

Pour une liste complète des circulaires publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

## 3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL ([WWW.BCL.LU](http://WWW.BCL.LU))

### 1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

- 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg

### 2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

- 2.1 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.2 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

### **3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT**

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements d'emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change

### **4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG**

- 4.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 4.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 4.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange

### **5 INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE LUXEMBOURGEOISE**

- 5.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
- 5.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 5.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
- 5.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
- 5.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs
- 5.6 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - séries temporelles
- 5.7 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - présentation matricielle
- 5.8 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - séries temporelles
- 5.9 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - séries temporelles
- 5.10 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - présentation matricielle
- 5.11 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - présentation matricielle

### **6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES**

- 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

### **7 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG**

- 7.1 Balance des paiements du Luxembourg: résumé
- 7.2 Balance des paiements du Luxembourg: compte des transactions courantes
- 7.3 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs
- 7.4 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs du Luxembourg à l'étranger - par secteur
- 7.5 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs étrangers au Luxembourg - par secteur
- 7.6 Balance des paiements du Luxembourg: investissements de portefeuille - par types d'instruments
- 7.7 Balance des paiements du Luxembourg: autres investissements - par secteur

### **8 COMMERCE EXTÉRIEUR**

- 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

## **9 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE**

- 9.1 Position extérieure globale du Luxembourg: résumé
- 9.2 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements directs
- 9.3 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements de portefeuille - par type d'instruments
- 9.4 Position extérieure globale du Luxembourg: autres investissements - par secteur
- 9.5 Position extérieure globale du Luxembourg: dette extérieure brute
- 9.6 Position extérieure globale du Luxembourg: ventilation géographique des avoirs de portefeuille en titres de participation détenus par les résidents luxembourgeois

## **10 AVOIRS DE RÉSERVE**

- 10.1 Les avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.2 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg: modèle élargi du Fonds Monétaire International

## **11 ETABLISSEMENTS DE CRÉDIT**

- 11.1 Nombre et origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 11.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit
- 11.3 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
- 11.4 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
- 11.5 Bilan agrégé des établissements de crédit
- 11.6 Crédits accordés par les établissements de crédit par contreparties et durées initiales
- 11.7 Crédits accordés par les établissements de crédit aux ménages et ISBLM de la zone euro, par types et durées initiales
- 11.8 Crédits accordés par les établissements de crédit par devises
- 11.9 Crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg
- 11.10 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contreparties et durées initiales
- 11.11 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par devises
- 11.12 Dépôts reçus par les établissements de crédit par contreparties
- 11.13 Dépôts reçus par les établissements de crédit par type et contreparties
- 11.14 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contreparties et pays

## **12 ACTIVITÉ BANCAIRE INTERNATIONALE**

- 12.1 Activité bancaire internationale: ventilation géographique
- 12.2 Activité bancaire internationale: ventilation par devises
- 12.3 Activité bancaire internationale: part du Luxembourg

## **13 ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF**

- 13.1 Evolution du nombre des OPC
- 13.2 Evolution de la situation globale des OPC
- 13.3 Bilan agrégé des OPC monétaires

- 13.4 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et durées initiales
- 13.5 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par devises
- 13.6 Bilan des OPC non monétaires par politique d'investissement
- 13.7 Titres détenus par les OPC d'actions
- 13.8 Titres détenus par les OPC d'obligations
- 13.9 Titres détenus par les OPC mixtes
- 13.10 Titres détenus par les OPC immobiliers
- 13.11 Titres détenus par les OPC alternatifs
- 13.12 Titres détenus par les autres OPC
- 13.13 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et pays
- 13.14 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC non-monétaires, par contreparties et pays

#### **14 PROFESSIONNELS DU SECTEUR FINANCIER**

- 14.1 Nombre et origine géographique des professionnels du secteur financier
- 14.2 Situation de l'emploi dans les professionnels du secteur financier
- 14.3 Somme de bilan et résultats agrégés des professionnels du secteur financier

#### **15 SOCIÉTÉS DE GESTION**

- 15.1 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion

#### **16 COMPAGNIES D'ASSURANCES ET FONDS DE PENSION**

- 16.1 Avoirs et engagements des compagnies d'assurance et fonds de pension

## **4 PUBLICATIONS DE LA BCL**

### **4.1 BULLETIN DE LA BCL**

- Bulletin BCL 2012/3, septembre 2012
- Bulletin BCL 2012/2, juin 2012
- Revue de stabilité financière, avril 2012
- Bulletin BCL 2012/1, mars 2012

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu))

### **4.2 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL**

- Rapport annuel 2011, avril 2012
- Annual report 2011, July 2012

Pour une liste complète des Rapports Annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu))

#### 4.3 CAHIER D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études N°80, octobre 2012  
The Determinants of Short Term Funding in Luxembourgish Banks, by Dirk Mevis
- Cahier d'études N°79, octobre 2012  
An empirical study on the impact of Basel III standards on banks' default risk: the case of Luxembourg, by Gaston Giordana and Ingmar Schumacher
- Cahier d'études N°78, octobre 2012  
Income, wealth and consumption of cross-border commuters to Luxembourg, by Thomas Mathä, Alessandro Porphiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N°77, octobre 2012  
Macroeconomic Conditions and Leverage in Monetary Financial Institutions: Comparing European countries and Luxembourg, by Gaston Giordana and Ingmar Schumacher
- Cahier d'études N° 76, juillet 2012  
LOLA 2.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis, by Luca Marchiori and Olivier Pierrard
- Cahier d'études N° 75, juin 2012  
An Early-warning and Dynamic Forecasting Framework of Default Probabilities, by Xisong Jin and Francisco Nadal De Simone
- Cahier d'études N° 74, juillet 2012  
Backing out of private pension provision – Lessons from Germany, by Michael Ziegelmeier and Julius Nick
- Cahier d'études N° 73, mai 2012  
The Luxembourg household finance and consumption survey (LU-HFCS): Introduction and results, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porphiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 72, mars 2012  
A financial social accounting matrix (SAM) for Luxembourg, by Amela Hubic
- Cahier d'études N° 71, mars 2012  
Macro - financial linkages: Evidence from country-specific VARs, by Paolo Guarda and Philippe Jeanfils

Pour une liste complète des Cahiers d'études publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu))

#### 4.4 MATÉRIEL D'INFORMATION SUR LES ÉLÉMENTS DE SÉCURITÉ DES BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

Pour une liste complète du matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros publié par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu))

#### 4.5 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

##### 4.5.1 Publications externes du personnel de la BCL

- D. De la Croix, O. Pierrard and H. Sneessens (2012) : Ageing and Pensions in General Equilibrium : Labour Market Imperfections Matter. Forthcoming in *Journal of Economic Dynamics and Control*.
- Ph. Du Caju, C. Fuss and L. Wintr (2012): Sectoral differences in downward real wage rigidity: work-force composition, institutions, technology and competition. *Journal for Labour Market Research*, 45(1) : 7-22.
- Ph. Du Caju, C. Fuss and L. Wintr (2012): Downward wage rigidity for different workers and firms. *Brussels Economic Review* 55(1):
- D. Igan, N. Tamirisa, A. Kabundi, F. Nadal de Simone, M. Pinheiro (2011): Housing, Credit, and Real Activity Cycles: Characteristics and Comovements. *Journal of Housing Economics* 20(3): 210-231.
- A. Kabundi and F. Nadal De Simone (2011): France in the global economy: a structural approximate dynamic factor model analysis. *Empirical Economics* 41(2): 311-342.
- A. Kabundi and F. Nadal De Simone (2012): Recent French relative export performance: Is there a competitiveness problem? *Economic Modelling* 29: 1408-1435.
- L. Marchiori, I-L. Shen and F. Docquier (2012): Brain Drain in Globalization: A General Equilibrium Analysis from the Sending Countries' Perspective, *Economic Inquiry*, forthcoming.
- L. Marchiori (2011): Demographic Trends and International Capital Flows in an Integrated World, *Economic Modelling*, 28(5): 2100-2120.
- P. Lünemann and L. Wintr (2011): Price Stickiness in the US and Europe Revisited: Evidence from Internet prices. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 73(5):593-621.
- T. Mathä and O. Pierrard. (2011): Search in the Product Market and the Real Business Cycle. *Journal of Economic Dynamics and Control* 35: 1172-1191.
- Ziegelmeier, M. (2012): Nursing home residents make a difference - The overestimation of saving rates at older ages, *Economics Letters* 117(3), 569-572.
- Ziegelmeier, M. (2012): Illuminate the unknown: Evaluation of imputation procedures based on the SAVE Survey, *Advances in Statistical Analysis* DOI: 10.1007/s10182-012-0197-2.

#### 4.5.2 Présentations Externes

- Banking, Productivity and Growth, Perfilux Conference, Luxembourg, mars 2011
- EU-Inomics, Florence, avril 2011
- Spring Meeting of Young Economists, Groningen, avril 2011
- Workshop on «Basic Income and Income Redistribution», Université du Luxembourg, avril 2011
- CGFS workshop on the system-wide implications of bank liquidity regulation, BRI, Bâle, Mai 2011
- Working Group on Econometric Modelling, Amsterdam, mai 2011
- Financial Intermediation, Competition and Risk, Rome, juin 2011
- XII European Workshop on Efficiency and Productivity Analysis, Verona (IT), juin 2011
- IV Conference of the European Survey Research Association (ESRA), Lausanne, juillet 2011.
- Annual conference German Economic Association (Verein für Sozialpolitik), Frankfurt, septembre 2011
- Netspar (Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement) workshop on “Pensions, Savings & Retirement Decisions”, Utrecht, octobre 2011
- CEPR/Euro Area Business Cycle Network Conference on Macro-Financial Linkages, Florence, octobre 2011.
- Workshop on Analytical Tools to Support Systemic Risk Assessments: Stress Testing and Network Analysis, ECB, Francfort, Octobre 2011
- OECD technical seminar on inequalities and social mobility at the Ministry of the Economy and Foreign Trade, Luxembourg, avril 2012
- Annual Meeting of the Austrian Economic Association, Vienna, Austria, mai 2012
- Workshop on Taxing Cross-Border Commuters : Öresund and Beyond, Uppsala, Sweden, mai 2012
- Annual conference of the Swedish Network for European Studies in Economics and Business (SNEE), Mölle, Sweden, mai 2012
- Macro-prudential Research Network (MaRs), workstream 1 conference, Francfort, Allemagne, mai 2012

## 5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE **[www.ecb.int](http://www.ecb.int)**

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

---

### COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB  
Postfach 160319  
D-60066 Frankfurt am Main  
**<http://www.ecb.int>**

## 6 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

<b>ABBL</b>	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg	<b>EMU</b>	Economic and Monetary Union
<b>AFN</b>	Avoirs financiers nets	<b>ESCB</b>	European System of Central Banks
<b>AGDL</b>	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg	<b>EU</b>	European Union
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne	<b>EUR</b>	euro
<b>BCL</b>	Banque centrale du Luxembourg	<b>EUROSTAT</b>	Office statistique des Communautés européennes
<b>BCN</b>	banque(s) centrale(s) nationale(s)	<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>BEI</b>	Banque européenne d'investissement	<b>FCP</b>	Fonds commun de placement
<b>BERD</b>	Banque européenne pour la reconstruction et le développement	<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>BIS</b>	Bank for International Settlements	<b>GAFI</b>	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux	<b>GDP</b>	Gross domestic product
<b>CCBM</b>	Correspondent central banking model	<b>HICP</b>	Harmonised Index of Consumer Prices
<b>CETREL</b>	Centre de transferts électroniques Luxembourg	<b>IADB</b>	Inter American Development Bank
<b>CPI</b>	Consumer Price Index	<b>IGF</b>	Inspection générale des finances
<b>CSSF</b>	Commission de surveillance du secteur financier	<b>IFM</b>	Institution financière monétaire
<b>DTS</b>	Droits de tirage spéciaux	<b>IME</b>	Institut monétaire européen (1994-1998)
<b>ECB</b>	European Central Bank	<b>IMF</b>	International Monetary Fund
<b>ECG</b>	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds	<b>IML</b>	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)
<b>EIB</b>	European Investment Bank	<b>IOSCO</b>	International Organisation of Securities Commissions
<b>EMI</b>	European Monetary Institute (1994-1998)	<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation
<b>EMS</b>	European Monetary System	<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé

<b>LIPS-GROSS</b>	Luxembourg Interbank Payment System – Gross Settlement System	<b>SDR</b>	Special Drawing Rights
<b>LIPS-NET</b>	Luxembourg Interbank Payment System – Net Settlement System	<b>SEBC</b>	Système européen de banques centrales
<b>MBCC</b>	Modèle de banque centrale correspondante	<b>SEC</b>	Système européen de comptes
<b>MFI</b>	Monetary Financial Institution	<b>SICAF</b>	Société d'investissement à capital fixe
<b>NCB</b>	National central bank	<b>SICAV</b>	Société d'investissement à capital variable
<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques	<b>SME</b>	Système monétaire européen
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Cooperation and Development	<b>SWIFT</b>	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeurs	<b>SYPAL GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
<b>OLS</b>	Ordinary least squares	<b>TARGET SYSTEM</b>	Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system
<b>OPC</b>	Organisme de placement collectif	<b>SYSTÈME TARGET</b>	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières	<b>TCE</b>	Traité instituant la Communauté européenne
<b>OPEP</b>	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole	<b>UCI</b>	Undertaking for Collective Investments
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut	<b>UCITS</b>	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
<b>PSC</b>	Pacte de stabilité et de croissance	<b>UCM</b>	Union des caisses de maladie
<b>PSF</b>	Autres professionnels du secteur financier	<b>UE</b>	Union européenne
<b>RTGS SYSTEM</b>	Real-Time Gross Settlement system	<b>UEBL</b>	Union économique belgo-luxembourgeoise
<b>SYSTÈME RBTR</b>	Système de règlement brut en temps réel	<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>RTGS-L GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg	<b>USD</b>	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
		<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG  
EUROSYSTEME

---

2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg

Téléphone: +352 4774-1  
Télécopie: +352 4774-4910

[www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) • [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)