



BULLETIN 2013

1

bcc

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEME



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

Luxembourg, le 26 mars 2013

SOMMAIRE

1	LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE	10
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	12
1.1.4	Le marché des changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	14
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	15
1.1.8	Les projections macro-économiques pour la zone euro	17
1.2	La situation économique au Luxembourg	18
1.2.1	Les prix et les coûts	18
1.2.2	Le marché du travail	33
1.2.3	Les activités sectorielles	39
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	63
1.2.5	La croissance économique	65
1.2.6	Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2012	67
1.2.7	Le commerce extérieur	69
1.2.8	La balance des paiements	70
1.2.9	La position extérieure globale	72
1.2.10	Les comptes financiers	74
1.2.11	Les finances publiques	82
1.2.12	Le patrimoine financier des Administrations publiques	91
<u>Encadré 1:</u>		
	Evolution récente des CSU au Luxembourg : causes et conséquences potentielles ?	26
<u>Encadré 2</u>		
	L'évolution des crédits au secteur privé	50
<u>Encadré 3</u>		
	La composition du patrimoine des ménages et son évolution durant la crise financière	76
<u>Encadré 4</u>		
	Déficit, croissance et bien-être économique : comment compléter la récente réforme des pensions ?	85
<u>Encadré 5</u>		
	Le financement des communes luxembourgeoises	93

2 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	106
2	Circulaires de la BCL	110
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	110
1	Statistiques de politique monétaire	110
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	110
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	111
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	111
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	111
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	111
7	Balance des paiements du Luxembourg	111
8	Commerce extérieur	112
9	Position extérieure globale	112
10	Avoirs de réserve	112
11	Etablissements de crédit	112
12	Activité bancaire internationale	112
13	Organismes de placement collectif	113
14	Professionnels du secteur financier	113
15	Sociétés de gestion	113
16	Compagnies d'assurances et fonds de pension	113
4	Publications de la BCL	113
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	116
6	Liste des abréviations	117

EDITORIAL

Lors de sa réunion du 7 mars 2013, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs. À l'horizon pertinent pour la politique monétaire, les tensions inflationnistes devraient rester contenues. Le rythme d'expansion sous-jacent de la masse monétaire demeure modéré. Les anticipations d'inflation pour la zone euro continuent par ailleurs d'être solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif consistant à maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Les données disponibles continuent d'indiquer que la faiblesse de l'activité dans la zone euro s'est poursuivie en début d'année, tout en confirmant globalement les signes d'une stabilisation d'un certain nombre d'indicateurs, à de faibles niveaux toutefois. Dans le même temps, le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'économie. Une reprise progressive de l'activité devrait intervenir plus tard en 2013, à la faveur d'un raffermissement de la demande mondiale et de l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de mars 2013 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui prévoient une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre -0,9 % et -0,1 % en 2013 et entre 0,0 % et 2,0 % en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2012 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes ont été revues légèrement à la baisse. Des risques à la baisse pèsent en outre sur ces perspectives. Ils ont trait à la possibilité que la demande intérieure et les exportations soient plus faibles que prévu et à la lenteur ou l'insuffisance de la mise en œuvre des réformes structurelles dans la zone euro. Ces facteurs sont susceptibles de ralentir l'amélioration de la confiance et ainsi de retarder la reprise.

Le Luxembourg est également en proie à une grande incertitude sur le plan macroéconomique. Lors de ses projections de décembre 2012, la BCL avait anticipé une progression du PIB en volume se situant entre 0,2 % et 0,8 % en 2012 et de 0 % à 2 % en 2013. De telles évolutions anticipées s'inscrivaient sur la toile de fond d'une évolution déjà résolument défavorable au cours de la période 2007-2011, au cours de laquelle selon les données disponibles à la date de clôture de cet éditorial* (i) le PIB en volume a décliné de 0,4 %, (ii) le PIB en volume par emploi intérieur (résidents et frontaliers confondus) a diminué de 10 % et (iii) le revenu national brut (RNB) par résident exprimé en termes réels a subi un déclin de 14 %, le tout en l'espace de quatre années seulement. Ces chiffres sont inquiétants et appellent une analyse future approfondie.

Même si la plus grande prudence s'impose dans un environnement assez mouvant et en raison de possibles voire même probables révisions des comptes nationaux, il semble dans l'état actuel des choses que certains risques à la baisse pèsent sur nos projections de décembre 2012. Deux évolutions sont particulièrement préoccupantes.

En premier lieu, selon les deuxièmes estimations d'Eurostat, le PIB réel de la zone euro aurait décliné de 0,6% au quatrième trimestre de 2012 par rapport au trimestre précédent et de 0,9% par rapport au dernier trimestre de 2011. Il en résulterait un taux de « croissance » négatif en 2012, de -0,5% en moyenne annuelle par rapport à 2011. Ce dernier taux ne constitue pas une surprise : les services de l'Eurosystème prévoyaient en décembre 2012 un taux de croissance se situant entre

* Soit le vendredi 15 mars 2013.

-0,6% et -0,4% pour l'année 2012. Le profil trimestriel négatif est plus problématique, car il érode l'acquis de croissance de la zone euro pour 2013. Or les exportations luxembourgeoises sont massivement orientées vers cette zone.

En second lieu, les évolutions relatives à la Place financière, qui abrite nombre d'activités de nature différente, sont pour le moins ambiguës. Elles sont à première vue favorables, comme l'attestent une hausse de la valeur nette d'inventaire des OPC ainsi que des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois en amélioration sur une base annuelle, de 2011 à 2012. Un examen plus approfondi de ces derniers comptes met cependant à jour une évolution moins rassurante. Ils révèlent en effet un recul du produit bancaire au quatrième trimestre de 2012 considéré isolément. Le produit bancaire diminué du poste « autres revenus » (ces derniers reflétant avant tout des effets de valorisation temporaires) accuserait une diminution de l'ordre de 3% par rapport au trimestre précédent et de quelque 5% par rapport au dernier trimestre de 2011. Ces résultats doivent certes être interprétés avec prudence, car les données trimestrielles sont entachées d'une volatilité certaine. Ce recul est cependant généralisé (il concerne tant la marge sur intérêt que les revenus nets sur commissions) et il affecte un agrégat pourtant exprimé en termes nominaux.

Ces évolutions conjoncturelles se greffent sur une situation compromise sur le plan structurel. Un premier souci majeur est l'évolution de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise. L'évolution de nos coûts salariaux unitaires (CSU) est littéralement en lévitation par rapport aux autres pays de la zone euro. Ainsi, pour l'économie luxembourgeoise considérée dans son ensemble, le décrochage à l'égard de l'Allemagne aurait atteint près de 40% depuis 1998. Un encadré du présent Bulletin se penche sur ce problème de l'évolution des CSU. La BCL reviendra sur ce problème de façon plus détaillée dans une prochaine publication. Dans ce contexte, notons encore par rapport à cette évolution dommageable une probable augmentation de la dispersion des revenus au Luxembourg au cours de la même période.

Un second souci, tout aussi récurrent, est l'évolution des finances publiques. Le Ministre des Finances a déclaré le 6 février 2013 que le déficit de l'Administration centrale se situerait entre 1,2 et 1,5 milliards d'euros en 2012, ce qui correspond assez largement à nos projections de décembre 2012. Le déficit de l'Administration centrale atteindrait donc avec plus de trois pour-cent du PIB un seuil problématique. Le déficit « Maastricht », qui se rapporte non seulement à l'Administration centrale mais également aux pouvoirs locaux et à la sécurité sociale, serait certes toujours inférieur à la valeur de référence de 3%, mais si l'on tient compte du fait que ce résultat découle des importants excédents actuellement encore engrangés par les systèmes de pension, la position à moyen et à long terme des finances publiques apparaît, ceteris paribus, comme fort préoccupante.

Or comme le montre un encadré de ce Bulletin, l'équilibre à terme des pensions est pour le moins compromis au cours des prochaines décennies, en dépit de la récente réforme des pensions. Si cette dernière constitue indiscutablement un pas dans la bonne direction, elle devra impérativement et de manière proactive s'accompagner de mesures additionnelles. Certaines de ces mesures, déjà pour partie proposées dans le passé par la BCL et qui s'inscrivent dans la continuité de la loi portant réforme des pensions, sont décrites dans l'encadré. Leur sélection s'est opérée sur la base d'un exercice d'optimisation mené à bien au moyen de notre modèle d'équilibre général LOLA (« Luxembourg overlapping generation model for policy analysis »).

Un encadré relatif au financement des communes luxembourgeoises trace quelques pistes pouvant contribuer à améliorer les finances publiques, notamment une révision des valeurs unitaires

servant de base au calcul de l'impôt foncier. De façon plus générale, une réflexion d'ensemble sur la fiscalité immobilière, directe et indirecte, serait de mise au Luxembourg.

Les autres encadrés du présent Bulletin 2013-1 portent sur l'évolution des crédits au secteur privé et sur la composition du patrimoine des ménages. L'encadré sur les crédits au secteur privé montre que le taux de croissance en glissement annuel des crédits immobiliers octroyés aux ménages luxembourgeois s'est stabilisé autour de 7% au cours du 4ème trimestre de 2012 ainsi qu'en janvier 2013. Par contre et toujours selon cette enquête, le taux annuel de progression des crédits aux sociétés non financières établies au Luxembourg a oscillé aux alentours de zéro au cours de cette même période, ce qui est, toutes autres choses égales, plutôt préoccupant. Il ne faut donc pas déduire de l'augmentation précitée de l'encours des crédits à l'habitat la situation générale de notre appareil productif. Il appartiendra au gouvernement de s'interroger à ce sujet, la réponse ne pouvant toutefois pas résider dans le recours à des instruments de soutien grevant directement ou indirectement les finances publiques.

L'encadré sur la composition du patrimoine des ménages se base sur les données issues de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages, qui a été menée pour la première fois au Luxembourg en 2010/2011. Cette enquête se concentre sur les caractéristiques socio-économiques des ménages, sur leurs revenus et leur patrimoine. Il apparaît notamment que quel que soit le quintile de revenu considéré, les actifs réels (au sein desquels le patrimoine immobilier est nettement prépondérant) constituent la composante la plus importante du patrimoine des ménages. L'encadré révèle également que seuls 11% des ménages ont activement ajusté leur portefeuille suite à la crise économique et financière et que seuls 16% des ménages luxembourgeois déclarent avoir souffert d'une diminution du patrimoine.

Gaston Reinesch

1	LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE	10
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	12
1.1.4	Le marché des changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	14
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	15
1.1.8	Les projections macro-économiques pour la zone euro	17
1.2	La situation économique au Luxembourg	18
1.2.1	Les prix et les coûts	18
1.2.2	Le marché du travail	33
1.2.3	Les activités sectorielles	39
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	63
1.2.5	La croissance économique	65
1.2.6	Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2012	67
1.2.7	Le commerce extérieur	69
1.2.8	La balance des paiements	70
1.2.9	La position extérieure globale	72
1.2.10	Les comptes financiers	74
1.2.11	Les finances publiques	82
1.2.12	Le patrimoine financier des Administrations publiques	91
<u>Encadré 1:</u>		
	Evolution récente des CSU au Luxembourg : causes et conséquences potentielles ?	26
<u>Encadré 2</u>		
	L'évolution des crédits au secteur privé	50
<u>Encadré 3</u>		
	La composition du patrimoine des ménages et son évolution durant la crise financière	76
<u>Encadré 4</u>		
	Déficit, croissance et bien-être économique : comment compléter la récente réforme des pensions ?	85
<u>Encadré 5</u>		
	Le financement des communes luxembourgeoises	93

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 premier trimestre 2013. 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 0,6% en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2012, après avoir reculé de 0,1% au troisième trimestre 2012. En ce qui concerne l'année 2013, l'activité économique dans la zone euro devrait commencer à se stabiliser au premier semestre. Ce scénario ressort des projections macroéconomiques établies en mars 2013 par les services de la BCE, qui prévoient une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre -0,9% et -0,1% en 2013 et entre 0,0% et 2,0% en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques établies en décembre 2012 par les services de l'Eurosystème, les fourchettes prévues pour la croissance du PIB en volume en 2013 et 2014 ont été révisées légèrement 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 1,8% en février, par rapport à 2,0% en janvier et 2,2% en décembre 2012. Le déclin actuel des taux annuels d'inflation reflète essentiellement les composantes énergie et produits alimentaires de l'indice des prix. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2012 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes de prévision d'inflation pour 2013 et 2014 sont globalement inchangées dans les projections des experts de la BCE de mars 2013. Les points centraux de ces projections s'inscrivent à 1,6% et 1,3% pour 2013 et 2014, respectivement.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 3,5% en janvier 2013, après 3,4% en décembre et 3,8% en novembre. 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 0,0% en janvier 2013, après 0,5% en décembre 2012 et 0,3% en novembre 2012. Le taux de progression annuel des créances sur les administrations publiques s'est établi à 4,6% en janvier, par rapport à 5,8% en décembre 2012. 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 janvier, après -0,2% en décembre et -0,5% en novembre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages, corrigé des cessions de prêts et de la titrisation, s'est établi à 0,5% en janvier, par rapport à 0,7% en décembre. Le rythme annuel de croissance des prêts aux sociétés non financières, corrigé des cessions de prêts et de la titrisation, a été négatif, ressortant à -1,5% en janvier, après -1,3% en décembre et -1,5% en novembre.

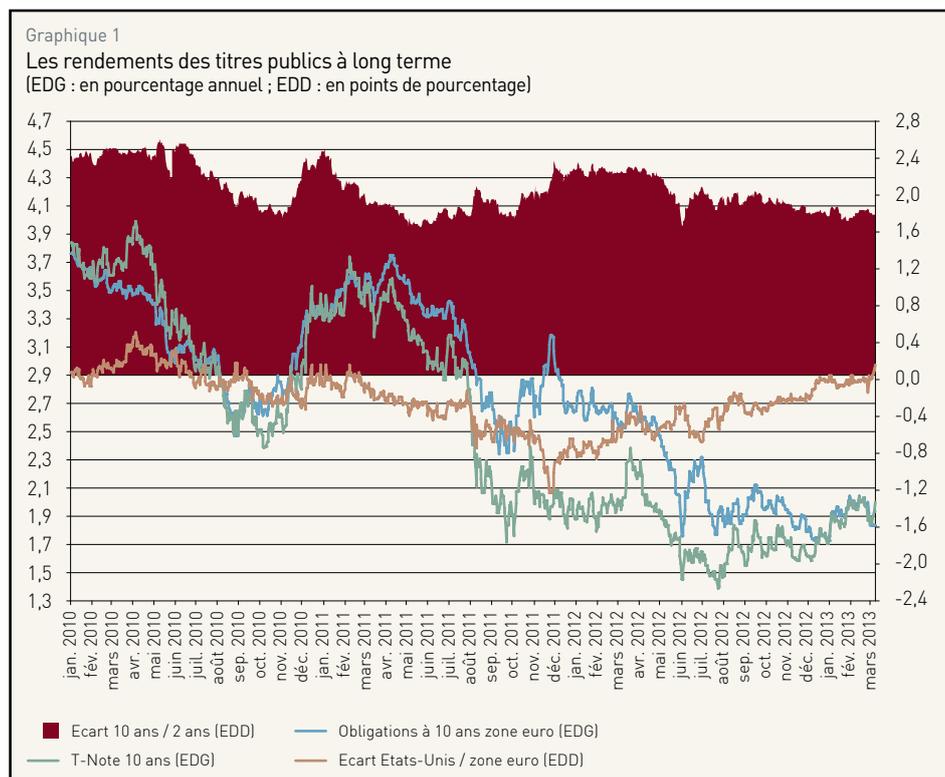
Depuis décembre 2012, les banques de la zone euro qui ont participé aux deux opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) conduites en décembre 2011 et en février 2012 ont la possibilité de rembourser leurs montants empruntés auprès de la BCE. Jusqu'au début du mois de mars 2013, les contreparties ont remboursé 224,8 milliards d'euros sur les 1018,7 milliards obtenus par la BCE. Les prêts effectués dans le cadre de ces deux opérations sont remboursables en décembre 2014 et en février 2015 respectivement.

1.1.2 Les marchés obligataires

Depuis la fin du mois de novembre, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ont commencé une tendance haussière pour s'établir, au 8 mars 2013, respectivement à 1,99 % et 1,83 %. Le différentiel de rendement obligataire à long terme entre la zone euro et les Etats-Unis a légèrement diminué au premier trimestre 2013 pour s'inscrire aux alentours de 16 points de base.

La hausse des taux à long terme dans la zone euro depuis décembre 2012 s'explique notamment par l'annonce de remboursements par les banques de fonds empruntés à la BCE plus importants que prévu. Cette évolution renforce la perception par les investisseurs d'une amélioration des conditions financières du système bancaire de la zone euro et de la confiance sur les perspectives économiques futures de la zone. Néanmoins, depuis les résultats des élections en Italie, fin février, les taux longs ont baissé, reflétant des anticipations pessimistes des marchés quant aux conséquences de cette crise politique en termes de tensions sur le marché des dettes souveraines des pays membres et de croissance pour l'ensemble de la zone euro.

Aux Etats-Unis, la hausse des taux longs depuis janvier 2013 est justifiée par l'entente temporaire conclue in extremis le 1^{er} janvier 2013 entre le président américain et le Congrès des Etats-Unis pour repousser le mur budgétaire (ou « fiscal cliff »). Cet accord temporaire, valable jusqu'au début du mois de mars 2013, a diminué les craintes de récession aux Etats-Unis que faisait peser l'atteinte de la falaise budgétaire et les coupes budgétaires résultantes. Il s'en est suivi une diminution de l'aversion au risque des investisseurs et une amélioration relative de l'évaluation de la situation économique aux Etats-Unis. Néanmoins, cet accord temporaire n'a pas été reconduit. En conséquence, depuis mars 2013, des coupes budgétaires automatiques se sont appliquées à l'économie américaine. Ces restrictions budgétaires risquent de freiner brusquement la consommation des ménages américains. Ce scénario est envisagé par les marchés financiers, comme le montre la baisse des taux longs aux Etats-Unis début mars 2013.



Sources : BCE, Bloomberg

Du côté de la zone euro, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans a débuté une période de baisse depuis novembre 2012. Cette baisse montre qu'en dépit de l'annonce de la mise en œuvre du programme d'Opérations Monétaires sur Titres (OMT) en septembre 2012, les marchés financiers anticipent une croissance à la baisse pour la zone euro. En particulier, des tensions

sont toujours à craindre sur les rendements obligataires dans la zone euro suite aux résultats des élections en Italie, fin février. Ainsi, au cours des prochains mois, l'évolution des rendements obligataires en zone euro devrait être en partie liée à la résolution de la crise politique en Italie.

1.1.3 Le marché des actions

Après une forte hausse observée au cours du quatrième trimestre, les indices boursiers aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Japon confortent leur tendance haussière au premier trimestre 2013. Depuis le 30 novembre 2012, la hausse s'élève à 9,04 % pour le S&P 500, 6,49 % pour le Dow Jones EURO STOXX et 30,04 % pour le Nikkei. Cette hausse des marchés boursiers souligne un fort regain d'appétit pour le risque de la part des investisseurs.



Source : Bloomberg

La hausse du marché européen se justifie notamment par le remboursement précoce, par les banques, des prêts à 3 ans offerts par la BCE. Cette évolution a été perçue par les investisseurs comme un signe d'amélioration de la liquidité bancaire en zone euro. La hausse du marché européen est cependant plus faible que celle des marchés américains et japonais, de fortes incertitudes prévalant encore sur les perspectives de croissance future des pays membres de la zone euro.

La hausse marquée des actions américaines depuis janvier 2013 peut être attribuée à l'entente temporaire conclue in extremis entre le président américain et le Congrès des Etats-Unis sur la réforme budgétaire associée au mur budgétaire. Cet accord temporaire a permis de dissiper les craintes de récession que faisait peser l'atteinte du mur budgétaire sur la croissance aux

Etats-Unis. Néanmoins, cet accord temporaire, échu début mars, n'a pas été reconduit, ce qui risque de grever la croissance américaine et d'altérer la tendance haussière du marché boursier américain.

Enfin, la vigueur du marché japonais s'explique notamment par la forte dépréciation du yen depuis juillet 2012 face à l'euro et au dollar américain. Le fort repli de la devise japonaise permet aux entreprises japonaises d'améliorer leur compétitivité-prix en offrant des perspectives de profits très 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 2,32 % entre le 30 novembre

2012 et le 8 mars 2013. 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 franc suisse, de la couronne tchèque, du zloty polonais et du forint hongrois. La monnaie unique s'est en revanche dépréciée par rapport à la couronne suédoise et au leu roumain.

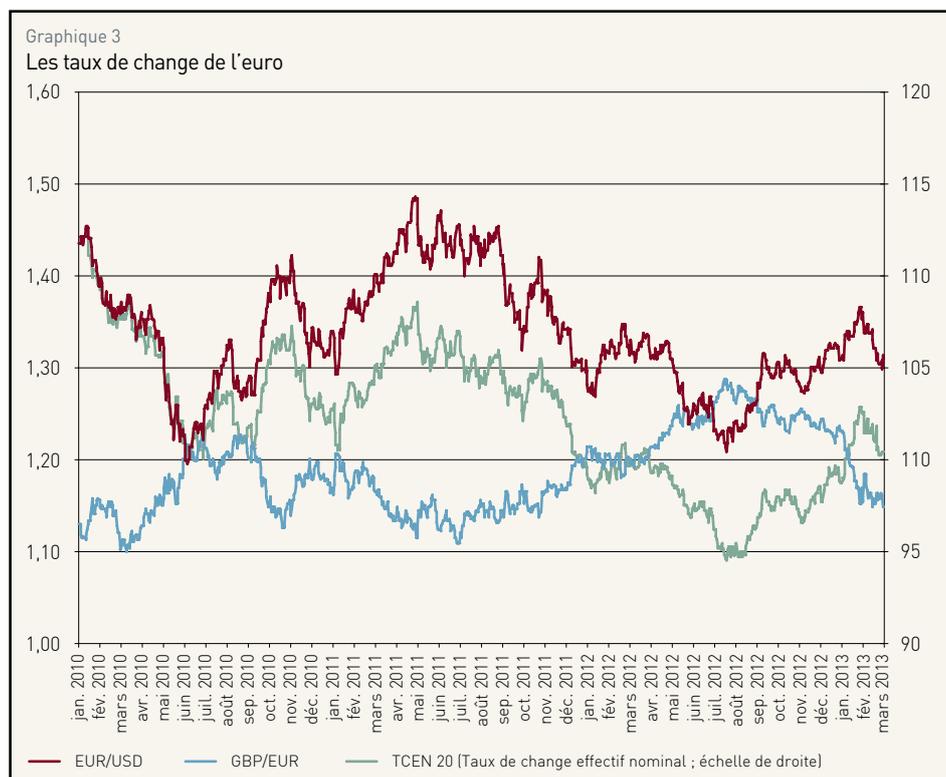
Au cours de la période étudiée, l'euro s'est apprécié de 0,75 % par rapport au billet vert. Cette évolution s'explique par la moindre inquiétude des opérateurs, consécutive à l'annonce de la mise en œuvre du programme d'Opérations Monétaires sur Titres (OMT) par l'Euro-système. Au 8 mars 2013, l'euro s'échangeait contre 1,30 USD, soit à un niveau supérieur de près de 1 % à sa moyenne de 2012.

Entre le 30 novembre 2012 et le 8 mars 2013, l'euro s'est apprécié de plus de 16 % par rapport au yen. La forte dépréciation de la devise japonaise est justifiée par l'assouplissement supplémentaire de la politique monétaire menée par la Banque du Japon. Cette politique génère de forts mouvements de capitaux spéculatifs illustrés par des opérations de portage (ou « carry trade »). Les investisseurs empruntent dans une devise à faible taux d'intérêt (comme le yen japonais) et placent ces fonds empruntés dans une autre devise à taux d'intérêt plus fort (comme la monnaie unique). Ces transferts massifs de fonds génèrent automatiquement une forte et rapide appréciation de l'euro par rapport au yen.

Depuis la fin du mois de novembre, l'euro s'est apprécié de 2,60 % par rapport au franc suisse pour atteindre 1,23 CHF pour un euro au 8 mars 2013, confortant ainsi l'objectif de la Banque Nationale de Suisse de maintenir le cours de sa monnaie au-dessus de 1,20 CHF/euro.

Par ailleurs, le mouvement de dépréciation entamé par la devise britannique depuis juillet 2012 s'est renforcé au premier trimestre 2013. Entre le 30 novembre 2012 et le 8 mars 2013, la devise britannique s'est dépréciée de 7,05 % par rapport à l'euro pour finalement s'échanger au-dessus de 1,14 GBP/euro au 8 mars 2013.

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) ont connu des évolutions hétérogènes. Au cours de la période étudiée, la monnaie unique s'est appréciée par rapport à la couronne tchèque, au zloty polonais et au forint hongrois d'un montant égal à respectivement 0,79 %, 1,02 % et 6,24 %. Au contraire, l'euro s'est



Sources : BCE, Bloomberg

déprécié par rapport à la couronne suédoise et au leu roumain de 4,19 % et 3,59 % respectivement. Le lev bulgare est resté stable vis-à-vis de la monnaie unique.

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), qui s'était stabilisée autour de 2,5% à la mi-2012, a reculé à 2,3% en fin d'année 2012 et à 2,0% en janvier 2013. Selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, un recul supplémentaire à 1,8% serait envisageable pour le mois de février. En moyenne annuelle, l'inflation s'est chiffrée à 2,5% en 2012, en recul de 0,2 p.p. par rapport à la moyenne de 2011.

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)

	2011	2012	2012 T1	2012 T2	2012 T3	2012 T4	jan-13
IPCH global	2,7	2,5	2,7	2,5	2,5	2,3	2,0
Produits alimentaires non transformés	1,8	3,0	2,0	2,3	3,4	4,3	4,8
Produits alimentaires transformés	3,3	3,1	4,0	3,5	2,7	2,4	2,3
Produits manufacturés hors énergie	0,8	1,2	1,1	1,3	1,3	1,1	0,8
Energie	11,9	7,6	9,1	7,2	8,0	6,3	3,9
Services	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,7	1,6
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,7	1,8	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5

Source : Eurostat

Le repli de l'inflation en fin d'année 2012 a été général, hormis pour les produits alimentaires non transformés. Ces derniers comprennent les produits saisonniers et la viande de sorte que leurs prix sont largement influencés par les conditions météorologiques et les prix des matières premières agricoles. La modération en fin d'année de l'inflation de tous les autres biens et services est due à plusieurs facteurs. Premièrement, les prix de l'énergie ont baissé sous l'effet d'un recul du prix du pétrole en euros. Deuxièmement, les conditions cycliques - avec une zone euro en récession à la fin de 2012 - ont contenu la hausse des prix. Finalement, les coûts salariaux se sont aussi modérés par rapport à 2012.

Des données détaillées d'Eurostat révèlent en outre que la contribution des mesures de taxation indirecte sur les prix à la consommation a été de l'ordre de 0,4 p.p. en 2012, contre 0,3 p.p. en 2011 et un impact moyen de 0,1 p.p. sur la période 2004-2010. En l'absence de ce choc exogène, le recul de l'inflation en 2012 aurait donc été plus prononcé et davantage en ligne avec les conditions cycliques moroses.

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. Après s'être établie à 2,5% en 2012, l'inflation moyenne s'inscrirait dans une fourchette allant de 1,2% à 2,0% en 2013 et de 0,6% à 2,0% en 2014. Comparé à l'exercice de projection de décembre 2012, ces projections sont pratiquement inchangées.

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

La plus récente publication des comptes nationaux fait apparaître qu'au cours du 4^{ème} trimestre de 2012, le PIB réel de la zone euro s'est contracté de 0,6% en rythme trimestriel. Pour rappel, l'activité économique avait déjà reculé au deuxième ainsi qu'au troisième trimestre (de respectivement -0,2% et -0,1%), si bien

que l'activité économique au 4^{ème} trimestre 2012 affiche à présent une contraction sensible en rythme annuel (-0,9%). Signalons encore que la croissance annuelle moyenne s'est établie à -0,5% en 2012.

La grande majorité des économies¹ ont connu une contraction de l'activité au cours du 4^{ème} trimestre, y compris celles qui avaient relativement bien résisté jusqu'à présent telles que la France (-0,3% au 4^{ème} trimestre) et surtout l'Allemagne (-0,6%). A présent, la plupart des économies affichent également une contraction de leur activité sur base annuelle. Dans les quelques rares économies connaissant toujours une expansion de l'activité, le rythme de croissance est très faible, à l'image de la situation en Allemagne et en Autriche (+0,4% sur un an).

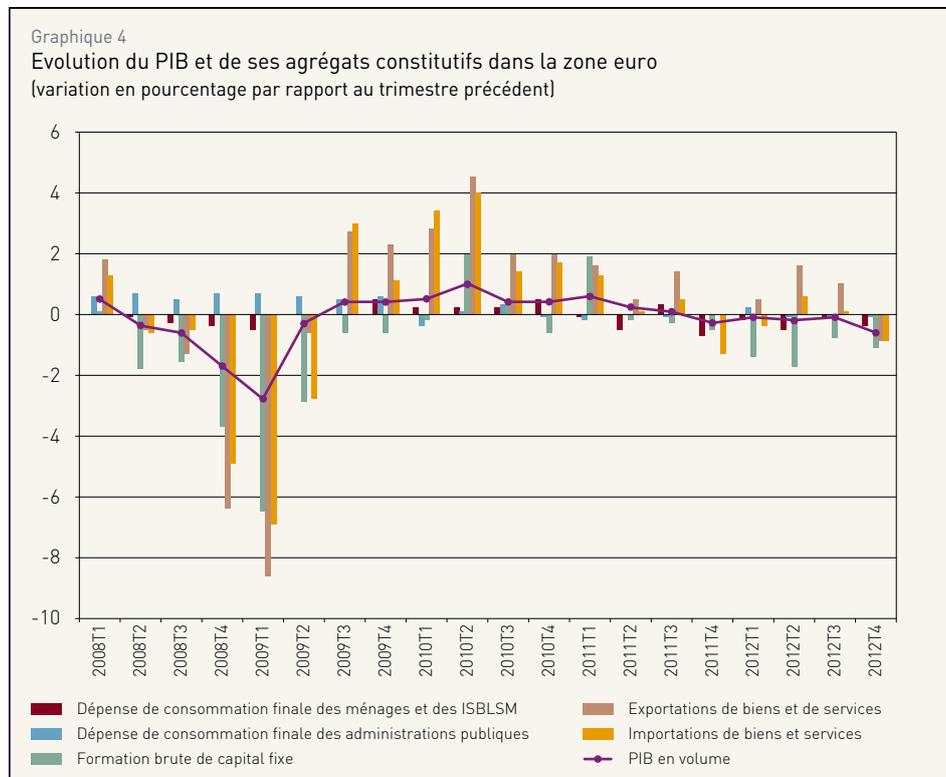
En ce qui concerne les principales composantes de la demande, notons que la demande intérieure a poursuivi son repli au quatrième trimestre, avec une contraction de la consommation des ménages et de la consommation publique à hauteur de respectivement 0,4% et 0,1% et un repli toujours plus marqué de la formation brute de capital fixe, de 1,1% (graphique 4). Sur un an, la consommation privée est à présent en repli de -1,2% et la formation brute de capital fixe de 4,9%. En outre, pour la première fois depuis mi-2009, les exportations ont enregistré un repli, de 0,9% sur un trimestre. De leur côté, les importations ont enregistré un recul de même ampleur.

L'activité s'est contractée sur base trimestrielle dans l'industrie (-1,7%), la construction (-0,8%), la branche du commerce (-0,4%), les services financiers et des assurances (-0,6%), les activités spécialisées et services de soutien (-0,8%) ainsi que la branche des arts, spectacles et autres activités de services (-0,2%). La branche de l'information et de la communication et l'administration publique ont enregistré une croissance légèrement positive (avec respectivement 0,2% et 0,1% en glissement trimestriel) tandis que la croissance fut nulle dans la branche des services immobiliers.

Après avoir marqué une pause au cours du second trimestre, affichant une croissance nulle, la contraction de l'emploi a repris de plus belle au cours du troisième trimestre de cette année, à un rythme trimestriel de -0,2%. Sur base annuelle, le repli de l'emploi est à présent de 0,7%. En outre, le taux de chômage a poursuivi sa hausse au cours des derniers mois, affichant en janvier 2013 le niveau historiquement élevé de 11,9%.

1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

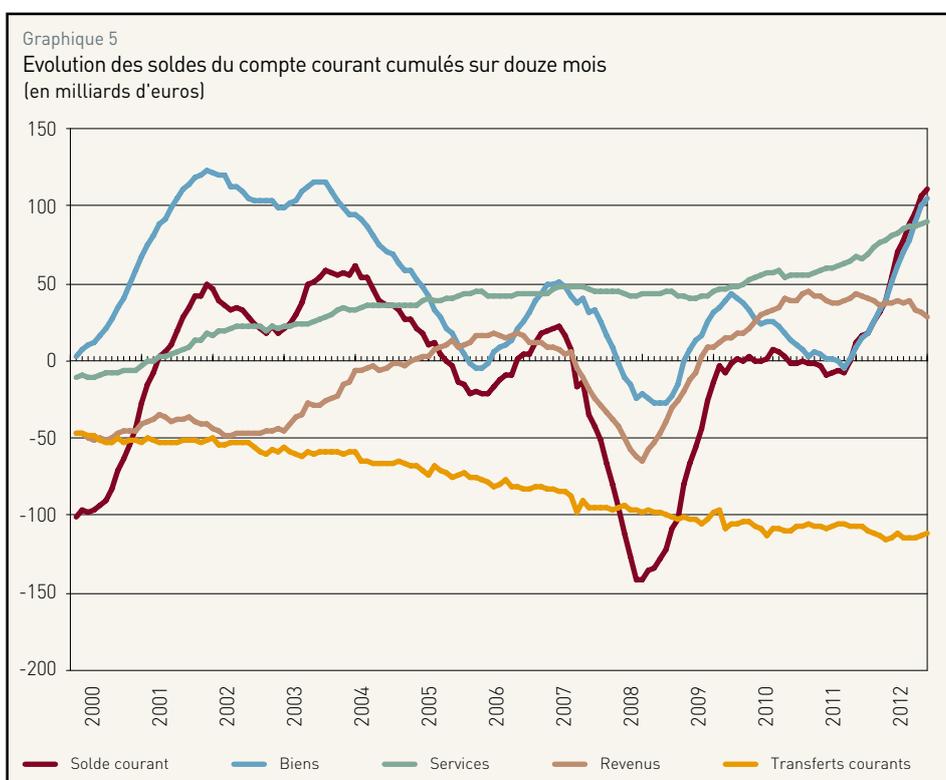
Au cours de l'année 2012, le compte courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. Le



Source : Eurostat

1 Les données pour le 4^{ème} trimestre ne sont pas disponibles pour l'Irlande, la Grèce, le Luxembourg, Malte et l'Estonie.

solde courant dégage ainsi un excédent de 111 milliards d'euros (1,2% du PIB) sur toute l'année 2012, comparé à un excédent de 12,5 milliards sur l'année 2011. Cette évolution positive est le résultat d'une importante 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 troisième trimestre de 2011 en redevenant excédentaire, après avoir dégagé des déficits sur deux trimestres successifs. Au cours de quatre trimestres de l'année 2012, la balance de biens a progressivement renforcé son excédent, qui a ainsi totalisé 104 milliards d'euros comparé à un surplus de 9 milliards sur l'année 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% au cours de l'année de 2012, contre 2% pour les importations. Ces dernières ont donc été largement affectées, surtout au second semestre 2012, par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro.



Source : BCE

La balance des services a connu une évolution similaire à celle des biens, le taux de croissance des exportations atteignant plus du double de celui des importations. Le surplus des services atteint ainsi 90 milliards au cours de l'année 2012, contre 67 milliards l'année précédente. Les évolutions positives ci-dessus ont été néanmoins compensées en partie par une détérioration du surplus des revenus et par un léger accroissement du déficit des transferts courants.

Dans le compte des transactions financières, durant la seconde moitié de l'année 2011, l'incertitude accrue due à la crise des dettes souveraines de certains pays de la zone euro avait entraîné d'importants mouvements de rapatriement de capitaux et de réallocation de portefeuille. Les non-résidents avaient ainsi fortement réduit leurs placements dans les actions de la

zone euro, tout en rapatriant 117 milliards d'euros investis dans les obligations et surtout dans les instruments du marché monétaire émis par la zone euro. Au cours du premier semestre 2012, les non-résidents ont progressivement réinvesti dans les titres émis par la zone euro, en y plaçant au total 90 milliards d'euros, dont 39 milliards dans les actions, 34 milliards dans les obligations et 17 milliards dans les titres de dette à court terme. Ce retour des investisseurs non-résidents sur le marché des titres de la zone euro s'est accéléré au second semestre de 2012 et plus particulièrement au dernier trimestre de l'année. Les achats nets d'actions et d'obligations émises par la zone euro ont ainsi atteint 197 milliards d'euros au second semestre (dont 129 milliards au quatrième trimestre). Les non-résidents se sont en revanche détournés des instruments de dette à court terme, qui ont subi des ventes nettes (33 milliards) au second semestre 2012. Au total au cours de l'année 2012, les investisseurs non-résidents ont placé 254 milliards d'euros dans les titres de la zone euro comparés à 222 milliards en 2011 et 260 milliards en 2010.

Les investisseurs résidents ont eu un comportement similaire à celui des non-résidents. Après les ventes nettes de titres étrangers au second semestre 2011 (à concurrence de 119 milliards, dont 94 milliards d'actions), au cours de l'année 2012 les résidents ont accru progressivement leurs placements dans les titres étrangers qui ont totalisé 190 milliards d'euros. Après avoir réduit drastiquement leurs ventes nettes d'actions étrangères au premier semestre 2012 (-5 milliards), les résidents de la zone euro ont en effet repris les achats d'actions étrangères en y investissant 52 milliards au second semestre de 2012, dont 45 milliards au dernier trimestre de 2012. Sur l'ensemble de l'année 2012, les achats d'actions étrangères par les résidents ont ainsi atteint 47 milliards d'euros. De même s'agissant de titres de la dette, les résidents ont repris les achats d'obligations étrangères au premier semestre 2012 (52 milliards), après les ventes nettes de 44 milliards observées au second semestre 2011. Au second semestre 2012, les achats d'obligations étrangères se sont élevés à 61 milliards d'euros. Sur toute l'année 2012, les achats de titres étrangers de la dette à court terme sont en revanche restés positifs et se sont pratiquement établis au même niveau qu'en 2011 (31 milliards d'euros).

Compte tenu de ces mouvements des capitaux, au total les flux d'investissement de portefeuille se sont soldés par des entrées nettes de capitaux de 64 milliards d'euros au cours de l'année 2012, contre 274 milliards en 2011 et 124 milliards en 2010. Cette forte chute des entrées de capitaux dans la zone euro au titre d'investissements de portefeuille s'explique donc par la reprise des marchés financiers en 2012. Cette reprise s'est traduite par un retournement du comportement des résidents de la zone euro. Ceux-ci ont effet fortement accru au cours de l'année 2012 leurs placements dans les titres étrangers (190 milliards au total) alors qu'ils les avaient vendus massivement en 2011. Les non-résidents ont de leur côté accru de 32 milliards leurs placements dans les titres de la zone euro (254 milliards pour l'ensemble de l'année 2012). Dans les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont contractées, atteignant 51 milliards au cours de l'année 2012 contre 155 milliards l'année précédente.

1.1.8 Les projections macro-économiques pour la zone euro

Les récentes projections de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre -0,9% et -0,1% en 2013 et entre 0,0% et 2,0% en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2012 réalisées par l'Eurosystème, les fourchettes ont été revues légèrement à la baisse. Pour 2013, la révision traduit principalement un acquis de croissance plus négatif provenant du résultat effectif du PIB en volume au quatrième trimestre 2012, tandis que les anticipations de reprise sont restées globalement inchangées.

Tableau 2

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

	2012	2013	2014
IPCH	2,5	1,2 - 2,0	0,6 - 2,0
PIB réel	-0,5	-0,9 - -0,1	0,0 - 2,0
Consommation privée	-1,2	-1,3 - -0,3	-0,3 - 1,5
Consommation publique	0,0	-0,9 - -0,1	-0,4 - 1,2
Investissement	-4,0	-3,8 - -1,0	-0,9 - 3,5
Exportations	2,9	-1,3 - 3,5	0,8 - 7,8
Importations	-0,7	-2,1 - 2,3	1,0 - 7,2

Sur une base trimestrielle, les chiffres du PIB pour le quatrième trimestre 2012 ont été faibles, la deuxième estimation d'Eurostat indiquant une contraction de 0,6 % en glissement trimestriel. Ce recul est largement imputable à une baisse de la demande intérieure mais reflète également la faiblesse



des exportations. En ce qui concerne 2013, les données et les indicateurs récents laissent présager que l'activité économique devrait commencer à se stabiliser au premier semestre de l'année. Une reprise progressive devrait s'amorcer au second semestre, la croissance des exportations bénéficiant d'un renforcement de la demande mondiale et la demande intérieure étant soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire. En outre, l'amélioration observée sur les marchés financiers depuis juillet dernier et la poursuite de la mise en œuvre de réformes structurelles devraient produire leurs effets sur l'économie. En parallèle, le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé et les conditions restrictives d'octroi des crédits qui l'accompagnent continueront de peser sur l'économie.

Les perspectives économiques pour la zone euro sont soumises à des risques à la baisse, qui ont trait à la possibilité que la demande intérieure et les exportations soient plus faibles que prévu et à la lenteur ou l'insuffisance de la mise en œuvre des réformes structurelles dans la zone euro. Ces facteurs sont susceptibles de ralentir l'amélioration de la confiance et ainsi de retarder la reprise.

Pour ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,8 % en février 2013, après 2,0 % en janvier. Le déclin actuel des taux annuels d'inflation reflète essentiellement les composantes énergie et produits alimentaires de l'indice des prix. À plus long terme, si le profil mensuel de l'inflation globale peut être légèrement volatil, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester contenues, étant donné le contexte de faible activité économique dans la zone euro. Les anticipations d'inflation sont solidement ancrées à un niveau compatible avec la stabilité des prix à moyen terme.

Les projections macroéconomiques de mars 2013 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 1,2 % et 2,0 % pour 2013 et entre 0,6 % et 2,0 % pour 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2012 réalisées par l'Eurosystème, les fourchettes sont globalement inchangées.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont globalement équilibrés à moyen terme, avec des risques à la hausse liés à une augmentation plus forte que prévu des prix administrés et de la fiscalité indirecte ainsi qu'au renchérissement du pétrole et des risques à la baisse découlant du fléchissement de l'activité économique.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

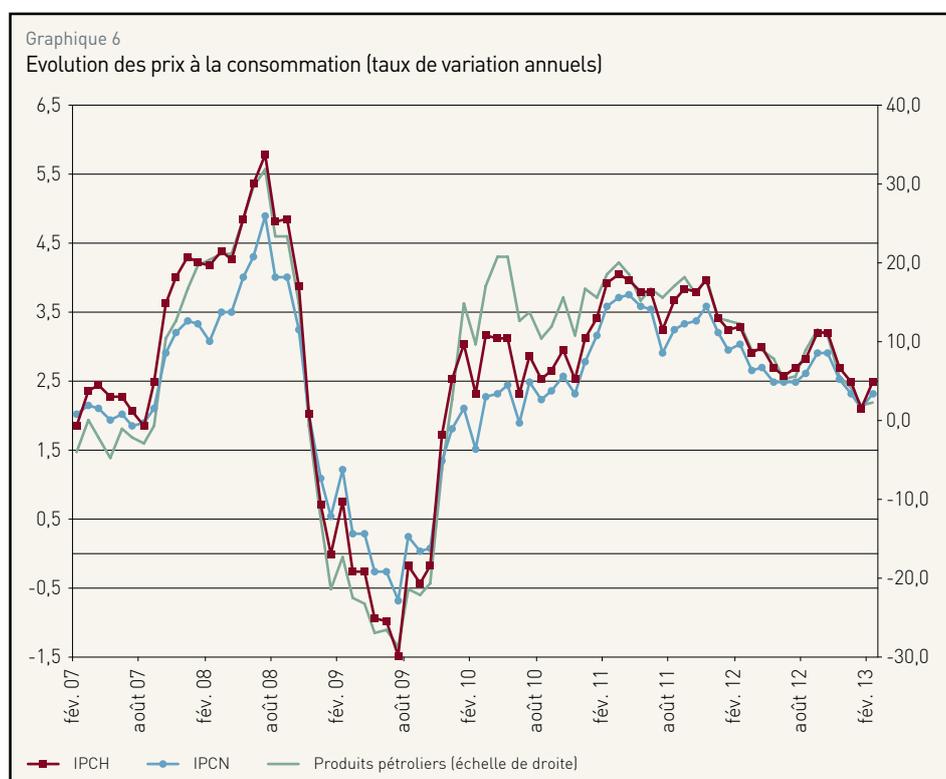
Le recul de l'inflation globale entamé au début de l'année 2011 s'est poursuivi, après une brève interruption entre août et octobre 2012. Le taux de variation annuel de l'IPCN s'est ainsi replié de 2,9% en octobre 2012 à 2,1% en janvier 2013 pour rebondir à 2,3% en février. En moyenne annuelle, l'inflation a été de 2,7% en 2012, en recul de 0,7pp par rapport à 2011. L'inflation dégagée sur la base de l'IPCH a aussi reculé, passant de 3,2% en octobre à 2,1% en janvier 2013 pour rebondir à 2,5% en février.

La modération de l'inflation globale est due à plusieurs facteurs. D'une part, l'inflation des produits pétroliers s'est modérée depuis la mi-2011. Si les prix ont encore progressé par rapport à 2011, leur accélération s'est toutefois affaiblie au cours des derniers mois. Ainsi, le taux de variation annuel des produits pétroliers ne se chiffrait plus qu'à 1,9% en janvier 2013, contre 17% en moyenne en

2011 (voir le graphique ci-joint). D'autre part, l'inflation des autres biens et services s'est stabilisée autour de 2,2% en 2012 et est en recul par rapport à 2011. Cette modération est exclusivement attribuable au fléchissement de l'inflation des prix des services, de 3,1% en 2011 à 2,4% en 2012, sous l'effet d'une modération des prix administrés². La modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires a permis de contenir la progression des coûts salariaux et en conséquence une hausse plus importante des prix des services. L'inflation des autres composantes s'est par contre accélérée et ceci malgré des conditions cycliques peu favorables. A l'instar de l'évolution observée dans la zone euro, divers chocs exogènes ont exercé un impact sur l'inflation. Ainsi, la hausse des matières premières agricoles s'est répercutée sur les prix des biens alimentaires transformés et non transformés. Par ailleurs, la dépréciation de l'euro par rapport au dollar a vraisemblablement exercé un impact sur l'inflation des biens industriels non-énergétiques. Ces biens sont essentiellement importés et leur taux d'inflation a été de 1,7% en 2012, soit le taux le plus élevé depuis 2001.

Malgré la modération, l'inflation au Luxembourg est constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes³. En 2012, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,4 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,2 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 quatrième trimestre 2012 ont atteint respectivement 9,7 p.p. par rapport aux pays limitrophes et 4,8 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL⁴, les perceptions et les anticipations d'inflation se sont repliées depuis la fin 2012, ce qui est en léger décalage par rapport au recul de l'inflation globale. Ce revirement de tendance est vraisemblablement lié au recul relativement marqué des prix des produits pétroliers depuis la mi-septembre. Ces derniers ont certes à nouveau progressé depuis la mi-janvier 2013, mais ils n'ont pas encore dépassé leurs niveaux record d'il y a cinq mois.



Source : STATEC

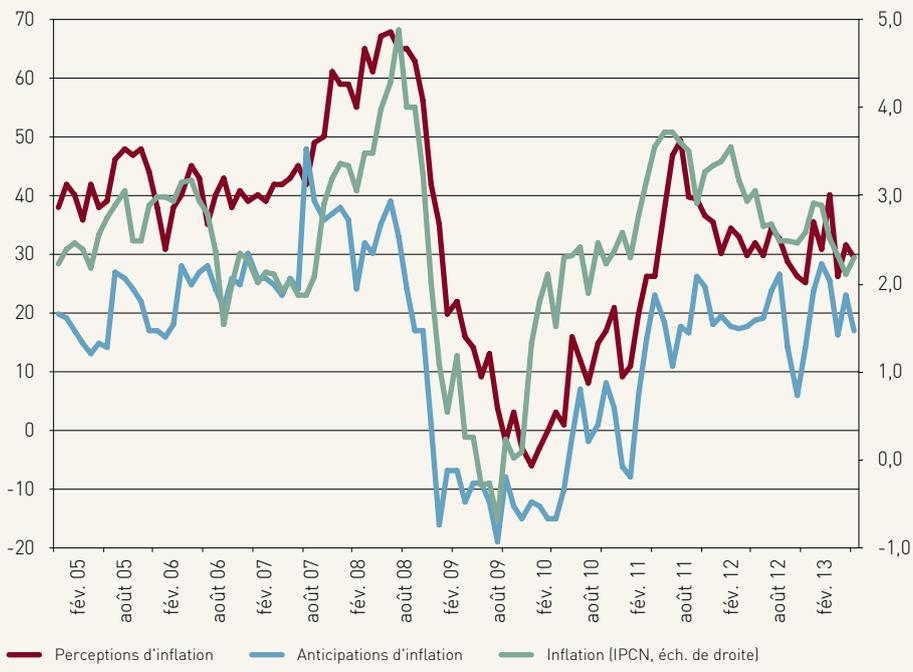
2 La dynamique des prix administrés s'est toutefois renversée en début d'année 2013. Le taux de variation annuel de cet indice s'est chiffré à 5,3% en janvier 2013 contre une moyenne annuelle de 2,6% en 2012.

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

4 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.

Graphique 7

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



Sources : BCL et STATEC

Projections d'inflation

Hypothèses

A la mi-février 2013, l'euro cotait aux environs de 1,35 USD/EUR, soit à un niveau supérieur aux hypothèses de l'exercice datant de décembre 2012⁵. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 117\$/bl et les marchés à terme anticipent un recul de ce prix autour de 110\$/bl jusqu'en décembre 2013. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollars se stabiliserait quasiment en 2013 par rapport à la moyenne de 2012. En raison de l'appréciation de l'euro toutefois, le prix du pétrole exprimé en euros reculerait marginalement. Par rapport à l'exercice de décembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été marginalement revues à la hausse, à concurrence

de 3% en moyenne. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3

Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2011	2012	2013	2012-T4	2013-T1	2013-T2	2013-T3	2013-T4
Prix du pétrole (Brent) en \$	111	112	114	110	116	116	114	111
Taux de change \$/€	1,39	1,29	1,35	1,30	1,34	1,35	1,35	1,35
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	33	9	-3	5	-5	1	-4	-3

Source : BCL

L'inflation à l'exclusion de l'énergie s'était repliée de 2,5% en fin d'année 2011 à 2,2% en 2012 pour rebondir à 2,5% en février. Il se pourrait que ce revirement de tendance ne soit pas éphémère, mais qu'il puisse persister pour le reste de l'année. Plusieurs facteurs inflationnistes ont émergé récemment et ils pourraient maintenir l'inflation sous-jacente à un niveau plus élevé qu'en 2012. Depuis la mi-2012, les prix des matières premières agricoles se sont envolés sur les marchés internationaux et selon la matière première, ils se sont approchés voire même ont dépassé leurs niveaux records de l'année 2008. Ce choc a déjà influencé les prix de la viande et à terme, il est admis qu'il exercerait également un impact sur les prix des biens alimentaires traités. Etant donné la part relativement plus réduite des matières premières agricoles dans les produits alimentaires traités, le délai et l'ampleur de la transmission des coûts aux prix sont sujets à incertitude. Il se pourrait que cet impact soit comparable au

5 Voir BCL, Bulletin 2012/4, pp.72-80

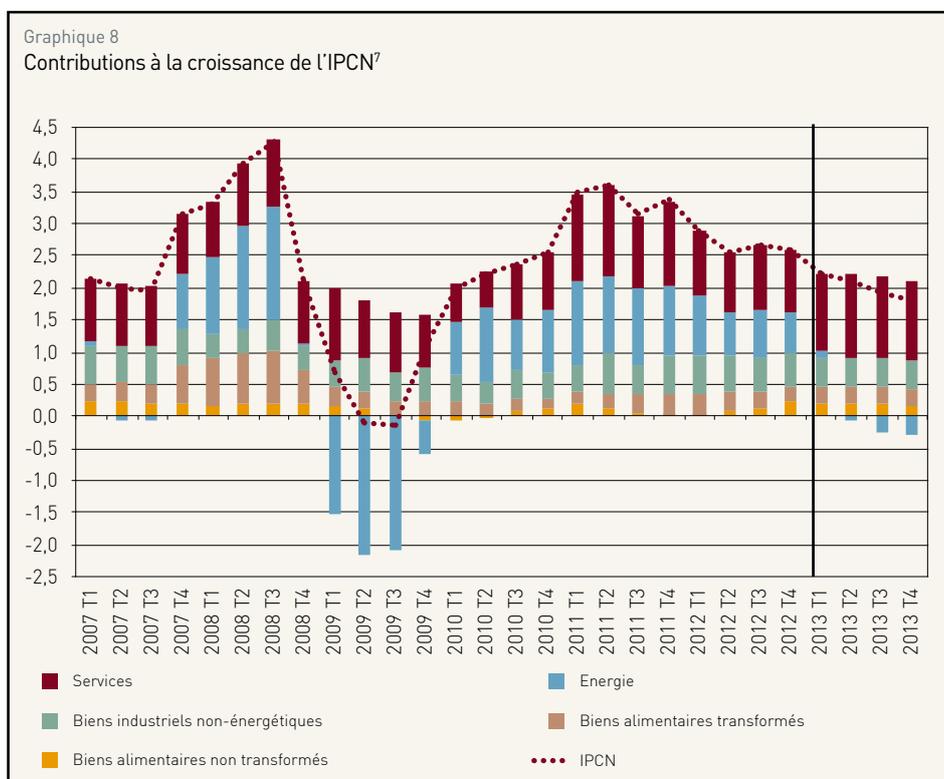
choc observé fin 2010/début 2011, donc largement inférieur au choc de l'année 2008. Du côté domestique, les prix administrés ont progressé fortement au début de l'année 2013. Étant donné que la hausse de ces prix va persister pour le reste de l'année, leur impact sur l'inflation moyenne sera relativement plus élevé qu'en 2012. Les prix des services en général regagneraient en vigueur avec l'ajustement du salaire minimum en janvier 2013.

Si une accélération de l'inflation à l'exclusion de l'énergie est anticipée, plusieurs forces déflationnistes devraient tout de même enrayer l'envergure de cette dégradation. La demande reste affaiblie à l'aune de la progression du chômage au sens large et d'une modération des salaires réels. Elle ne devrait donc pas constituer un facteur inflationniste important à l'heure actuelle. La modulation temporaire du mécanisme d'indexation automatique des salaires empêcherait un dérapage des coûts salariaux et contribuerait de ce fait à contenir l'inflation des prix des services⁶. Un autre facteur modérateur est l'inflation importée. Selon les plus récentes projections des services de la BCE, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre 1,2% et 2,0% en 2013, contre 2,5% en 2012.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques, qui s'était estompée au tournant de l'année 2012/2013 après trois années consécutives à des niveaux élevés, devrait rester faible au cours des trimestres suivants. Elle reculerait d'environ 7% au deuxième semestre 2012 à environ -0,5% au premier trimestre 2013 et à -3,6% au semestre suivant. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, qui est demeurée positive jusqu'à la fin de l'année 2012, serait nulle, voire négative en 2013 (voir le graphique). En moyenne annuelle, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à environ -2% en 2013, contre +7% en 2012 ou +13% en 2011. Par rapport à l'exercice de décembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été marginalement ajustées à la hausse, en moyenne de l'ordre de 1 p.p., conformément à des hypothèses qui ont été révisées dans le même sens.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le taux d'inflation afférent pourrait s'accroître de 2,2% au deuxième semestre 2012 à environ 2,4% aux premier et deuxième semestres 2013. Par rapport à l'exercice précédent, ces projections ont été légèrement adaptées à la hausse, de 0,1pp en 2013.



Sources : STATEC, projections BCL

6 Conformément à la loi du 31 janvier 2012, le paiement de la tranche indiciaire échue en février 2013 a été reporté de mars 2013 à octobre 2013.

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

Avec un taux de 2,3% en février 2013, l'inflation mesurée par l'IPCN global a déjà nettement ralenti par rapport aux sommets de 2011. Ce mouvement baissier se poursuivrait aussi jusqu'à la fin de 2013, un recul qui serait toutefois intégralement dû aux fléchissements des taux d'inflation pour l'énergie. La dynamique favorable de cette composante compenserait l'impact à la hausse, sur l'inflation globale, de l'accélération de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie. Par rapport à l'exercice de décembre 2012, le scénario de l'inflation globale s'est légèrement détérioré, en raison de scénarii moins favorables aussi bien pour les prix de l'énergie que les prix des autres biens et services. L'inflation moyenne serait de 2,0% en 2013 contre 2,7% en 2012, soit une révision à la hausse de 0,1pp. L'impact des mesures gouvernementales sur la progression de l'inflation globale augmenterait à nouveau en raison d'une évolution moins favorable des prix administrés.

Tableau 4

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

	2011	2012	2013	2e semestre 2012	1er semestre 2013	2e semestre 2013
IPCN	3,4	2,7	2,0 (0,1)	2,6	2,2 (0,1)	1,8 (0,2)
IPCN hors énergie	2,4	2,2	2,4 (0,1)	2,2	2,4 (0,1)	2,4 (0,1)
IPCH	3,7	2,9	1,9 (-)	2,9	2,1 (-)	1,7 (-)
IPCH énergie	13,7	7,2	-2,1 (1,0)	6,8	-0,5 (1,5)	-3,6 (0,6)
IPCH hors énergie	2,5	2,3	2,5 (-0,1)	2,3	2,5 (-0,2)	2,5 (-)
Impact des mesures gouvernementales ⁸ sur l'IPCN, en pp	0,9	0,4	0,8			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,7	0,5	0,9			

Source : BCL

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production ont nettement progressé en moyenne annuelle en 2011, avant d'enregistrer une hausse moyenne modérée en 2012. Dans le secteur des biens d'équipement, les prix à la production - qui sont particulièrement volatils⁹ - ont enregistré une baisse de 2,8% en moyenne annuelle en 2012. C'est la première fois depuis 1999 que ce secteur a vu ses prix à la production reculer. Le recul en 2012 s'expliquerait en partie par le sous-secteur machines et équipements (-6,9% en 2012).

Notons qu'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 l'année 2012. Les données disponibles pour le quatrième trimestre 2012 indiquent une nouvelle baisse des prix à la production des biens industriels (-1,5% après -0,7% au troisième trimestre). Cette baisse est générale à l'ensemble des principaux secteurs, à l'exception des biens de consommation (+0,1% au quatrième trimestre 2012).

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

⁹ 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 des prix à la production des biens d'équipement. Dans la zone euro, les prix à la production des biens d'équipements sont quasiment stables depuis juillet 2012.

Tableau 5

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

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

Source : Statec

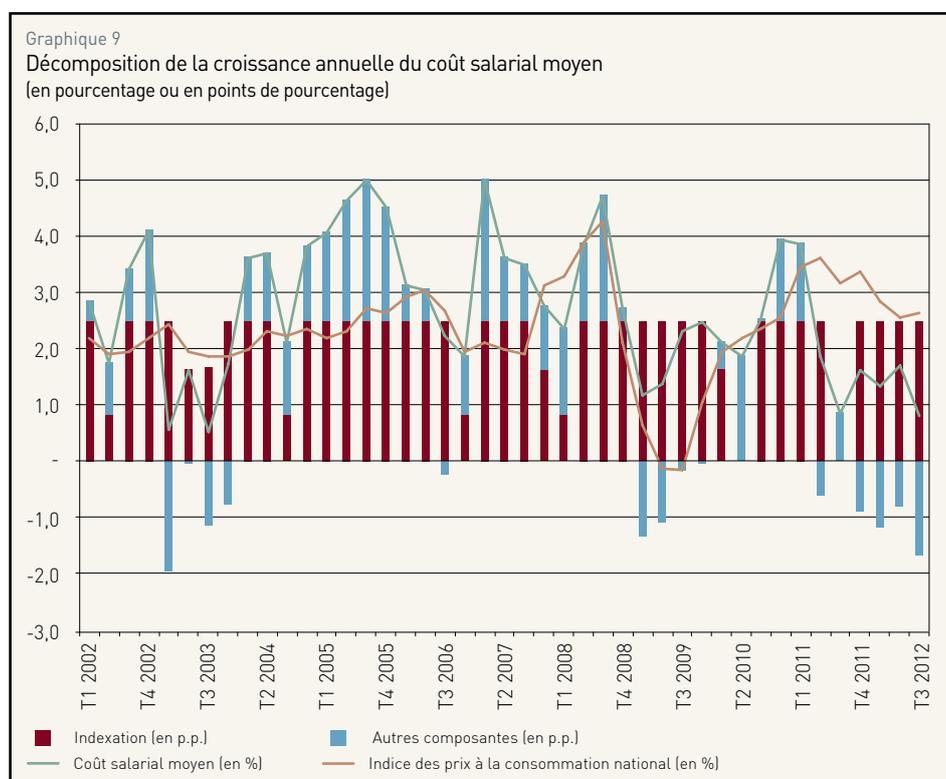
Les prix à la production des biens intermédiaires ont quant à eux accusé une baisse de 2,2%, tandis que les replis observés dans les secteurs de l'énergie et des biens d'équipement étaient plus modestes (-0,6% dans les deux secteurs).

Les enquêtes de conjoncture indiquaient des perspectives de prix de vente en très nette baisse tout au long de l'année 2012 – ou plus exactement de janvier à novembre 2012 -. Les trois dernières enquêtes disponibles montrent en revanche une pause dans la dégradation des perspectives des industriels relatives à leurs prix de vente.

1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente estimation de la comptabilité nationale fait état d'une progression annuelle du coût salarial moyen de 0,8% au troisième trimestre 2012, après 1,7% le trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression, certes modérée mais somme toute positive, est entièrement imputable à l'apport de l'indexation des salaires aux prix (+2,5 p.p. au cours du trimestre sous revue). Au contraire, la contribution des « autres composantes », qui incluent les éléments « réels », demeure négative et ceci pour le quatrième trimestre consécutif.

Les données administratives de la sécurité sociale permettent d'affiner la décomposition du coût salarial moyen. Malgré l'existence de



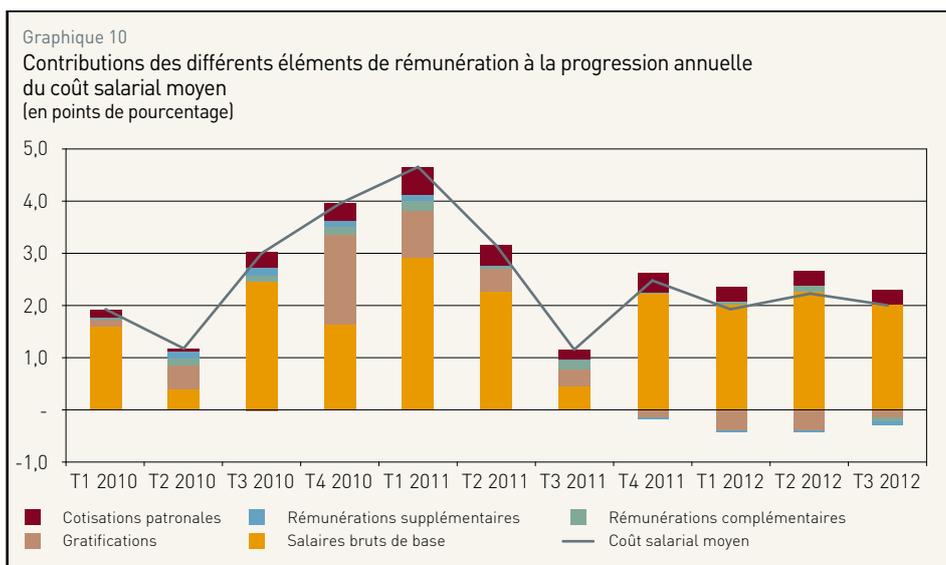
Sources : Statec, calculs BCL

différences méthodologiques¹⁰, les données administratives confirment la tendance générale dégagée par les comptes nationaux, à savoir une dynamique des salaires relativement modérée¹¹. En particulier, les fichiers administratifs révèlent que la progression négative des « autres composantes » serait essentiellement imputable à une diminution des primes et gratifications distribuées. A cela s'ajoute une baisse de la durée moyenne de travail, via une diminution des heures supplémentaires et un recours accru au chômage partiel ainsi qu'au temps partiel.

Une ventilation sectorielle indique qu'au troisième trimestre 2012 (et en comparaison avec les taux annuels observés au trimestre précédent), le coût salarial moyen a vu sa progression annuelle décélérer dans la construction, les services d'information et de communication, le secteur public, les activités culturelles et les autres activités de services. Dans le même temps, tandis que le secteur commercial au sens large (y compris l'horeca et les transports) et les services aux entreprises ont connu une accélération de la croissance annuelle de la rémunération par salarié, celle-ci s'est inscrite en retrait dans l'industrie (-1,2%), les services financiers (-0,6%) et les activités immobilières (-1,3%). A cet égard, il convient de mentionner que la diminution du coût salarial moyen dans l'industrie et le secteur financier serait essentiellement imputable à respectivement, une baisse

du volume de travail et des primes distribuées (dans l'industrie) et une baisse des rémunérations pour heures supplémentaires (dans la finance¹²).

En glissement trimestriel et au troisième trimestre 2012, le coût salarial moyen s'est replié dans l'ensemble des secteurs à l'exception de l'industrie, du commerce, des activités d'information et de



Remarque : les rémunérations complémentaires correspondent à des "éléments de rémunération qui sont payables mensuellement mais dont le montant est susceptible de varier d'un mois à l'autre (p.ex. les primes de rendement, les commissions, les primes sur objectifs etc.)". Ces rémunérations complémentaires se distinguent des autres rémunérations non récurrentes telles les gratifications ou autres primes. Le salaire brut de base correspond à la rémunération de base telle que stipulée dans le contrat de travail. Ce salaire inclut les suppléments de rémunération dont le montant reste fixe d'un mois à l'autre (p.ex. une allocation de famille) ainsi que toute augmentation, prévue par la loi (p.ex. suite à l'ajustement du salaire social minimum ou suite au paiement d'une tranche indiciaire) ou telle que stipulée dans le contrat de travail ou une convention collective.

Sources: IGSS, calculs BCL

10 Il convient de rappeler que les données administratives ne sont pas parfaitement comparables à celles issues de la comptabilité nationale, en raison notamment de divers retraitements statistiques dont font l'objet les comptes nationaux. A titre d'exemple, ces derniers excluent certaines catégories de travailleurs (p.ex. les résidents qui exercent une activité sur un autre territoire économique ou encore les nationaux membres des équipages de bateaux de pêche), ce qui entraîne un écart en termes de niveau de l'emploi entre les deux sources statistiques. Ainsi, 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. Par ailleurs, il convient de noter que les déclarations de salaires telles que stipulées dans les fichiers administratifs de l'IGSS sont en principe plafonnées aux montants des salaires cotisables.

11 Il convient cependant de noter que les données de l'IGSS témoignent d'une progression du coût salarial moyen sensiblement plus forte que celle dégagée par la comptabilité nationale.

12 Notons que les données relatives aux comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois font également état d'une baisse des frais de personnel par tête au troisième trimestre 2012 (de l'ordre de 4,1% en glissement annuel). Cette importante diminution doit néanmoins être relativisée dans la mesure où elle reflète en partie des effets non récurrents qui ont influencé à la baisse l'évolution des frais de personnel au cours du trimestre sous revue. Par ailleurs, selon les données relatives au quatrième trimestre 2012, les frais de personnel par employé bancaire se sont à nouveau inscrits en hausse en glissement annuel (même lorsque ces données sont ajustées pour des effets exceptionnels).

communication et des activités culturelles et autres activités de services. Rappelons cependant que l'évolution infra-annuelle des salaires doit être interprétée avec une extrême prudence. De fait, celle-ci est fortement influencée par des facteurs à caractère irrégulier (tels le déclenchement d'une tranche indiciaire, le paiement de primes et gratifications, l'évolution des heures travaillées, etc.). De plus, il convient de mentionner qu'au-delà des salaires de base et des éléments de rémunération non récurrents, le coût salarial inclut les indemnités de licenciement.

Tableau 6

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

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières

Source: Statec, calculs BCL

En conclusion, la plus récente version de la comptabilité nationale confirme une dynamique salariale largement en retrait de celle observée avant la généralisation de la crise. Cependant, la prudence reste de mise quant à l'interprétation de ces données, qui sont susceptibles de faire l'objet de révisions au cours des mois à venir. De plus, à l'heure actuelle, on ne peut exclure une légère accélération de la progression annuelle du coût salarial moyen au premier trimestre 2013, sous l'effet de l'ajustement du salaire social minimum (de 1,5%) intervenu au 1^{er} janvier 2013.

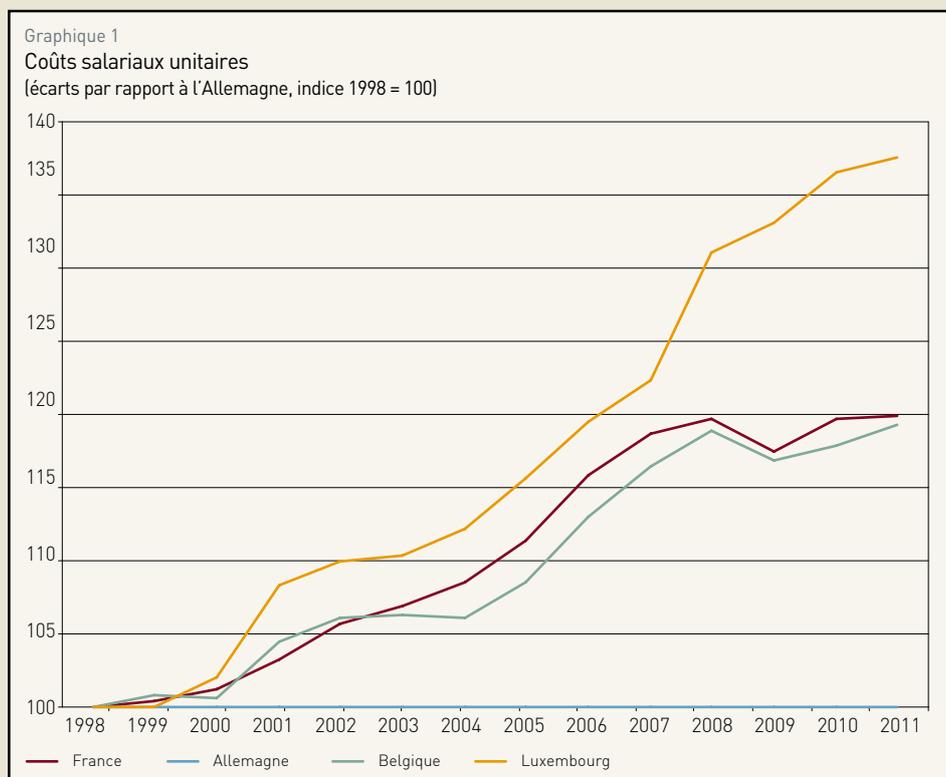
Encadré 1 :

EVOLUTION RÉCENTE DES CSU AU LUXEMBOURG : CAUSES ET CONSÉQUENCES POTENTIELLES ?

Depuis 1998, les coûts salariaux unitaires (CSU)¹³ ont dérivé davantage au Luxembourg que chez ses principaux partenaires commerciaux (graphique 1). Depuis le déclenchement de la crise en 2008, la dérive des CSU s'est même fortement accentuée. Cette dérive est un phénomène qui fait l'objet d'une attention particulière des différentes institutions internationales

(Banque centrale européenne, Commission européenne, OCDE, FMI,...). Dans ce contexte, le présent encadré propose d'analyser plus en détails les causes de cette dérive et surtout tente d'en évaluer les conséquences potentielles pour la compétitivité de l'économie luxembourgeoise.

Notons tout d'abord qu'un indicateur agrégé de type CSU prend en compte l'ensemble des activités productrices d'une économie, y compris celles ne faisant pas l'objet d'échanges commerciaux avec l'extérieur¹⁴. Dès lors, cet indicateur peut donner une image quelque peu tronquée de l'évolution de la compétitivité¹⁵. Le



Sources : Eurostat, calculs BCL

- 13 Il est fait référence dans cet encadré au concept de CSU nominal (= rémunération des salariés / valeur ajoutée en volume), traditionnellement utilisé afin de mesurer la compétitivité-coût d'une économie. Les CSU réels (= rémunération des salariés / valeur ajoutée en valeur) reflètent quant à eux l'évolution de la part des salaires dans le PIB. Selon le règlement (CE) n° 2223/96 du Conseil du 25 juin 1996 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans la Communauté, la rémunération des salariés se définit « comme le total des rémunérations en espèces ou en nature que versent les employeurs à leurs salariés en paiement du travail (...) ». La rémunération des salariés inclut les salaires et traitements en espèce et en nature ainsi que les cotisations sociales (effectives et imputées) à charge de l'employeur. Les éléments de rémunération occasionnels et variables (tels que les primes et gratifications ou encore les indemnités de licenciement) sont inclus dans la rémunération des salariés.
- 14 Dans la littérature économique, le concept de secteur « exposé » fait référence aux branches économiques exposées à la concurrence internationale, c'est-à-dire les secteurs dont les biens ou services sont échangés sur les marchés mondiaux. Ce secteur inclut notamment le secteur industriel. Le secteur « protégé » inclut les branches dont les biens ou services ne font pas (directement) l'objet d'échanges commerciaux internationaux et sont destinés au marché intérieur. Il s'agit par exemple du secteur de la construction, des services (collectifs et personnels) et du secteur public. Il convient cependant de rappeler qu'en vertu de la libre prestation des services, des entreprises étrangères sont susceptibles de prêter des services (sur une base temporaire et occasionnelle) sur le territoire luxembourgeois. Par ailleurs, au niveau du secteur commercial, les entreprises luxembourgeoises font face à la concurrence des pays limitrophes. En conclusion, bien qu'a priori, ces secteurs ne produisent pas de biens (ou services) directement échangeables sur les marchés internationaux, cela n'implique pas forcément une protection absolue par rapport à une concurrence internationale.
- 15 Il convient de rappeler que l'évolution des coûts dans ces secteurs « protégés » est susceptible d'avoir des effets néfastes sur la compétitivité d'un pays. Tel est le cas, si le gouvernement décide d'accroître la pression fiscale pour faire face à l'augmentation des dépenses ou bien lorsque les hausses des salaires dans le secteur public exercent un effet de signal sur les salaires dans le secteur privé via les négociations salariales (voir Rapport Annuel 2010, BCL, page 17). De même, les biens et services produits par les secteurs non-concurrentiels sont des intrants importants dans la production de biens exportés. Par conséquent, une augmentation des prix dans les secteurs « protégés » entraîne une hausse des coûts dans le secteur concurrentiel.

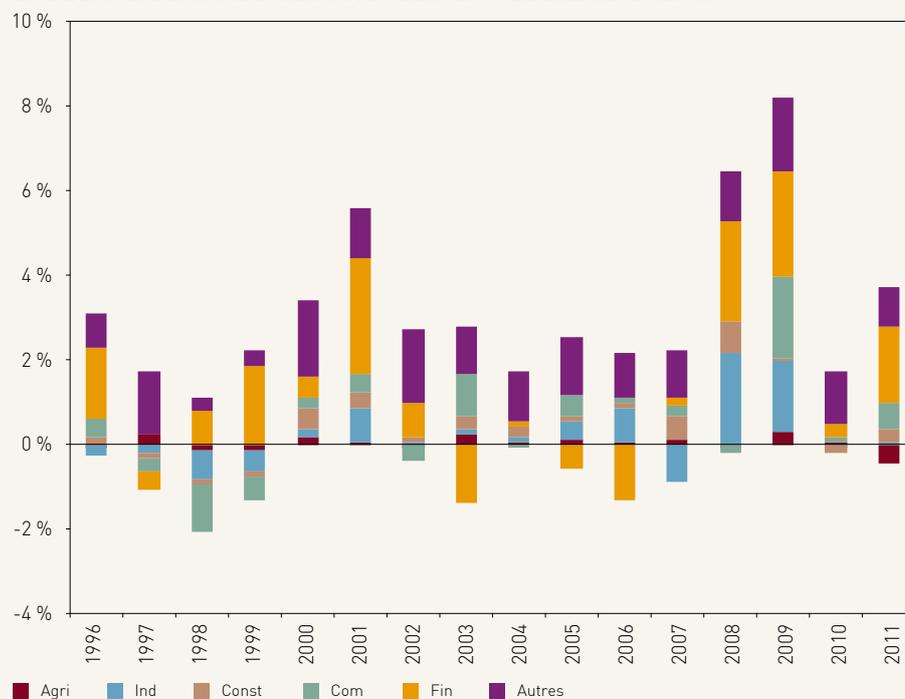
graphique 2 donne une vision plus désagrégée en illustrant la contribution de chacun des principaux secteurs de production à l'évolution globale des CSU. On constate que le secteur public au sens large (nommé « autres ») contribue systématiquement à l'augmentation des CSU et ce indépendamment du cycle. Les autres secteurs, en particulier l'industrie et la finance, affichent une contribution qui est davantage liée aux évolutions cycliques de l'économie. Ainsi, durant la phase aigüe de la crise en 2008 et 2009, ces deux secteurs ont fortement contribué à la dérive des CSU.

LA DÉRIVE DES CSU ESSENTIELLEMENT IMPUTABLE AU RECU DE LA PRODUCTIVITÉ

Afin de raffiner l'analyse, il est possible de décomposer les CSU en deux éléments, à savoir le coût salarial moyen d'une part et la productivité moyenne du travail d'autre part. Le graphique 3 met ainsi en évidence le fait que la contribution du coût salarial nominal par tête a eu tendance à se tasser depuis le déclenchement de la crise dans l'ensemble des secteurs, hormis dans le secteur public où la progression est restée semblable à celle d'avant crise. Tout en contribuant positivement à la croissance des

Graphique 2

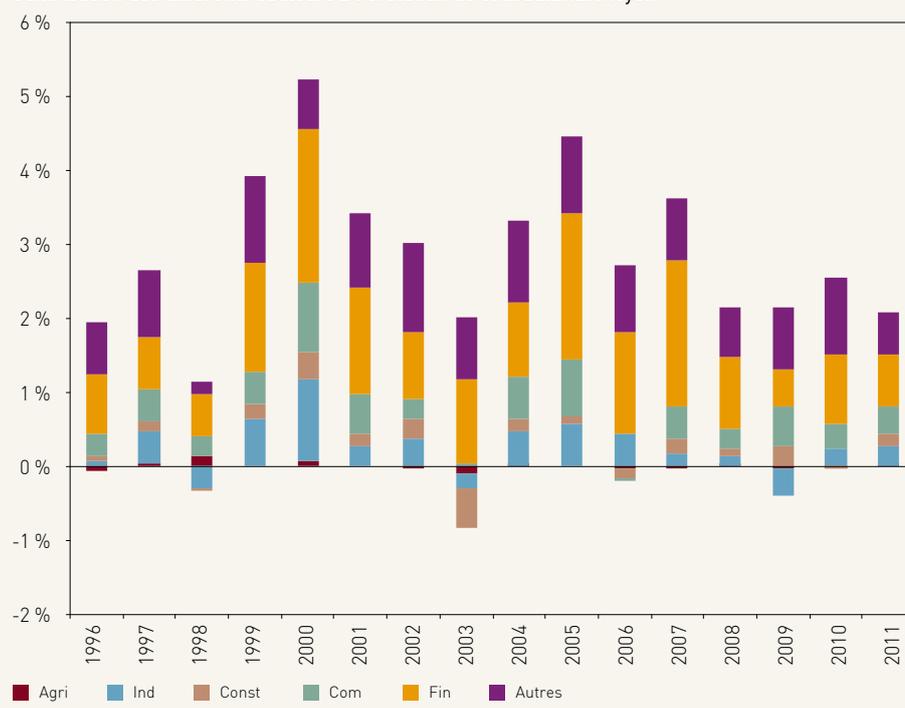
Contribution des différents secteurs à l'évolution des coûts salariaux unitaires



Sources : Eurostat, calculs BCL

Graphique 3

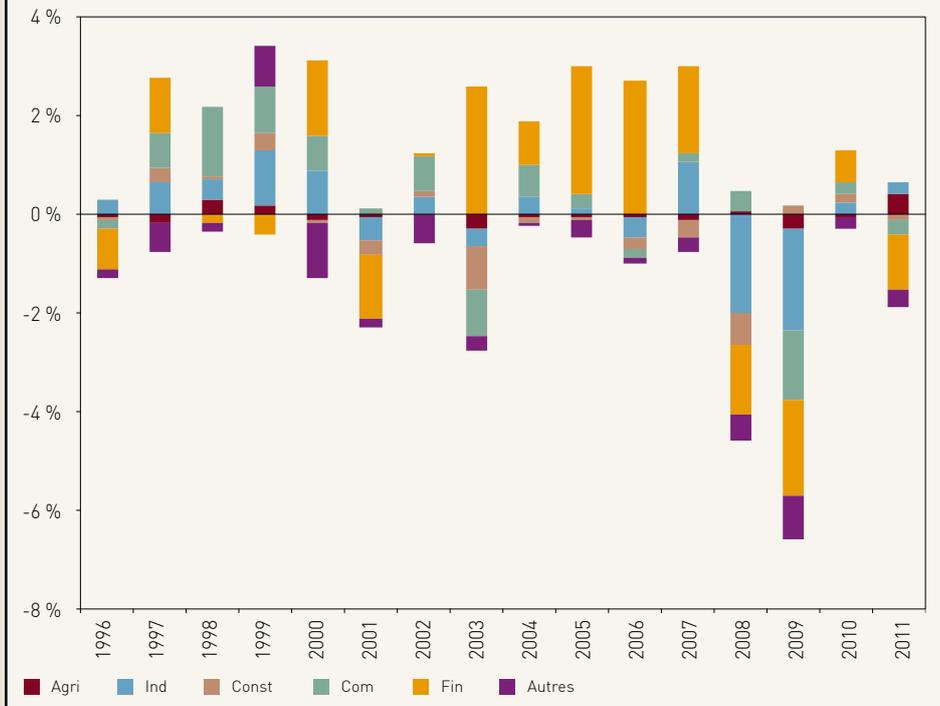
Contribution des différents secteurs à l'évolution du coût salarial moyen



Sources : Eurostat, calculs BCL

Graphique 4

Contribution des différents secteurs à l'évolution de la productivité



Sources : Eurostat, calculs BCL

CSU sur l'ensemble de la période, les hausses salariales ne semblent donc pas constituer le moteur principal de l'accélération observée récemment. Qui plus est, abstraction faite des effets de l'indexation automatique des salaires sur les prix, les progressions salariales observées sur la période récente sont négligeables, voire même négatives¹⁶. Par contre, comme l'illustre le graphique 4, lors de la phase aigüe de la crise, soit en 2008 et 2009, la très forte hausse des CSU a principalement trouvé son origine dans une chute brutale de la productivité du travail, en particulier dans les secteurs de l'industrie et de la finance. En outre, la

productivité n'a nullement rebondi dans la phase de reprise, contrairement à ce qu'on aurait pu anticiper. En d'autres termes, l'évolution de l'emploi a été très résiliente par rapport à celle de la valeur ajoutée. Notons que même si le repli est important dans le secteur financier, ce secteur est atypique dans une perspective européenne¹⁷ et par ailleurs la mesure de la valeur ajoutée y est régulièrement sujette à d'importantes révisions. Par conséquent, nous avons choisi de nous concentrer dans la suite de cet encadré sur la situation dans le secteur industriel, où le repli de la productivité est particulièrement important.

LA RÉTENTION DE LA MAIN-D'ŒUVRE COMME FACTEUR EXPLICATIF DE LA FORTE CHUTE DE LA PRODUCTIVITÉ PAR TÊTE

Le recul de la productivité apparente du travail est un phénomène typique observé en phase de repli conjoncturel. Celui-ci s'explique par une volonté de rétention de la main-d'œuvre de la part des entreprises dans le but d'éviter les coûts de licenciement et les éventuelles difficultés qu'elles auraient à retrouver de la main-d'œuvre lorsque la reprise se matérialiserait. Bien que ce phénomène ait également été observé au niveau européen, force est de constater qu'il a pris une ampleur exceptionnelle dans l'économie luxembourgeoise. Plusieurs caractéristiques propres au Luxembourg permettent d'en comprendre la raison.

Tout d'abord, il apparaît que les répercussions d'un déclin de l'activité économique sur le marché du travail sont fortement influencées par la nature des chocs. Ainsi, le choc externe (ayant entraîné un effondrement des

16 Cette faible croissance s'explique par la baisse des heures travaillées, la diminution des primes et gratifications et la faible progression des salaires négociés.

17 Au Luxembourg, l'intermédiation financière est en effet davantage orientée vers l'exportation et nettement moins vers les activités locales de banques de détail, comme c'est le cas dans les autres pays, ce qui rend la comparaison délicate.

exportations au début de la crise) a pu être perçu comme transitoire par les entreprises, ces dernières décidant alors de retenir leurs salariés en anticipation d'une reprise du commerce mondial. Une analyse effectuée dans le cadre d'un rapport publié par l'Eurosystème¹⁸ semble corroborer cette hypothèse. De fait, pendant le creux de la crise, l'élasticité de l'emploi au PIB a été relativement moins importante dans les Etats où la baisse du PIB était en grande partie liée à une diminution des exportations. Cette constatation est d'autant plus plausible au niveau national que le Luxembourg est le pays de la zone euro ayant enregistré le choc extérieur le plus important¹⁹ et qu'il figure parmi les pays où l'élasticité de l'emploi au PIB a été la plus faible selon le rapport précité²⁰.

Par ailleurs, la législation du travail est traditionnellement plus stricte au Luxembourg que dans les autres pays européens (indemnités de licenciement, délai de préavis,...), ce qui peut constituer un frein au processus d'ajustement de la main-d'œuvre suite à un repli de la demande. Cet aspect a vraisemblablement été renforcé depuis l'introduction du *Statut Unique* en 2009 visant à aligner la législation sociale encadrant le travail des ouvriers sur celle qui avait cours jusqu'alors pour les employés²¹. L'existence d'une tradition de dialogue social (comités de coordination tripartite,...) et une forte proportion de contrats à durée indéterminée contribueraient également à réduire l'impact à court terme d'un ralentissement conjoncturel.

En outre, il apparaît que depuis de nombreuses années les entreprises luxembourgeoises font régulièrement état de leurs difficultés à recruter du personnel. La part très élevée des travailleurs frontaliers dans l'emploi total en général et dans le secteur industriel en particulier²² ne fait que refléter l'étroitesse du marché du travail luxembourgeois et permet de mieux comprendre pourquoi le phénomène de rétention a pu y être plus aigu que dans les économies voisines.

Le recul plus prononcé de la productivité au Luxembourg peut également s'expliquer par la part relativement plus importante de la sidérurgie dans l'industrie luxembourgeoise (en 2007, la valeur ajoutée de l'industrie métallurgique représentait près de 30% de la valeur ajoutée totale de l'industrie au Luxembourg, contre seulement 12% en moyenne dans la zone euro). Or, on observe que le repli de la productivité a été particulièrement marqué dans cette branche. Une explication à ce phénomène pourrait être qu'il s'agit d'un secteur où il y a un énorme capital fixe installé et que celui-ci a besoin d'un important travail de maintenance en continu, même si le processus de production est à l'arrêt.²³

Enfin, les marges de profit relativement élevées au moment d'entrer dans la crise ont pu jouer en faveur de l'emploi. En effet, l'excédent brut d'exploitation dans l'industrie se trouvait en 2007 à un niveau supérieur à sa moyenne historique (graphique 5), permettant aux entreprises domestiques de mieux encaisser le choc. Il est en outre probable que cet aspect ait été renforcé du fait de la prépondérance des emprunts à taux variable dans les engagements financiers des entreprises, ce qui leur a permis de bénéficier de l'assouplissement sans précédent de la politique monétaire, en particulier pour les plus endettées d'entre elles. Une telle situation rend cependant les

18 Voir *Euro area labour markets and the crisis*, Structural Issues Report 2012, BCE (2012), page 21.

19 Au Luxembourg, les exportations ont contribué négativement à hauteur de près de 20pp à la baisse du PIB entre 2008 et 2009, contre -5,2pp en moyenne dans la zone euro.

20 Depuis la crise, l'élasticité de l'emploi au PIB s'est établie à 0,1 points au Luxembourg contre 0,3 points en zone euro.

21 Ceci implique notamment que les indemnités de licenciement à verser aux ouvriers ayant une ancienneté supérieure à 20 ans ont été majorées pour s'aligner sur les conditions plus généreuses qui étaient jusqu'alors réservées aux employés.

22 La part des frontaliers dans l'emploi total est d'à peu près 45% au niveau agrégé et de plus de 60% dans l'industrie.

23 Dans ce contexte, il convient de mentionner les mesures de maintien en emploi existantes au Luxembourg et en particulier le « plan de maintien dans l'emploi ». Ce dispositif a comme principal objectif d'anticiper les restructurations d'entreprises et de mieux organiser les transitions des salariés concernés vers d'autres postes de travail. Divers instruments peuvent être mis en place dans le cadre d'un plan de maintien dans l'emploi : des prêts temporaires de main-d'œuvre permettant d'occuper temporairement des salariés dans d'autres entreprises et de faciliter leur transition vers d'autres postes de travail, des formations continues internes ou externes, le remboursement partiel des frais engendrés par une mise en préretraite ou encore l'aménagement de la durée de travail (via des compte épargne-temps ou le temps partiel), etc. S'y ajoute les mesures de chômage partiel et la « cellule de reclassement ». La « cellule de reclassement » est un dispositif qui a été mis en place dans la sidérurgie et s'adresse aux salariés qui, suite à une baisse de la production, ne sont plus en mesure d'occuper leur poste de travail. Ce dispositif leur permet d'être redéployés en interne ou en externe vers d'autres postes, de suivre des formations ou encore d'être affectés à des tâches de maintenance (travaux normalement réalisés par des entreprises en sous-traitance).

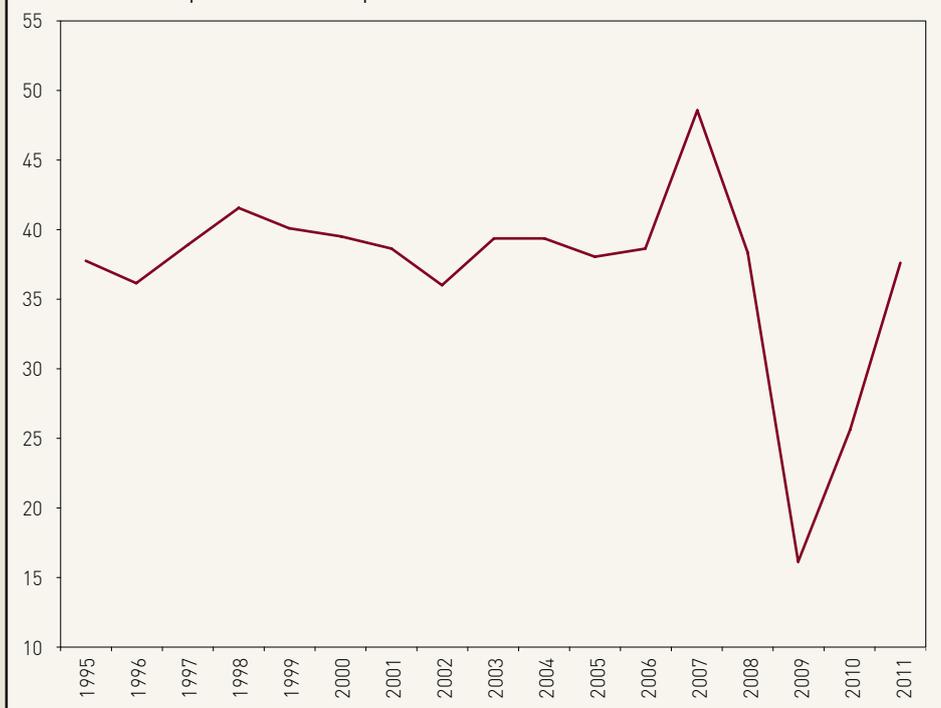
entreprises vulnérables à une éventuelle hausse future des taux d'intérêts.

Cette très forte rétention de la main-d'œuvre s'est traduite, d'une part, par un ajustement de la marge intensive du facteur travail. En effet, il apparaît que par rapport au sommet atteint en 2007, soit juste avant le déclenchement de la crise, le nombre d'heures travaillées par personne dans l'industrie luxembourgeoise se trouvait toujours à un bas niveau en 2011 tandis que l'écart était en grande partie résorbé dans les autres économies européennes. Ainsi, la durée moyenne de travail²⁴ a diminué de plus de 7% entre 2008 et 2009, permettant d'amortir les effets néfastes de la crise

sur le volume de l'emploi. Cette baisse des heures travaillées s'explique notamment par une diminution des heures supplémentaires, une hausse du temps partiel et un recours accru au chômage partiel. Le nombre de salariés en chômage partiel dans l'ensemble de l'économie²⁵ est ainsi passé d'environ 400 en moyenne mensuelle en 2008 à près de 7 000 par mois en 2009. Si l'ensemble des salariés qui ont eu recours à ce dispositif avaient perdu leur emploi, l'emploi total aurait baissé de 1,0% en 2009 (contre une hausse effective de 1,1%). Quatre ans après le début de la crise, le chômage partiel continue de jouer un rôle important sur le marché du travail luxembourgeois. Ainsi, si l'ensemble des salariés en chômage partiel dans le courant de 2012 avaient perdu leur emploi, le taux de chômage au sens large approcherait les 9,0%.

D'autre part et de manière plus alarmante, la rétention d'emploi a également entraîné une chute brutale de la productivité horaire du travail dans l'industrie luxembourgeoise, celle-ci se trouvant en 2011 à un niveau inférieur de près de 30% à celui qui était observé avant la crise. Au contraire, dans la zone euro, après avoir reculé de maximum 5% au plus fort de la crise, la productivité horaire dépassait en 2011 à nouveau son niveau d'avant crise (graphique 6). Un article publié par la Banque d'Angleterre s'est penché sur ce phénomène qui est également apparent au

Graphique 5
Excédent brut d'exploitation des entreprises industrielles (% de la VA)



Sources : Statec, calculs BCL

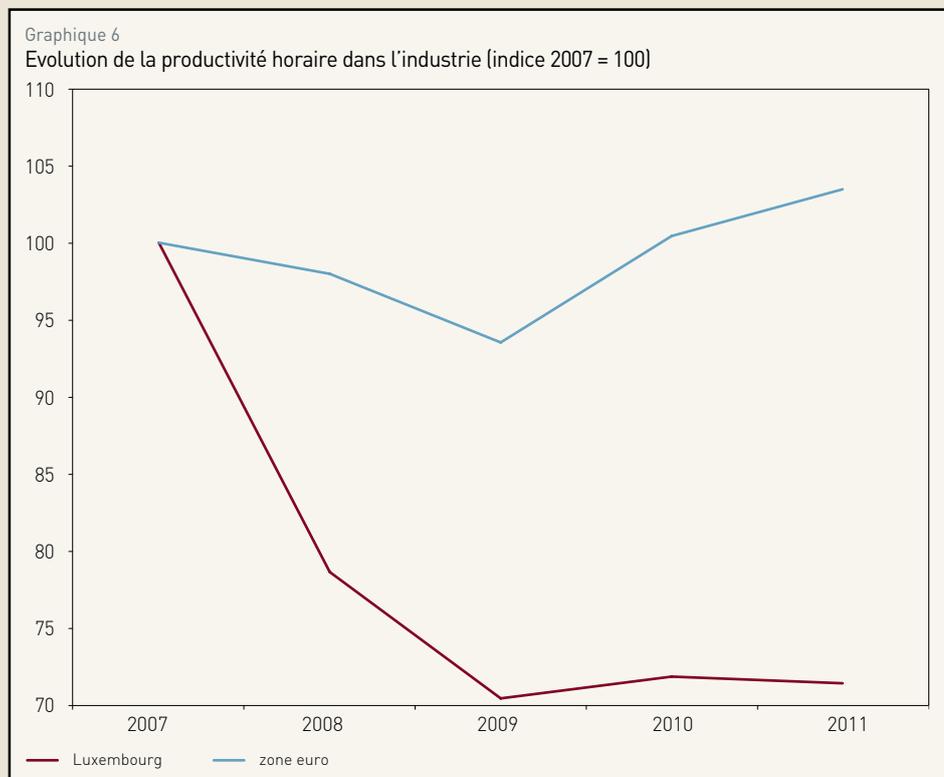
24 Il convient de rappeler qu'une rupture intervient dans la série des heures travaillées à partir de 2009 en raison de l'introduction du statut unique (voir le rapport annuel 2009 de la BCL, p. 75 et la note de conjoncture 2012-3 du Statec, p.56). L'impact du statut unique sur le temps de travail peut cependant être estimé (et neutralisé) en appliquant des facteurs de correction, calculés par l'IGSS à partir de micro-données. Le résultat global indique que la durée moyenne de travail s'est repliée plus fortement au Luxembourg que chez ses voisins.

25 Il convient de noter que la grande majorité des travailleurs concernés sont actifs dans l'industrie.

Royaume-Uni²⁶, en partant de l'hypothèse qu'une grande part de ce repli pourrait être de nature structurelle. Des facteurs tels que la moindre accumulation du capital, la diminution du processus d'apprentissage de la main-d'œuvre liée à la baisse des heures totales prestées et la réduction du taux de création nette des entreprises sont avancés par les auteurs comme facteurs explicatifs potentiels de la baisse structurelle de la productivité dans le secteur industriel au Royaume-Uni depuis le déclenchement de la crise. Bien qu'il soit probable que ces facteurs aient joué un rôle dans le cas du Luxembourg²⁷, il

paraît peu vraisemblable que leur effet ait pu y être accentué au point d'expliquer le décrochage exceptionnel de la productivité horaire dans une perspective européenne. Qui plus est, il ressort des données d'enquêtes menées dans l'industrie que les capacités de production sont actuellement sous-utilisées par rapport à la moyenne historique, ce qui rend la thèse d'une baisse structurelle de la productivité moins plausible. Il est dès lors plus raisonnable de considérer qu'une grande part de la chute de productivité est de nature mécanique, liée au phénomène de rétention de la main-d'œuvre qui a été d'une ampleur sans précédent en raison des caractéristiques particulières décrites précédemment.

La situation actuelle pose question quant aux risques pour l'évolution future de l'emploi dans l'industrie luxembourgeoise. Certains seraient tentés de se rassurer en constatant que la marge des entreprises industrielles a très vite rebondi vers sa moyenne de long terme dans la phase consécutive à la crise, en grande partie grâce à une forte hausse des prix de vente comme en témoigne l'évolution du déflateur de la valeur ajoutée dans le secteur. Une explication possible de ce phénomène sur la période récente pourrait être que les entreprises industrielles bénéficient d'un positionnement favorable sur l'échiquier du commerce mondial, justifiant qu'elles aient pu faire face à l'augmentation sensible des coûts du travail en la répercutant entièrement dans leurs prix de vente. Cette thèse paraît cependant peu plausible, comme l'atteste une part de marché à l'exportation des entreprises domestiques



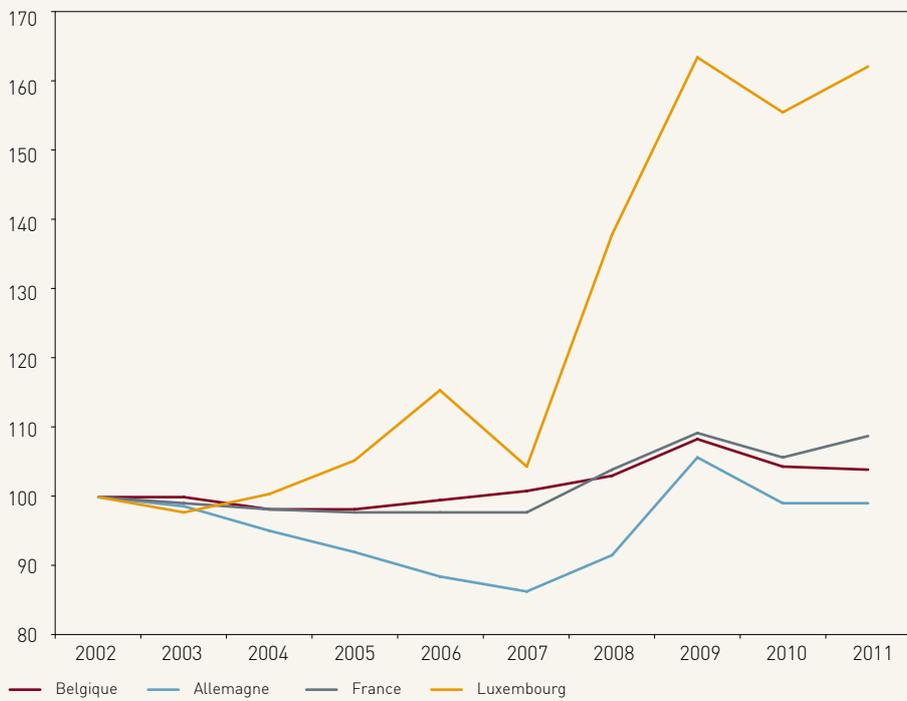
Sources : Eurostat, calculs BCL

26 UK labour productivity since the onset of the crisis, an international and historical perspective, Quarterly Bulletin 2012Q2, Bank of England.

27 Il apparaît notamment que durant la crise, le taux de création nette d'entreprises a fortement diminué dans l'industrie.

Graphique 7

Coûts salariaux unitaires dans l'industrie (indice 2002 = 100)



Sources : Eurostat, calculs BCL

28 Voir à ce sujet : *The evolution of market share of Luxembourg's exports of goods and services between 1999 and 2009*, Economie et Statistiques n°42, mai 2010, Statec.

qui n'a cessé de se replier au cours des dernières années²⁸. Cette évolution témoignerait plutôt d'une baisse de la compétitivité des entreprises liée probablement en partie à l'évolution des coûts salariaux unitaires qui paraît particulièrement inquiétante dans une perspective internationale (graphique 7). Dans ce contexte, on ne peut exclure à l'avenir un ajustement plus abrupt sur le front de l'emploi si les performances exportatrices des entreprises luxembourgeoises continuaient à se détériorer, entre autres dans un cadre conjoncturel atone.

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

Sur le front de l'emploi, les plus récentes données définitives disponibles font état d'une progression annuelle de l'emploi salarié intérieur de 2,3% au mois d'octobre 2012, en légère accélération par rapport au mois précédent (2,1%). Globalement, après avoir fortement reculé en début d'année 2012, la progression annuelle de l'emploi salarié semble s'être stabilisée autour de 2,0% à 2,3% depuis le mois d'avril.

Tableau 7

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

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

	Salariés 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" désaisonné	Taux de chômage "strict" non ajusté pour les variations saisonniers	Taux de chômage large non ajusté pour les variations saisonniers
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
2012	1,9	2,3	2,3	1,5	1,5	2,2	2,2	10,9	2,7	6,1	6,1	7,9
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
2009 T1	3,3	1,9	2,5	1,7	1,6	1,8	2,4	30,1	2,7	5,4	5,2	6,5
2009 T2	1,3	1,2	1,2	1,8	1,7	1,3	1,3	37,0	2,7	5,4	5,2	6,5
2009 T3	-0,5	0,9	0,2	1,6	1,5	1,0	0,3	38,5	2,4	5,6	5,4	6,7
2009 T4	-0,8	1,1	0,2	1,7	1,7	1,1	0,3	33,4	2,6	5,7	5,9	7,3
2010 T1	0,3	1,2	0,8	1,9	1,8	1,2	0,9	16,7	2,1	5,7	6,1	7,6
2010 T2	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,7	8,2	2,0	5,7	5,5	7,2
2010 T3	2,3	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9	2,2	5,6	2,1	5,8	5,5	7,2
2010 T4	2,8	1,7	2,3	2,2	2,1	1,8	2,3	4,4	1,9	5,9	6,0	7,7
2011 T1	2,9	2,2	2,6	2,6	2,5	2,2	2,6	-1,7	2,0	5,5	5,8	7,6
2011 T2	3,2	2,7	3,1	2,8	2,7	2,7	3,0	-1,2	2,5	5,5	5,3	7,1
2011 T3	3,3	2,6	3,1	2,3	2,3	2,6	3,0	2,4	2,6	5,7	5,5	7,3
2011 T4	2,9	2,7	2,9	2,0	1,9	2,6	2,9	-0,5	2,4	5,7	5,8	7,6
2012 T1	2,8	2,5	2,8	1,9	1,9	2,4	2,7	10,1	2,9	5,9	6,3	8,0
2012 T2	1,8	2,3	2,2	1,3	1,3	2,2	2,2	11,9	2,7	6,0	5,7	7,6
2012 T3	1,5	2,3	2,1	1,4	1,4	2,2	2,1	9,3	2,6	6,1	5,9	7,8
2012 T4	1,6	2,2	2,0	1,5	1,5	2,1	2,0	12,4	2,7	6,3	6,4	8,3
Jan-12	3,1	2,4	2,9	2,2	2,1	2,4	2,8	8,4	2,8	5,8	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	2,7	1,7	1,6	2,4	2,6	11,8	3,0	5,9	6,1	7,9
Apr-12	1,7	2,1	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	2,6	6,1	5,9	7,8
Aug-12	1,7	2,5	2,3	1,5	1,5	2,4	2,2	8,4	2,7	6,1	5,9	7,7
Sep-12	1,6	2,2	2,1	1,1	1,1	2,1	2,0	9,9	2,5	6,1	5,9	7,8
Oct-12	1,7	2,5	2,3	1,6	1,5	2,4	2,3	11,4	2,9	6,2	6,1	8,0
Nov-12	1,6	2,1	2,0	1,5	1,5	2,0	1,9	13,0	2,6	6,2	6,2	8,2
Dec-12	1,4	1,9	1,8	1,5	1,5	1,9	1,8	12,9	2,6	6,4	6,8	8,7
Jan-13	1,4	2,2	2,0	1,5	1,4	2,1	1,9	11,7	2,7	6,4	6,9	8,8

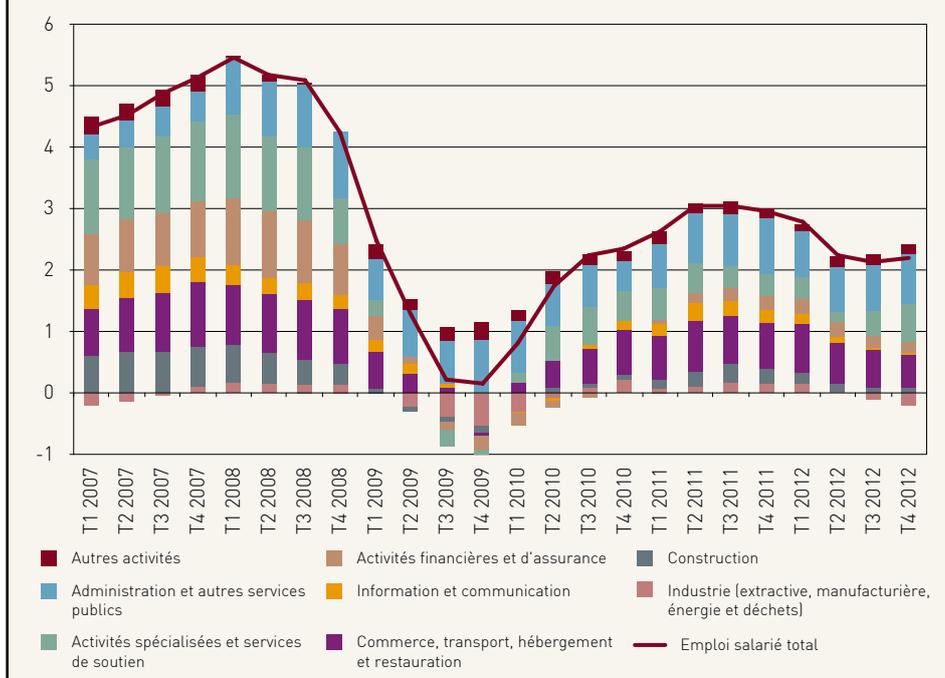
Remarque: les données relatives aux mois de novembre 2012 à janvier 2013 sont des estimations. Par ailleurs, il convient de noter que ces données se basent sur les statistiques publiées suite au dernier comité de conjoncture (fin février). Par conséquent, de légères différences peuvent exister entre les données reprises dans ce tableau et les données trimestrielles des comptes nationaux publiées récemment par l'office statistique.

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

Graphique 11

Décomposition de la croissance annuelle de l'emploi salarié par branche économique

(en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente respectivement en points de pourcentage)



Sources : STATEC, calculs BCL

La ventilation sectorielle, telle que retracée par les comptes nationaux, révèle qu'au quatrième trimestre 2012, la progression de l'emploi salarié (2,2%) est essentiellement imputable au secteur public (au sens large) ainsi qu'au services aux entreprises (expliquant respectivement 0,8 p.p. et 0,6 p.p. de la croissance annuelle de l'emploi au cours du trimestre sous revue). De leur côté, le secteur « commerce, transports et horeca » et le secteur financier ont contribué à hauteur de 0,5 p.p. et 0,2 p.p. à la progression de l'emploi. A noter que l'industrie a contribué négativement à la croissance annuelle de l'emploi à raison d'environ 0,2 p.p., et ceci pour le deuxième trimestre consécutif.

En glissement trimestriel, l'emploi salarié a progressé de 0,6% au quatrième trimestre 2012. Alors que les activités de l'information

et la communication ont connu une stagnation de l'emploi salarié (0,0% en glissement trimestriel), l'emploi industriel a poursuivi son repli en glissement trimestriel (-0,5%), pour le quatrième trimestre consécutif. A ce titre, les perspectives d'évolution de l'emploi, telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture dans l'industrie, se sont légèrement améliorées en décembre 2012 et début 2013, après s'être largement détériorées tout au long de l'année 2012. Ces perspectives demeurent néanmoins défavorables. Dans le secteur de la construction, les perspectives d'évolution de l'emploi poursuivent leur orientation à la baisse. Par ailleurs, alors que le moral des entrepreneurs dans le commerce de détail et surtout les services non financiers avait relativement bien résisté en début d'année 2012, les perspectives d'évolution de l'emploi se sont significativement détériorées sur la deuxième moitié de l'année. Ces développements laissent présager de futurs ajustements sur le front de l'emploi.

Une décomposition selon le lieu de résidence révèle que l'emploi frontalier continue de progresser à un rythme moins dynamique que l'emploi national (soit 1,7% contre 2,5% au mois d'octobre 2012). 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. En témoigne le travail intérimaire (essentiellement constitué de salariés frontaliers), dont le nombre a en moyenne diminué de 9,0% au cours des onze premiers mois de l'année 2012 (en comparaison avec la même période de l'année précédente). Notons cependant que pour la première fois depuis janvier 2012, le nombre de travailleurs intérimaires s'est inscrit en hausse (de 5,0%) en glissement annuel au mois d'octobre 2012. Cette hausse semble toutefois purement transitoire étant donné que l'emploi intérimaire s'est à nouveau inscrit en baisse au mois de novembre 2012 (-4,2% en glissement annuel).

Les données administratives de la sécurité sociale permettent d'affiner l'analyse de l'évolution de l'emploi par branche économique et lieu de résidence. Entre le quatrième trimestre 2011 et 2012,

l'économie luxembourgeoise a créé environ 7 800 emplois, dont un tiers seulement a été occupé par des salariés frontaliers²⁹. Au quatrième trimestre 2012 (et en comparaison annuelle), les frontaliers ont enregistré d'importantes pertes d'emploi dans les transports et le secteur industriel. Au contraire, l'emploi résident a progressé favorablement dans la quasi-totalité des secteurs, à l'exception de l'industrie.

On remarque par ailleurs que le secteur public au sens large continue d'être le principal créateur d'emplois au Luxembourg³⁰. La majorité de ces emplois sont occupés par des salariés résidents, ce qui explique la résilience de l'emploi national. Rappelons que l'emploi public est en général moins sensible aux fluctuations conjoncturelles, étant donné que le secteur public est (par nature) moins exposé à la concurrence internationale que la plupart des secteurs marchands.

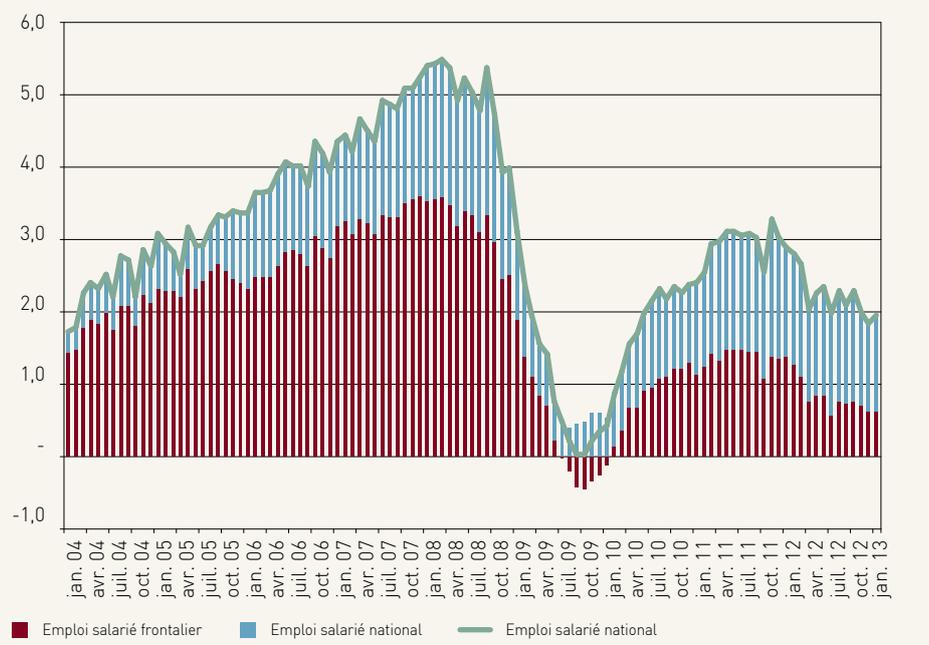
Dans ce contexte, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) postées par les entreprises auprès de l'ADEM s'est établi à 2 136 au

29 Cette part demeure ainsi largement inférieure à celle d'avant crise. De fait, entre janvier 1996 et août 2008, la proportion de salariés frontaliers dans les créations nettes d'emploi s'élevait en moyenne à 69,9%.

30 Il convient de rappeler qu'en raison de différences méthodologiques existant entre les données administratives issues des fichiers de l'IGSS et celles issues de la comptabilité nationale, les chiffres relatifs à l'emploi sont susceptibles de diverger sensiblement selon la source utilisée. Dans ce contexte, alors que les données de l'IGSS font état d'environ 3 800 postes nouvellement créés dans le secteur public au sens large (entre le troisième trimestre 2011 et le troisième trimestre 2012), les comptes nationaux révèlent une création (nette) de 2 800 postes dans ce secteur.

Graphique 12

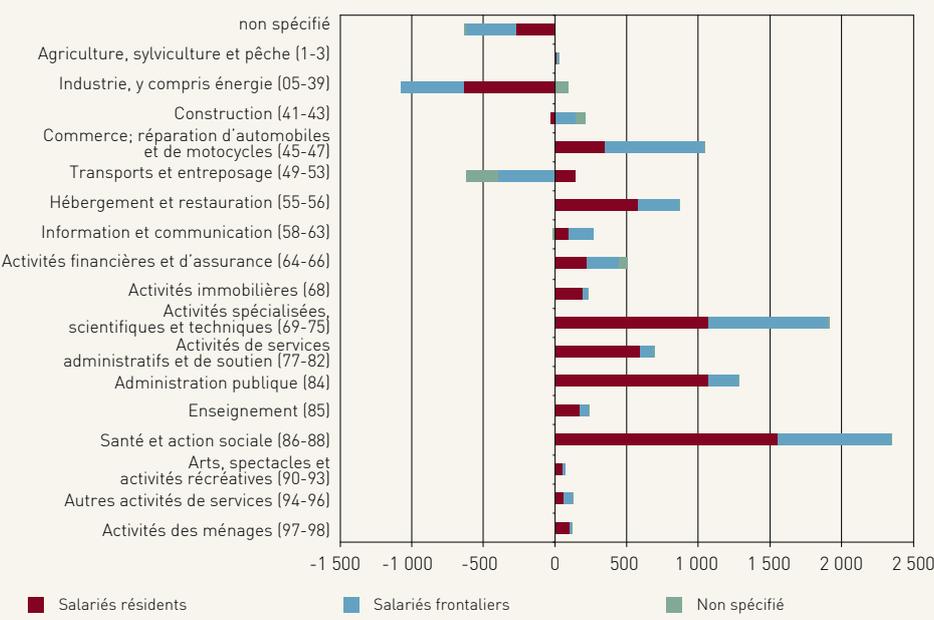
Evolution de l'emploi salarié intérieur et contributions des composantes à la croissance annuelle de l'emploi (en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente et en points de pourcentage)



Sources: ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL

Graphique 13

Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au quatrième trimestre 2012 (évolution absolue par rapport au quatrième trimestre 2011)

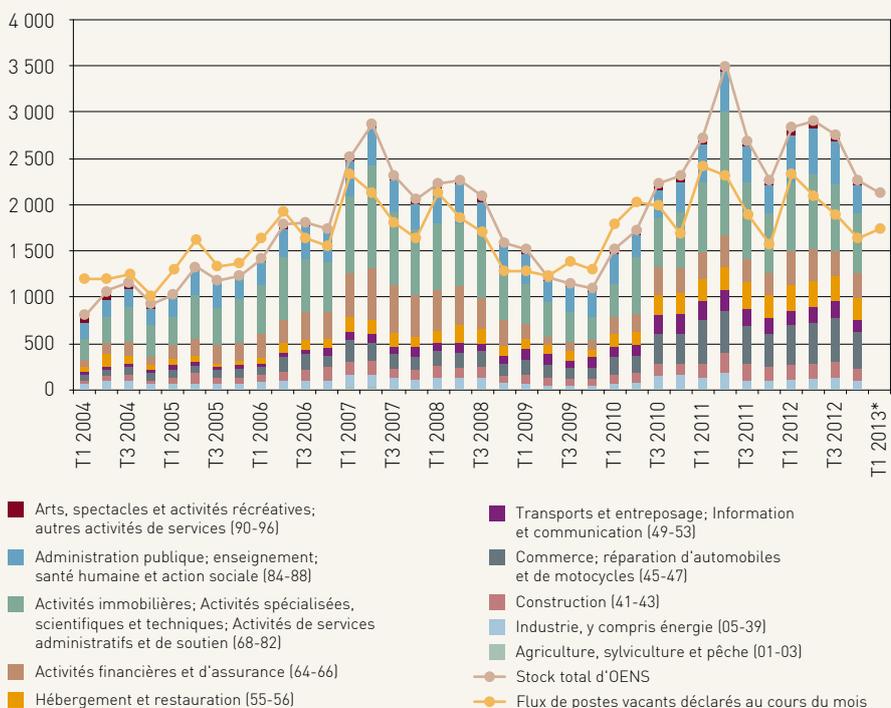


Sources : IGSS, calculs BCL

Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne, NACE Rév. 2.

Il convient de noter que les données relatives au quatrième trimestre 2012 (2011) incluent uniquement les données des mois d'octobre et de novembre. De fait, celles relatives à décembre 2012 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction du présent bulletin.

Graphique 14
Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites (OENS)
(en nombre)



Source : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

Remarque: Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE).

Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2.

* La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne le quatrième trimestre 2012 et le premier trimestre 2013.

mois de janvier 2013, en baisse de 14,4% par rapport au même mois de l'année précédente. Les données sectorielles relatives au quatrième trimestre 2012 indiquent que la demande de travail provient essentiellement des « activités immobilières ; activités spécialisées, scientifiques et techniques » (28,9%), du secteur commercial (17,2%), du secteur public au sens large³¹ (13,0%) ainsi que de la finance et de l'horeca (11,6% et 10,6%). Les secteurs de la construction et de l'industrie demeurent en retrait et représentent respectivement 5,7% et 4,4% du stock d'offres d'emploi non satisfaites au troisième trimestre 2012. De leur côté, les flux d'offres d'emplois déclarées mensuellement auprès de l'ADEM sont également orientés à la baisse (en comparaison annuelle).

1.2.2.2 Le chômage

Contrastant avec la relative stabilité observée du côté de l'emploi, le chômage s'est repositionné sur une trajectoire ascendante en fin d'année 2012. Selon les plus récentes données disponibles, le taux de

chômage « strict » désaisonnalisé s'est établi à 6,4% en janvier 2013. Il est stable par rapport au mois précédent mais en hausse de 0,6 p.p. par rapport à janvier 2012.

De son côté, le nombre de demandeurs d'emploi disponibles (non ajusté pour les variations saisonnières) s'est établi à 17 408 au mois de janvier 2013, en hausse de 11,7% en glissement annuel (soit l'équivalent de plus de 1 800 chômeurs supplémentaires en un an). A cet égard, il convient de noter que la hausse du nombre de chômeurs observée au cours des sept premiers mois de l'année 2012 s'explique essentiellement par une recrudescence des flux d'entrée dans le chômage (environ +13,0% en glissement annuel). Au contraire, la hausse du nombre de demandeurs d'emploi observée en fin d'année 2012 est principalement imputable à une diminution des flux de sortie (-10,4% en moyenne).³²

31 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%).

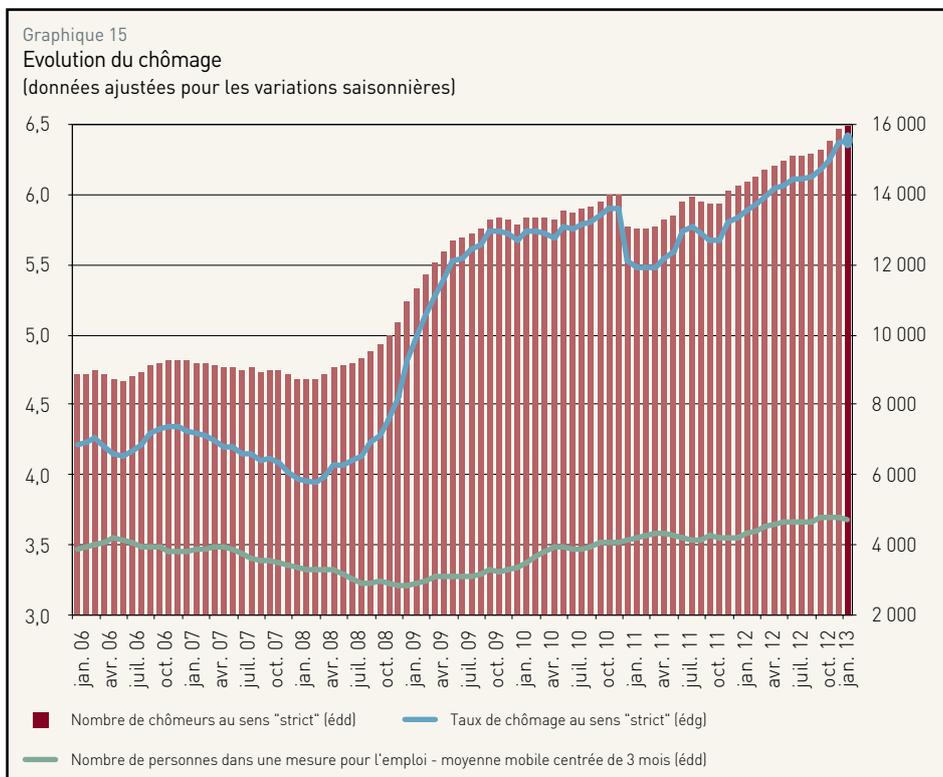
32 Plus précisément, les flux d'entrée dans le chômage correspondent au nombre de demandeurs d'emploi qui s'inscrivent chaque mois auprès des bureaux de placement de l'ADEM. Corollairement, les flux de sortie correspondent au nombre de demandeurs d'emploi qui quittent les fichiers de l'ADEM. Au cours des sept premiers mois de l'année 2012, 1 839 personnes se sont en moyenne inscrites chaque mois auprès de l'ADEM, contre 1 625 au cours de la même période de 2011. De même, au cours des cinq derniers mois de l'année 2012, en moyenne 1 490 personnes se sont désinscrites chaque mois d'auprès de l'ADEM, contre 1 705 au cours des cinq derniers mois de 2011.

Par ailleurs la recrudescence du nombre de demandeurs d'emploi observée en 2012, est en majeure partie imputable à la hausse enregistrée du côté des chômeurs non indemnisés³³, dont le nombre a augmenté de 15,7% contre 5,4% pour les chômeurs indemnisés. On constate cependant en ce début d'année courante, une progression significative du nombre de chômeurs indemnisés.

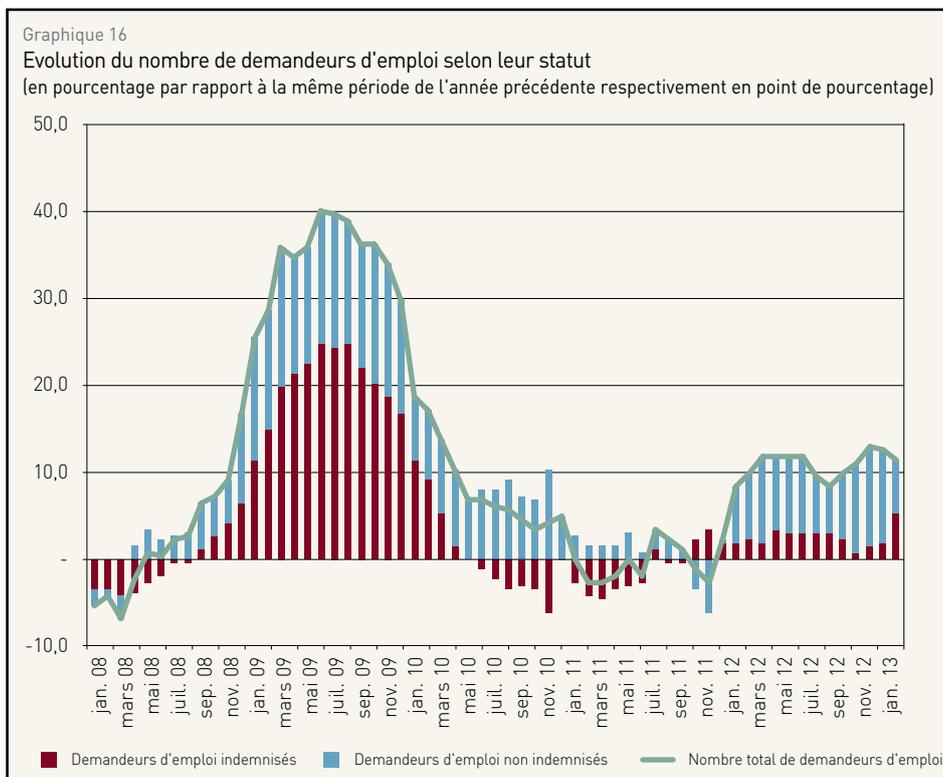
Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiaires d'une mesure pour l'emploi s'est quant à lui établi à 4 743 au mois de janvier 2013, en hausse de 10,6% en un an. Un quart de ces demandeurs d'emploi étaient affectés aux contrats d'appui-emploi et aux contrats d'initiation-emploi, des mesures spéciales destinées aux jeunes chômeurs. Le taux de chômage « large » non ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 8,8% en janvier 2013, en hausse de 0,7 p.p. par rapport à janvier 2012.

Après avoir fortement augmenté tout au long de l'année 2012, le recours au chômage partiel a eu tendance à se stabiliser en ce début d'année 2013. De fait, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 3 047 en moyenne au cours des trois premiers mois de 2013, soit un niveau proche de celui enregistré au cours de la même période de l'année précédente (2 970). Les données

33 Rappelons que les chômeurs non indemnisés sont constitués de demandeurs d'emploi dont les droits aux allocations-chômage sont arrivés à échéance ou qui ne remplissent pas les pré-requis pour pouvoir en bénéficier (p.ex. des femmes au foyer qui décident de réintégrer le marché du travail ou encore les nouveaux arrivants sur le territoire national et les étudiants à l'issue de leur parcours scolaire).

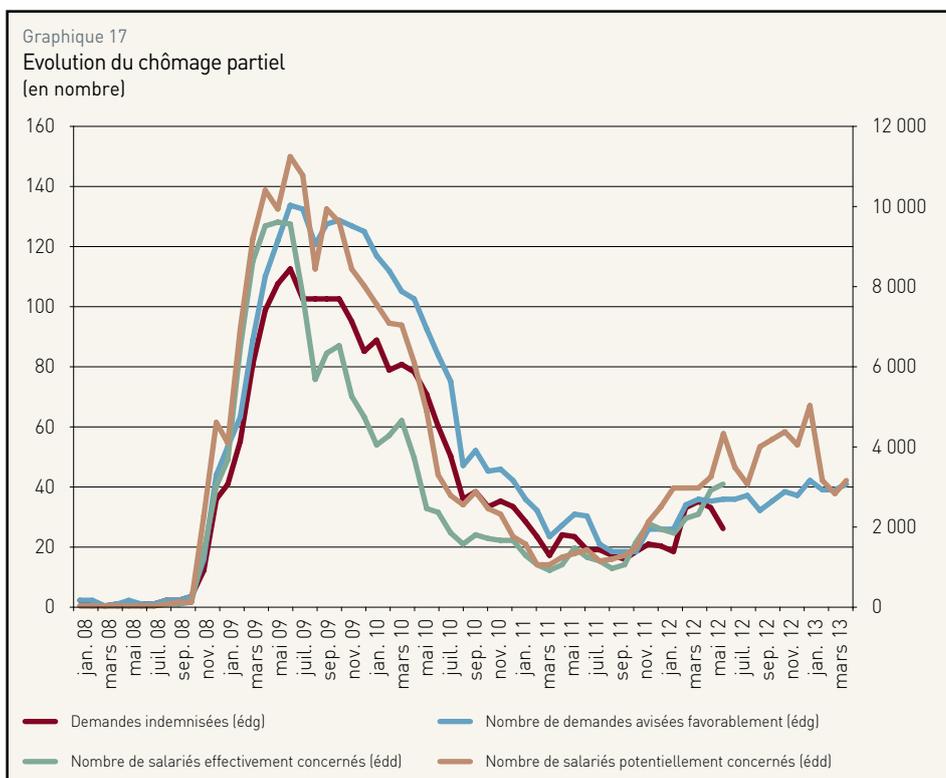


Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL



Sources : ADEM, calculs BCL

relatives aux salariés effectivement touchés par du chômage partiel demeurent provisoires. Les données disponibles à l'heure actuelle indiquent cependant une hausse du nombre de salariés en chômage partiel au cours de la première moitié de l'année 2012.



Source : Comité de conjoncture

En conclusion, les plus récentes données disponibles donnent une image assez contrastée de la situation de fond sur le marché du travail. Tandis que l'emploi (en particulier l'emploi résident) continue de faire preuve d'une remarquable résilience face à la baisse de l'activité, le chômage s'est repositionné sur une pente ascendante. De même, après s'être considérablement amélioré en 2011 et début 2012, le taux d'emploi vacants (qui mesure la proportion de postes vacants dans l'emploi salarié intérieur) s'est à nouveau rapproché de sa moyenne historique. Enfin, les perspectives d'emploi telles qu'esquissées par les enquêtes auprès des chefs d'entreprises demeurent orientées à la baisse, ce qui n'est guère de bon augure pour les mois à venir. Au contraire, le chômage partiel semble se stabiliser (à un niveau proche du niveau moyen de l'année 2012).

Selon la base de données mensuelle de l'IGSS, la durée moyenne de travail par salarié (corrigée des jours ouvrables) se serait inscrite en retrait d'environ 0,5% au cours des neuf premiers mois de l'année 2012, sous l'effet notamment d'une forte diminution des heures supplémentaires et d'une recrudescence du travail à temps partiel. S'y ajoute la baisse des heures travaillées engendrée par un recours accru au chômage partiel, en particulier dans l'industrie³⁴.

En conclusion, les plus récentes données disponibles donnent une image assez contrastée de la situation de fond sur le marché du travail. Tandis que l'emploi (en particulier l'emploi résident) continue de faire preuve d'une remarquable résilience face à la baisse de l'activité, le chômage s'est repositionné sur une pente ascendante. De même, après s'être considérablement amélioré en 2011 et début 2012, le taux d'emploi vacants (qui mesure la proportion de postes vacants dans l'emploi salarié intérieur) s'est à nouveau rapproché de sa moyenne historique. Enfin, les perspectives d'emploi telles qu'esquissées par les enquêtes auprès des chefs d'entreprises demeurent orientées à la baisse, ce qui n'est guère de bon augure pour les mois à venir. Au contraire, le chômage partiel semble se stabiliser (à un niveau proche du niveau moyen de l'année 2012).

34 Les enquêtes d'activité sectorielles confirment une baisse des heures de travail totales dans l'industrie et la construction. Bien que le volume de travail ait poursuivi sa trajectoire défavorable au cours de la deuxième moitié de l'année 2012, on constate un certain tassement de cette tendance négative.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 Industrie et construction

La production industrielle en 2011 présentait une baisse de -2,5 %. Les premières tendances observées en 2012 se confirment, avec une chute de la production de -5,3 % sur l'ensemble de l'année 2012. Le niveau de la production en décembre 2012 équivaut à seulement 69 % du niveau observé en avril 2008 (qui représente le maximum des 5 dernières années).

Tableau 8

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

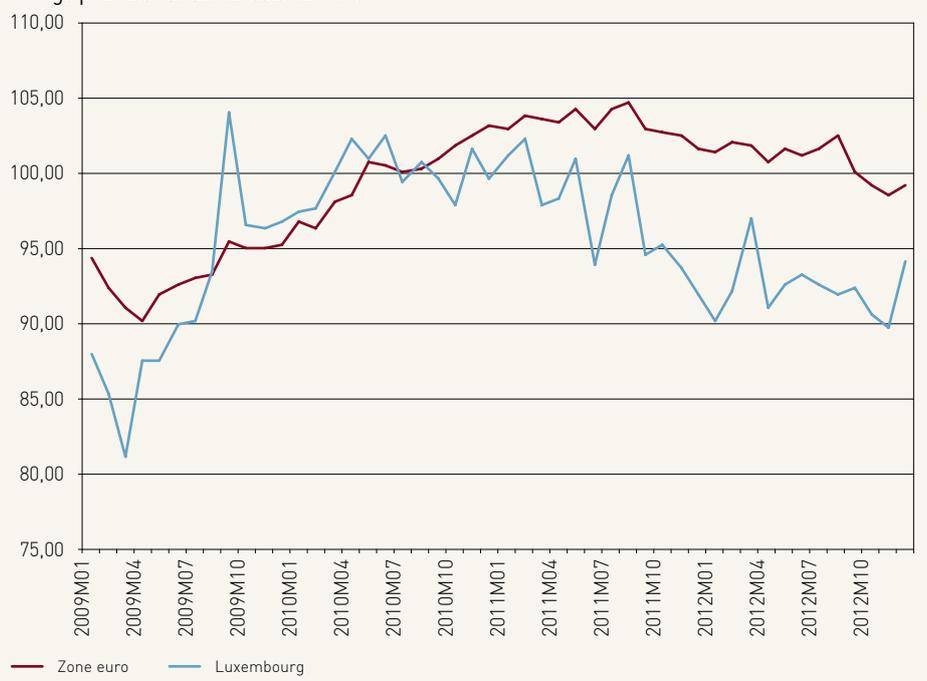
	2011	2012	2012-T1	2012-T2	2012-T3	2012-T4
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. Sidérurgie	-2,5	-5,3	-7,0	-5,5	-6,0	-2,4
Pjo - Biens intermédiaires	-3,9	-10,0	-13,7	-12,5	-9,4	-3,4
Pjo - Biens d'équipement	3,5	0,7	7,2	2,1	-4,4	-1,7
Pjo - Biens de consommation	-1,6	-1,4	-1,6	0,2	-3,0	-1,4
Pjo - Biens énergétiques	-9,2	-3,2	-12,7	2,6	2,1	-1,9
Pjo - Industrie, sidérurgie exclue	-3,4	-3,6	-5,0	-3,1	-3,5	-2,8
Pjo - Sidérurgie	5,0	-19,0	-23,6	-23,2	-24,4	1,7

Source : Statec

Tout au long de l'année 2012 la production industrielle a chuté par rapport à l'année précédente, à quelques exceptions près. La production de biens d'équipement a ainsi progressé au premier et au deuxième trimestre, ce qui sur l'ensemble de l'année donne un taux de croissance légèrement positif. En revanche, bien que la production de biens énergétiques ait crû lors du deuxième et troisième trimestre, la variation sur l'ensemble de l'année s'avère négative. De même, la production dans la sidérurgie a très fortement chuté sur les trois premiers trimestres et bien qu'elle ait très légèrement augmenté au dernier trimestre par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, le bilan dans ce secteur sur l'ensemble de l'année 2012 est sans appel, puisqu'il se solde par une chute de 19 % de la production sidérurgique par rapport à 2011.

Graphique 18

Production ensemble de l'industrie à l'exception de la construction (indice 2010=100), corrigé pour les variations saisonnières



Source : Eurostat



Bien que le dernier trimestre de 2012 semble se caractériser par une inflexion favorable de l'évolution de la production, le niveau de production atteint lors de ce trimestre est historiquement très bas. En outre, sur l'ensemble de l'année 2012, l'indice de confiance dans l'industrie chute encore au dernier trimestre et est nettement plus faible en moyenne (-32) que sur l'année 2011 (-9,66). De même, si l'ensemble de la zone euro subit également un recul de la production industrielle, ce phénomène est plus marqué au Luxembourg depuis l'année 2010.

Les perspectives pour l'année 2013 ne sont guère réjouissantes. Après une remontée de l'indice de confiance dans l'industrie en janvier, celui-ci chute de nouveau en février pour atteindre son niveau le plus bas depuis juin 2009. Les enquêtes de conjoncture de janvier et février montrent que les acteurs s'attendent essentiellement à une stabilité de la production, bien qu'à l'heure actuelle l'état du carnet de commandes soit jugé insuffisant par une majorité de répondants, que ce soit au niveau des commandes domestiques ou des commandes étrangères. C'est dans la sidérurgie que les perspectives sont les plus négatives, la quasi totalité des répondants estimant l'état du carnet de commandes insuffisant et faisant état d'une diminution de la production ainsi que de stocks trop élevés.

Le degré d'utilisation des capacités de production reste faible sur l'ensemble de l'industrie (66 %), mais cela est essentiellement dû au secteur de la sidérurgie qui présente un taux d'utilisation très inférieur à la moyenne (40 %), tirant nettement celle-ci vers le bas.

Le secteur de la **construction**, qui avait fait preuve d'une relative résistance par rapport à l'industrie - secteur plus durement touché par la crise - au cours des années 2008 à 2011, a vu son niveau de production s'infléchir nettement en moyenne annuelle en 2012.

L'activité dans le secteur de la construction a en moyenne stagné en 2010, avant d'afficher une légère progression en 2011 et une baisse moyenne de 5,3% en 2012. Cette tendance baissière de la production de la construction concerne la zone euro dans son ensemble. Sur l'ensemble de l'année 2012, la production de la zone euro n'a cependant enregistré qu'une baisse limitée à 1,7%.

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'est expliquée 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. Ensuite, les permis de construire de logements ont baissé aux deuxième et troisième trimestres 2012, ces baisses affectant l'ensemble des bâtiments d'habitation (-15,9% pour les maisons individuelles et -23,5% pour les maisons à appartements au troisième trimestre 2012).

L'enquête de conjoncture du mois de février confirme les résultats défavorables des mois précédents. Elle fait en effet état d'une poursuite de la dégradation de l'activité dans le secteur de la construction. Les entrepreneurs du secteur du bâtiment, qui semblaient jusque là faire preuve d'une certaine résistance par rapport à ceux des travaux publics, sont apparus à leur tour particulièrement peu confiants lors de cette dernière enquête. Les perspectives concernant les évolutions futures de l'emploi sont restées très négatives, les carnets de commandes demeurant quant à eux au plus bas.

Tableau 9

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

	2011	2012	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1	2012-T2	2012-T3	2012-T4
Production par jour ouvrable (pjo) –Total	2,1	-5,3	12,2	-1,0	-3,8	1,7	-10,0	-5,9	-2,4	-2,5
Heures travaillées	0,7	-5,9	12,0	-1,5	-5,6	-1,5	-10,9	-6,2	-3,4	-2,4
Permis de bâtir ³⁵	17,5	-1,7	13,1	17,4	50,8	-9,5	30,9	-12,8	-21,6	--

1.2.3.2 Secteur financier**1.2.3.3 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier**

L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'est élevé à 26 534 personnes au 31 décembre 2012, ce qui représente une baisse de 83 emplois par rapport au 30 septembre 2012.

Entre septembre et décembre 2012, 46 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs (hausse allant de 1 à 17 employés), tandis que 47 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 28 employés).

Par ailleurs, le nombre d'établissements de crédit est resté stable à 142 institutions sur la période.

1.2.3.4 Evolution du nombre des établissements de crédit

Durant le dernier trimestre de l'année 2012, le nombre des établissements de crédit a augmenté d'une unité, suite à la création d'une nouvelle entité pendant le mois d'octobre, avant de retrouver son niveau initial de 142 unités en décembre. Il convient de noter qu'un ensemble de développements a façonné la composition de la place bancaire luxembourgeoise durant l'année 2012, avec la fermeture de trois établissements de crédit, la création de quatre nouvelles entités et une fusion-acquisition.

En ce qui concerne la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes dominent toujours l'activité bancaire luxembourgeoise avec 37 unités présentes. On dénombre également 14 banques françaises, 11 banques suisses, 9 banques italiennes et 5 banques luxembourgeoises.

1.2.3.5 Le bilan des établissements de crédit

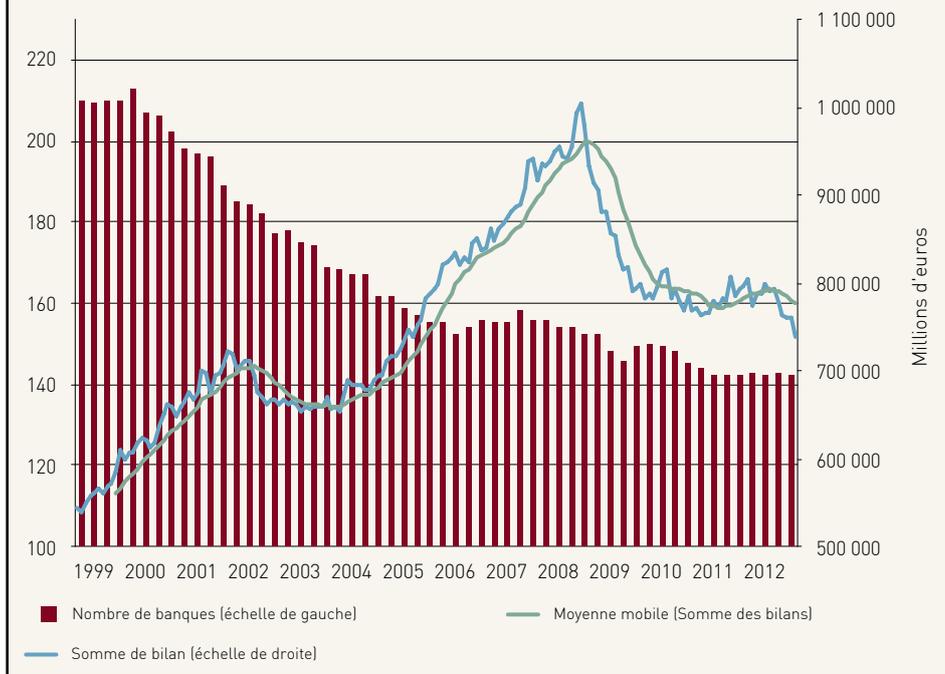
Au cours de l'année 2012, la somme moyenne des bilans des établissements de crédit s'est établie à 777 916 millions d'euros. Il convient cependant de noter que cette moyenne cache une évolution assez disparate durant l'année écoulée. La reprise du volume d'activités observée sur les huit derniers mois de l'année 2011 s'est maintenue durant les sept premiers mois de 2012, la somme des bilans des établissements de crédit ayant fluctué autour d'une valeur moyenne de 790 935 millions entre les mois de janvier et juillet 2012. Cependant, le second semestre de 2012 a été caractérisé par une forte tendance baissière, le volume de l'activité bancaire au Luxembourg ayant atteint 737 720 millions d'euros en décembre 2012, soit son niveau le plus bas depuis juillet 2005.

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

³⁵ Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).

Graphique 19

Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1999 à décembre 2012



Source : BCL, CSSF

La somme des bilans des établissements de crédit s'est contractée de 7,4% entre les mois de décembre 2011 et décembre 2012. Un examen plus attentif des postes du bilan agrégé des banques permet de mettre en évidence les principaux éléments d'actifs et de passifs qui sous-tendent cette contraction. En substance, cette baisse résulte d'une diminution plus que proportionnelle du financement interbancaire au passif tandis que, du côté de l'actif, elle provient essentiellement d'une baisse des activités de prêts interbancaires et des crédits alloués à la clientèle.

Evolution des principaux postes de l'actif du bilan

Les créances interbancaires représentent la moitié de l'actif du bilan des banques et en constituent par conséquent le poste le plus important. Entre le mois de décembre

2011 et décembre 2012, elles ont diminué de près de 8,5%, soit 34 617 millions d'euros, pour s'établir à 371 651 millions d'euros. L'évolution mensuelle sur la période étudiée reste cependant contrastée. Les créances interbancaires ont fortement reculé depuis le mois de juillet 2012, contrastant avec une évolution globalement haussière depuis juillet 2011. Les chiffres du dernier trimestre confirment cette tendance, les créances interbancaires ayant diminué de 7,2% entre septembre et décembre 2012.

Il convient cependant de noter que les facilités de dépôt auprès de la Banque centrale du Luxembourg sont incluses dans ces créances. Le mois de juin 2012, avec 59 813 millions d'euros déposés, représente le montant le plus élevé enregistré pour ce poste durant l'année écoulée, traduisant des tensions persistantes sur le marché interbancaire. Les dépôts auprès de la Banque centrale du Luxembourg ont cependant diminué tout au long du second semestre de l'année 2012, pour atteindre 38 479 millions d'euros fin décembre.

Tableau 10

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution

(encours en fin de période)

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	12-2011	09-2012	12-2012	12-2011 - 12-2012		09-2012 - 12-2012		12-2012
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	406 268	400 543	371 651	-34 617	-8,5	-28 892	-7,2	50,4
Créances sur la clientèle	193 658	179 972	174 714	-18 943	-9,8	-5 258	-2,9	23,7
Portefeuille titres	162 705	152 758	163 442	738	0,5	10 684	7,0	22,2
Autres actifs	34 016	30 913	27 912	-6 103	-17,9	-3 001	-9,7	3,8
Total de l'actif	796 646	764 187	737 720	-58 926	-7,4	-26 467	-3,5	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source: BCL

Les créances sur la clientèle, deuxième poste d'actif selon son poids relatif de 23,7%, connaît une baisse de 9,8% entre décembre 2011 et décembre 2012, passant de 193 658 millions d'euros à 174 714 millions d'euros. Cette baisse se chiffre à 18 943 millions d'euros et provient d'une diminution généralisée des prêts accordés à la clientèle, qu'elle soit résidente au Luxembourg ou dans les autres pays.

Le portefeuille de titres des banques, représentant désormais 22,2% de l'actif, s'est établi à 163 442 millions d'euros en décembre 2012, soit une progression de 0,5% en comparaison annuelle. Ce portefeuille est composé, en décembre 2012, de 91,2% de valeurs mobilières à revenus fixe et de 8,8% de valeurs mobilières à revenus variable, ces derniers regroupant les actions, participations et parts d'OPC monétaires. Le portefeuille de titres autres que les actions s'établit à 149 018 millions d'euros en décembre 2012, ce qui signifie une hausse de 356 millions d'euros par rapport à décembre 2011. Ces développements sont attribuables à des effets de valorisations (des effets de change et de prix), les transactions s'élevant à -14 174 millions d'euros. Le portefeuille des actions détenues, de nature volatile en raison des fluctuations sur les marchés financiers, s'élève à 2 615 millions d'euros en décembre 2012, soit un montant inférieur de 2 010 millions d'euros à son niveau de décembre 2011.

Enfin, la rubrique des autres actifs financiers enregistre également une forte évolution par rapport aux autres postes de l'actif durant la période d'observation, soit une baisse de 17,9% entre décembre 2011 et décembre 2012. Fin de l'année 2012, l'encours s'élève à 27 912 millions d'euros, représentant 3,8% de l'actif du bilan. Une telle évolution est due en partie à des effets extraordinaires imputables à une seule banque de la place. Par ailleurs, l'évolution de ce poste s'explique également par une baisse tendancielle des encours de produits financiers dérivés évalués à la juste valeur. En effet, ces derniers diminuent de 7,6% entre décembre 2011 et décembre 2012.

Evolution des principaux postes du passif du bilan.

Les encours de dettes interbancaires, qui représentent 43,2% de la taille du bilan agrégé des banques, sont le poste du passif ayant connu la plus forte baisse entre décembre 2011 et décembre 2012, soit 13,5% ou 49 834 millions d'euros, pour s'élever à 318 939 millions d'euros au mois de décembre 2012. A l'instar de l'analyse de l'actif, il convient de garder à l'esprit que les dettes interbancaires comprennent les engagements vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg. Ces derniers sont relativement stables, autour d'une valeur moyenne de 4 855 millions d'euros pour l'année 2012, signifiant que

le financement interbancaire provient majoritairement des dettes envers les autres établissements de crédit. Le solde net des actifs et passifs interbancaires auprès de la Banque centrale du Luxembourg est créditeur de 32 804 millions d'euros en décembre 2012.

Deuxième source de financement des établissements de crédit par son poids relatif de 36,6% du passif, les dettes envers la clientèle non bancaire présentent une légère baisse de 1,0% entre décembre 2011 et décembre 2012, correspondant à un montant de 2 840 millions d'euros, et s'établissent à 270 158 millions d'euros en décembre 2012. Il est également intéressant de noter leur dégradation par rapport au mois de septembre 2012, avec une baisse de 13 983 millions.

En dépit de son caractère limité, avec un encours de 62 030 millions d'euros représentant 8,4% de la somme du passif, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre accuse une baisse de 6,3% entre décembre 2011 et décembre 2012. Comme dans l'analyse de l'actif du bilan, il est intéressant de distinguer les effets de prix du volume des transactions, les titres étant comptabilisés à leur valeur de marché. A ce propos, le portefeuille de titres autres que les actions diminue de 4 201 millions d'euros en comparaison annuelle. En tenant compte des effets de change et de prix, la baisse effective du portefeuille s'élève en fait à 3 750 millions d'euros.

En décembre 2012, 86 592 millions d'euros étaient comptabilisés sous la rubrique des autres passifs. En comparaison annuelle, ce poste a diminué de 2,3% par rapport à décembre 2011.

Tableau 11

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

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	12-2011	09-2012	12-2012	12-2011 - 12-2012		09-2012 - 12-2012		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	368 773	325 951	318 939	-49 834	-13,5	-7 012	-2,2	43,2
Dettes envers la clientèle	272 998	284 140	270 158	-2 840	-1,0	-13 983	-4,9	36,6
Dettes représentées par un titre	66 231	63 142	62 030	-4 201	-6,3	-1 112	-1,8	8,4
Autres passifs	88 643	90 953	86 592	-2 051	-2,3	-4 361	-4,8	11,7
Total du passif	796 646	764 187	737 720	-58 926	-7,4	-26 467	-3,5	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source: BCL

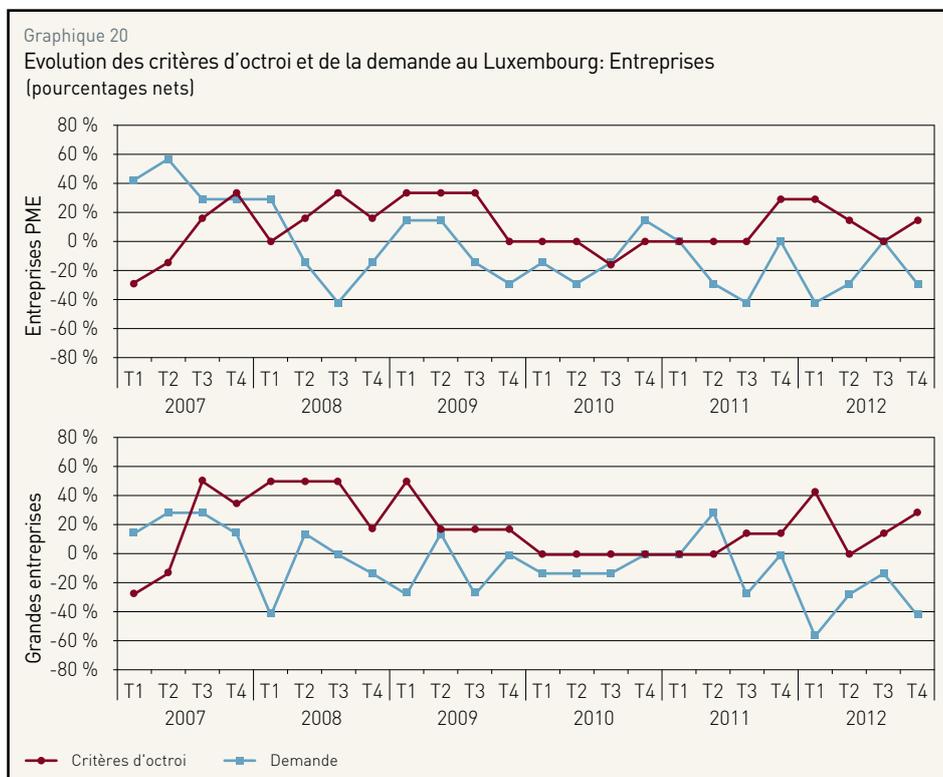
1.2.3.6 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

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 luxembourgeois ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

La plus récente enquête fut réalisée en janvier 2013 et couvre le quatrième trimestre 2012. Au Luxembourg, les résultats indiquent que les banques sont devenues plus restrictives en matière d'octroi de crédits. Néanmoins, les durcissements nets qui ressortent de l'enquête sont relativement faibles, notamment si on tient compte de la taille des banques. S'agissant de la demande nette, cette dernière a continué à se replier au Luxembourg pour les entreprises ainsi que les ménages. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont durcis davantage par rapport au trimestre précédent. Ces durcissements accrus sont surtout liés à une détérioration des perspectives économiques de la zone euro.

Pour les données dérivées des questions régulières de l'enquête, les graphiques représentent 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 les banques ont légèrement durci leurs critères d'octroi des crédits octroyés aux PME (petite et moyenne entreprise) et aux grandes entreprises. Les critères d'attribution font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit d'une banque. Les pourcentages nets s'inscrivent respectivement à +14% et +29%. Dans la zone euro, les pourcentages nets sont restés positifs mais largement inchangés par rapport au troisième trimestre 2012. Cette évolution est surtout attribuable à une détérioration des perceptions de risques des banques.

Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro et au Luxembourg s'est également traduit par des conditions d'octroi (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur) moins favorables, notamment en ce qui concerne les marges des banques. 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.

La demande nette émanant des entreprises a diminué à nouveau. Selon les banques, cette évolution découle surtout d'un recours à d'autres types de financement comme du financement interne, des prêts accordés par des institutions non-bancaires et des émissions de titres de créances. 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, qui font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit d'une banque, se sont durcis légèrement au quatrième trimestre 2012. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont également durcis, en raison d'une évolution défavo-

nable 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 (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur), 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.

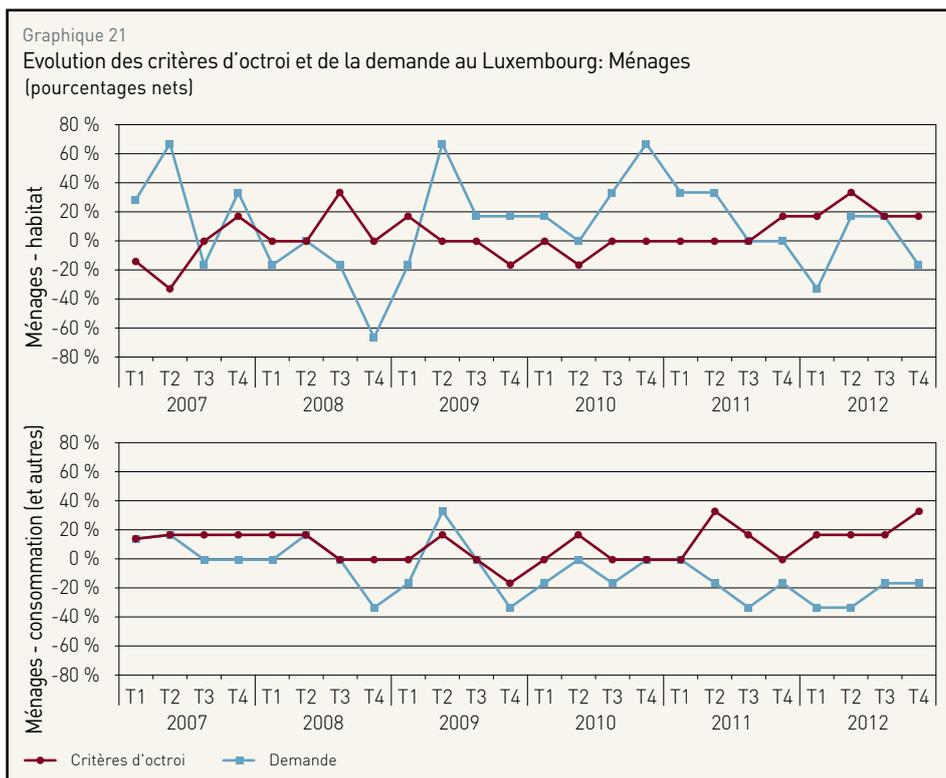
La demande nette relative aux crédits immobiliers s'est repliée légèrement pour la première fois de-

puis le début de l'année 2012. Dans la zone euro dans son ensemble, la demande nette s'est également repliée. Cette évolution serait notamment imputable à un moindre besoin de financement découlant d'une dégradation des perspectives sur le marché du logement.

Ménages (consommation et autres) : Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont durcis davantage au quatrième trimestre. Ce développement est attribuable à une détérioration de la capacité de remboursement des emprunteurs, à une augmentation des risques relatifs aux garanties requises ainsi qu'à une détérioration des prévisions concernant l'activité économique générale. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont également quelque peu durcis, en raison des perceptions de risques des banques découlant notamment de la capacité de remboursement des consommateurs.

Le durcissement net indiqué par les banques au Luxembourg et de la zone euro s'est traduit surtout par un élargissement des marges sur les prêts plus risqués.

La demande nette s'est quelque peu repliée lors de la plus récente enquête, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble.



Source : BCL

Réponses aux questions supplémentaires: L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée au quatrième trimestre 2012 comprenait aussi plusieurs 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 en ce qui concerne les dépôts des banques. Dans la zone euro, les banques ont fait état d'une nouvelle amélioration de leur accès au financement sur tous les segments de marché (dépôts, marchés monétaires, émission de titres de créance et titrisation) par rapport au troisième trimestre 2012.

Une autre question supplémentaire permet d'évaluer plus spécifiquement l'impact de la crise de la dette souveraine sur les conditions de refinancement des banques, ainsi que sur les critères d'octroi. Depuis l'enquête de janvier 2013, cette question couvre également l'impact sur les marges des banques. Au Luxembourg, aucune incidence de la crise de la dette souveraine n'a été rapportée. Dans le contexte d'une amélioration des tensions financières sur la plupart des compartiments de marché dans la zone euro, l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de refinancement et les critères d'octroi a fortement diminué au quatrième trimestre 2012.

Finalement, deux questions portent sur la mesure dans laquelle les nouvelles exigences réglementaires en matière de fonds propres des banques définies dans la directive CRD IV ont influencé la politique de distribution du crédit. Au Luxembourg, les résultats indiquent que les banques ont légèrement diminué leurs RWA (risk weighted assets), tout en augmentant leurs fonds propres. Quelques banques ont de surcroît rapporté avoir légèrement durci leurs critères d'octroi. Dans la zone euro, les résultats indiquent également des ajustements des RWA et des fonds propres pour satisfaire aux nouvelles exigences réglementaires.

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

Taux d'intérêt des crédits accordés par les banques

Dans la lignée de la baisse des taux directeur de l'Eurosystème, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable³⁶ a diminué de 39 points de base entre décembre 2011 (2,41%) et décembre 2012 (2,02%). 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 le plus élevé enregistré, à 5,22%. En janvier 2013, le taux s'est établi à 2,04%, soit à peine plus que le niveau observé en décembre 2012.

Le coût des crédits à la consommation est également en baisse entre décembre 2011 et décembre 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 4,97% à 4,74%. Les conditions de financement des crédits à la consommation se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence.

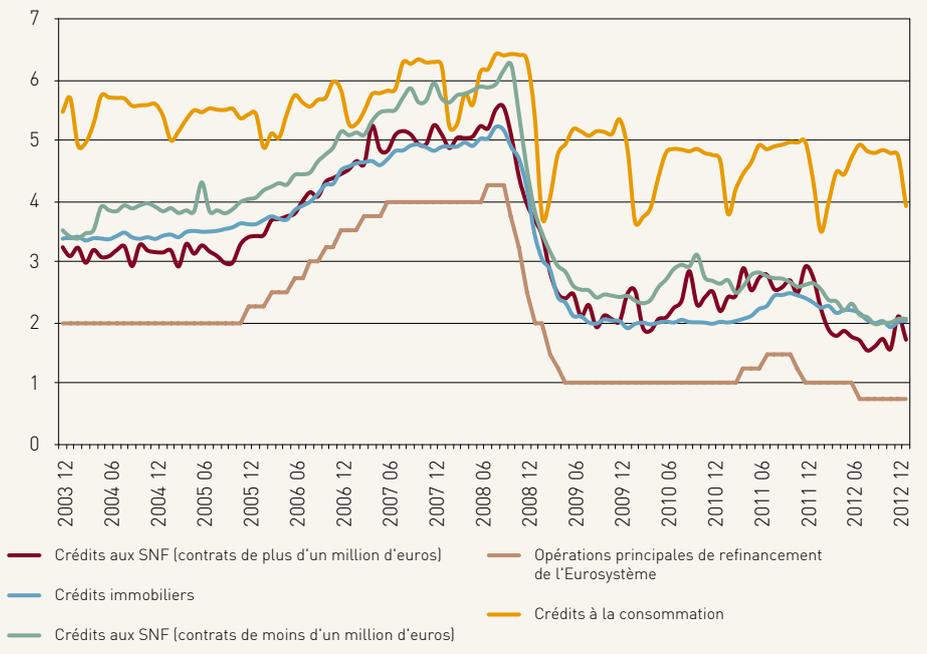
La catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a également vu son coût diminuer entre décembre 2011 (2,45%) et décembre 2012 (1,63%). Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

³⁶ Taux variable et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à un an.

Graphique 22

Evolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux agents non bancaires de la zone euro entre décembre 2003 et décembre 2012

(en %)



Source : BCL

à 2,11% en décembre 2012.

Taux d'intérêt des dépôts en banque

La rémunération des dépôts est en baisse générale entre décembre 2011 et décembre 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, elle est passée de 0,98% en décembre 2011 à 0,50% l'année suivante. A titre d'information, 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 4,36%.

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 décembre 2011 et décembre 2012.

Ainsi, pour les nouveaux crédits accordés aux sociétés non financières ayant un montant inférieur à un million d'euros, nous notons, pour les contrats à taux variable, une baisse de 56 points de base. Le taux correspondant est en effet passé de 2,63% en décembre 2011 à 2,07% en décembre 2012.

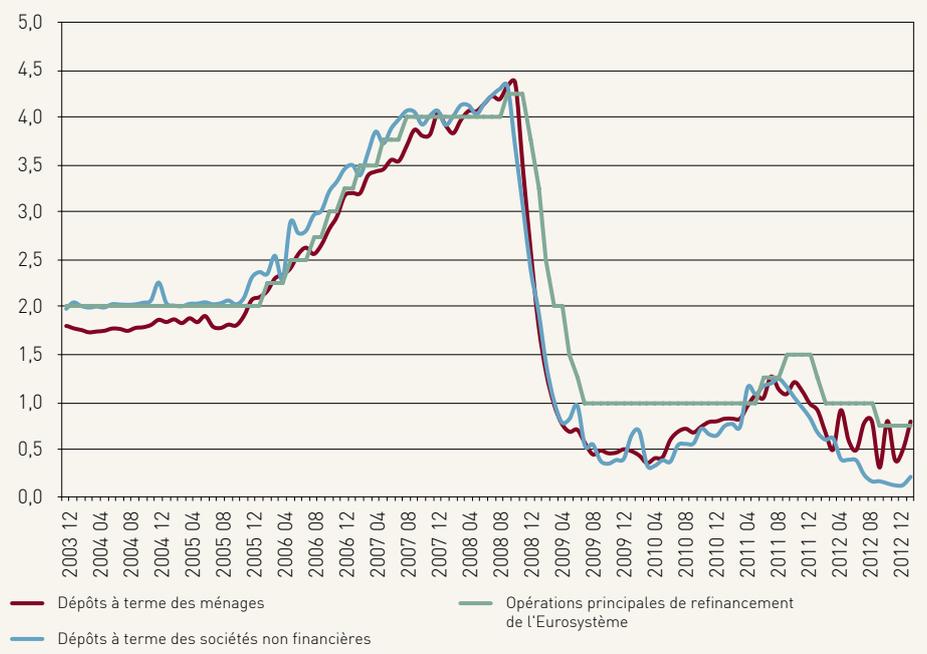
Pour ce qui est du coût des nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières pour des montants supérieurs à un million d'euros, nous notons, pour les contrats ayant un taux variable, une baisse de 82 points de base. Le taux correspondant est en effet passé de 2,93% en décembre 2011

Le constat est identique concernant la rémunération des dépôts des sociétés non financières d'une durée inférieure ou égale à 1 an. Les mois de novembre et de décembre 2012 se sont caractérisés par les observations les plus basses depuis la mise en place de cette collecte statistique avec un taux à 0,12%, tandis que quatre ans auparavant, en septembre 2008, était enregistré le taux le plus élevé à 4,33%.

Graphique 23

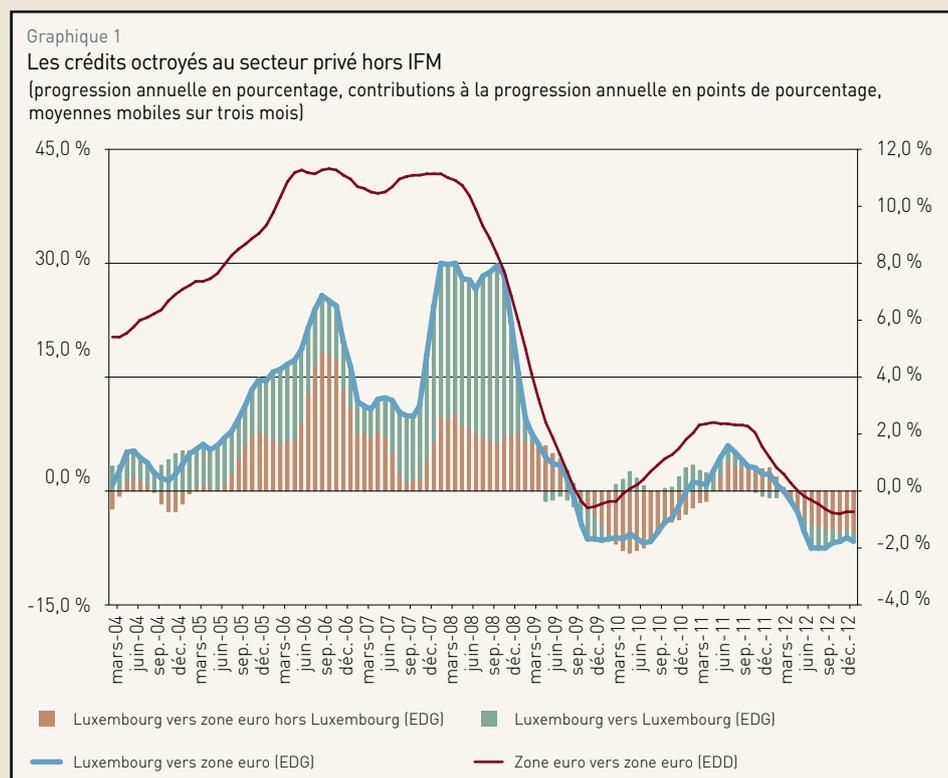
Evolution de la rémunération des dépôts aux agents non bancaires de la zone euro entre décembre 2003 et décembre 2012

(en %)



Source : BCL

L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ



Source : BCL, BCE

Les 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. Après une tendance baissière continue depuis mi-2011, les deux séries se sont stabilisées à des niveaux négatifs au quatrième trimestre 2012. La progression annuelle des crédits octroyés par les IFM de la zone euro est devenue négative à la fin du deuxième trimestre 2012. La série luxembourgeoise avait déjà atteint un niveau en dessous de zéro

Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits octroyés au secteur privé³⁷, publié en décembre 2012 (voir Bulletin 2012/4). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le quatrième trimestre, ainsi que janvier 2013.

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 oc-

37 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.

au début de l'année 2012, pour finalement s'établir à -6,7% en janvier 2013. 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 associés 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), dont en majeure partie composés des crédits octroyés aux AIF. La part des crédits aux SAFF 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*.

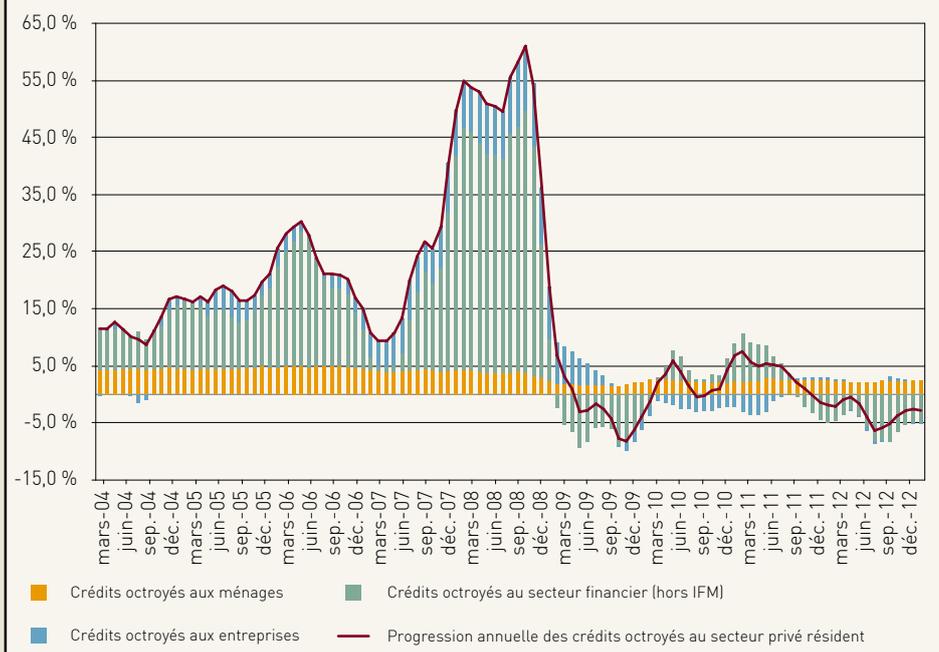
En effet, la contribution négative des crédits au secteur financier hors IFM à la progression annuelle de l'ensemble des crédits octroyés au secteur privé persiste depuis plusieurs trimestres. La contribution des crédits aux ménages, principalement influencée par des crédits immobiliers, est toutefois 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.

Graphique 2

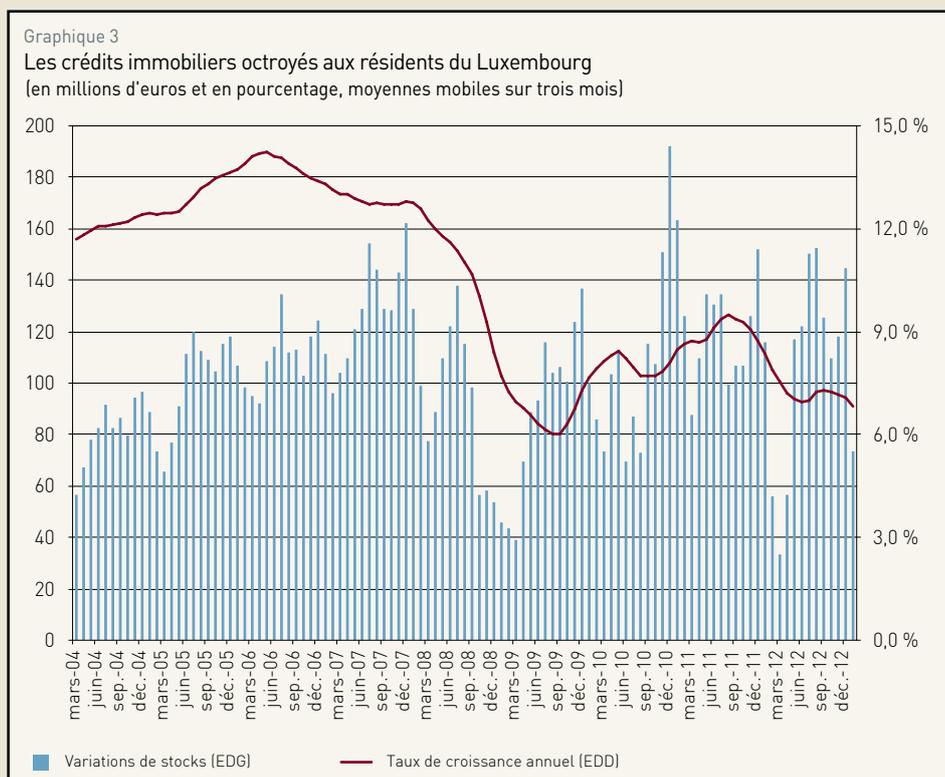
Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes

(progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

Le Graphique 3 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou de variations de stocks³⁸ (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.



Source : BCL

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 accordés³⁹. Si la progression annuelle de ces crédits est très volatile, elle 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 s'est quelque peu repliée lors de la plus récente enquête, après une légère hausse remarquée au début de l'année 2012. Pour ce qui est du côté de l'offre de crédits, les critères d'octroi se sont légèrement durcis au quatrième trimestre

38 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).

39 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.

Après une baisse constatée depuis la mi-2011, le taux de croissance annuel des crédits à l'habitat s'est stabilisé au troisième et quatrième trimestre 2012, pour s'inscrire à 6,7% en janvier 2013. Les variations mensuelles des encours se poursuivent à 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

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 s'inscrit aux alentours de zéro depuis le troisième trimestre 2012. 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 octobre et décembre 2012, 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*.

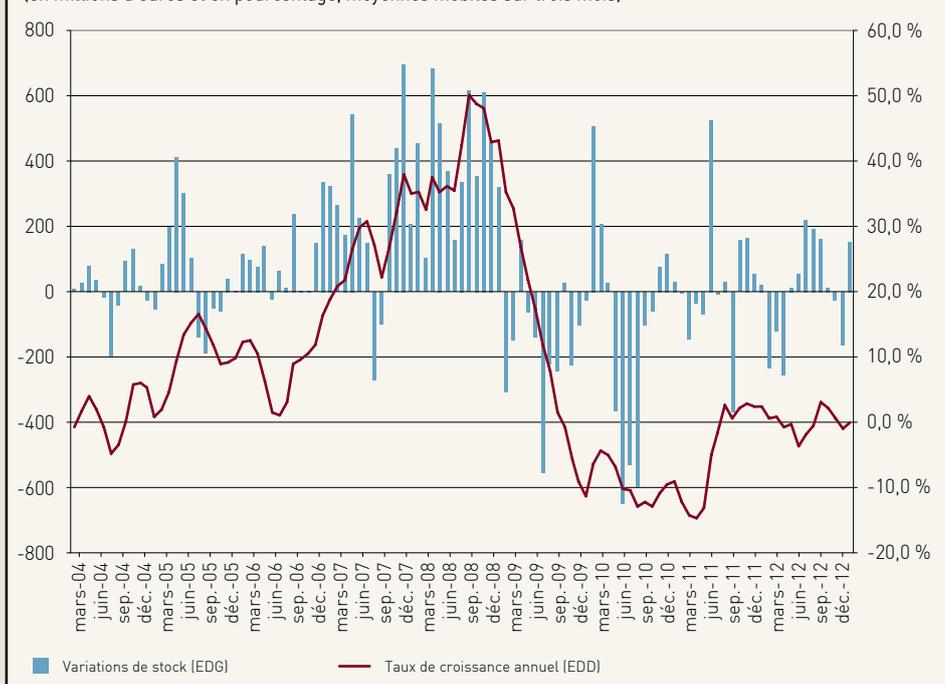
Le taux de croissance annuel des volumes d'encours de crédits s'est établi aux alentours de zéro au quatrième trimestre. L'évolution des variations mensuelles des encours demeure également plutôt morose, malgré un flux positif constaté en janvier 2013. S'agissant des crédits nouvellement accordés dans 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 légèrement durci leurs critères d'octroi des crédits aux PME (petites et moyennes entreprises) ainsi qu'aux grandes entreprises. La demande s'est inscrite de nouveau en baisse au quatrième trimestre 2012.

On peut donc conclure que le recul des crédits octroyés au secteur privé résident s'est poursuivi au quatrième trimestre, évolution qui découle en premier lieu d'une diminution continue des crédits octroyés au secteur financier hors IFM. Les encours de crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse continue, la progression annuelle s'est stabilisée au troisième et quatrième trimestre 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.

Graphique 4

Les crédits aux entreprises du Luxembourg

(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

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

Malgré une baisse de leurs revenus opérationnels récurrents, à savoir la marge sur intérêts et le solde net sur commissions, les établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise ont pu améliorer leur résultat avant dépréciations, provisions et impôts, soutenu par une forte hausse des revenus nets sur opérations de change et autres revenus nets. Ainsi, sur base de chiffres provisoires, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des banques luxembourgeoises, à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger, s'établit à 4 844 millions d'euros à l'issue de 2012, soit une hausse de 18,8%, ou 766 millions d'euros, par rapport au résultat dégagé en 2011.

Tableau 12

Evolution annuelle des comptes de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des établissements luxembourgeois

	Rubrique des débits et des crédits	12-2010	12-2011	12-2012	Variation en pourcent		Variation en termes bruts	
					12-2010 - 12-2011	12-2011 - 12-2012	12-2010 - 12-2011	12-2011 - 12-2012
1	Intérêts perçus	17 885	19 339	16 007	8,1	-17,2	1454	-3 332
2	Dividendes perçus	717	905	879	26,2	-2,9	188	-26
3	Intérêts bonifiés	13 128	14 379	11 362	9,5	-21,0	1251	-3 017
4	Marge sur intérêts	5 474	5 865	5 524	7,1	-5,8	391	-341
5	Revenus nets sur commissions	3 611	3 831	3 605	6,1	-5,9	220	-226
6	Revenus nets sur opérations de change	277	92	151	-66,8	64,1	-185	59
7	Autres revenus nets	195	-922	373	-572,8	140,5	-1 117	1 295
8	Revenus hors intérêts	4 083	3 001	4 129	-26,5	37,6	-1 082	1 128
9	Produit bancaire	9 557	8 866	9 653	-7,2	8,9	-691	787
10	Frais de personnel	2 499	2 535	2 509	1,4	-1,0	36	-26
11	Frais d'exploitation	1 852	1 980	1 978	6,9	-0,1	128	-2
12	Frais de personnel et d'exploitation	4 351	4 515	4 487	3,8	-0,6	164	-28
13	Amortissements sur immobilisé non financier	263	273	322	3,8	17,9	10	49
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	4 943	4 078	4 844	-17,5	18,8	-865	766

¹ 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

Marqués par de faibles marges d'intermédiation, les intérêts perçus ont diminué de 17,2% par rapport à l'année 2011, soit une variation de 3 332 millions d'euros en termes bruts, tandis que les intérêts payés ont chuté de 21%, soit 3 017 millions d'euros. Dans ce contexte, on remarque également un léger recul de 2,9%, ou 26 millions d'euros en termes bruts, des dividendes perçus par rapport à 2011. Partant, sur base annuelle, la marge sur intérêts (dividendes inclus) enregistre une baisse de 5,8%, soit 341 millions d'euros. Ainsi, la marge sur intérêts réalisée au cours de l'année écoulée s'établit à 5 524 millions d'euros contre 5 865 millions d'euros en 2011.

Parallèlement à l'évolution de la marge sur intérêts, les revenus nets sur commissions ont connu une baisse semblable de 5,9%, soit 226 millions d'euros, entre décembre 2011 et décembre 2012, passant de 3 831 millions d'euros à 3 605 millions d'euros fin 2012.

Les autres revenus nets reflètent les variations de juste valeur des portefeuilles-titres détenus par les banques. Ces revenus non-récurrents sont d'un caractère typiquement volatil et hétérogène. A rappeler

que ces derniers avaient reculé en 2011, pour afficher une perte nette de 922 millions d'euros. Pourtant, les derniers chiffres confirment l'évolution observée depuis le début du second semestre de 2012, à savoir un redressement des autres revenus nets, ces derniers affichant un solde cumulé de 373 millions d'euros en décembre 2012.

Partant, le produit bancaire, regroupant l'ensemble des revenus bancaires, est en hausse de 8,9% en comparaison annuelle et s'élève à 9 653 millions d'euros pour l'année 2012.

Du côté des frais généraux, on note une légère diminution de 0,6% entre décembre 2011 et décembre 2012, la variation la plus importante provenant des frais de personnel en baisse de 1,0%, soit un montant de 26 millions d'euros.

Finalement, la version trimestrielle des comptes de profits et pertes dépeint une évolution mixte des rubriques qui sont passées en revue. Le résultat avant dépréciations, provisions et impôts (résultat trimestriel, donc non cumulé) demeure positif tout au long de l'année écoulée, le second et le dernier trimestre accusant une baisse en raison de l'évolution des autres revenus nets. Il convient par ailleurs de noter que même abstraction faite des « autres revenus nets », le produit bancaire serait en recul de 3% au quatrième trimestre de 2012 par rapport au trimestre précédent.

Tableau 13

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des établissements luxembourgeois ¹⁾

(en millions d'euros, sauf indication contraire)

	Rubrique des débits et des crédits	12-2011	03-2012	06-2012	09-2012	12-2012	12-2011 - 12-2012		09-2012 - 12-2012	
							Variation en pourcent	Variation en termes bruts	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	19 339	4 680	8 755	12 379	16 007	-17,2	-3 332	29,3	3 628
2	Dividendes perçus	905	96	352	562	879	-2,9	-26	56,4	317
3	Intérêts bonifiés	14 379	3 363	6 247	8 784	11 362	-21,0	-3 017	29,3	2 578
4	Marge sur intérêts	5 865	1 413	2 860	4 157	5 524	-5,8	-341	32,9	1 367
5	Revenus nets sur commissions	3 831	1 025	1 922	2 827	3 605	-5,9	-226	27,5	778
6	Revenus nets sur opérations de change	92	78	76	119	151	64,1	59	26,9	32
7	Autres revenus nets	-922	174	130	305	373	140,5	1 295	22,3	68
8	Revenus hors intérêts	3 001	1 277	2 128	3 251	4 129	37,6	1 128	27,0	878
9	Produit bancaire	8 866	2 690	4 988	7 408	9 653	8,9	787	30,3	2 245
10	Frais de personnel	2 535	679	1 301	1 935	2 509	-1,0	-26	29,7	574
11	Frais d'exploitation	1 980	517	1 005	1 494	1 978	-0,1	-2	32,4	484
12	Frais de personnel et d'exploitation	4 515	1 196	2 306	3 429	4 487	-0,6	-28	30,9	1 058
13	Amortissements sur immobilisé non financier	273	68	133	201	322	17,9	49	60,2	121
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	4 078	1 426	2 549	3 778	4 844	18,8	766	28,2	1 066

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

1.2.3.9 Les organismes de placement collectif

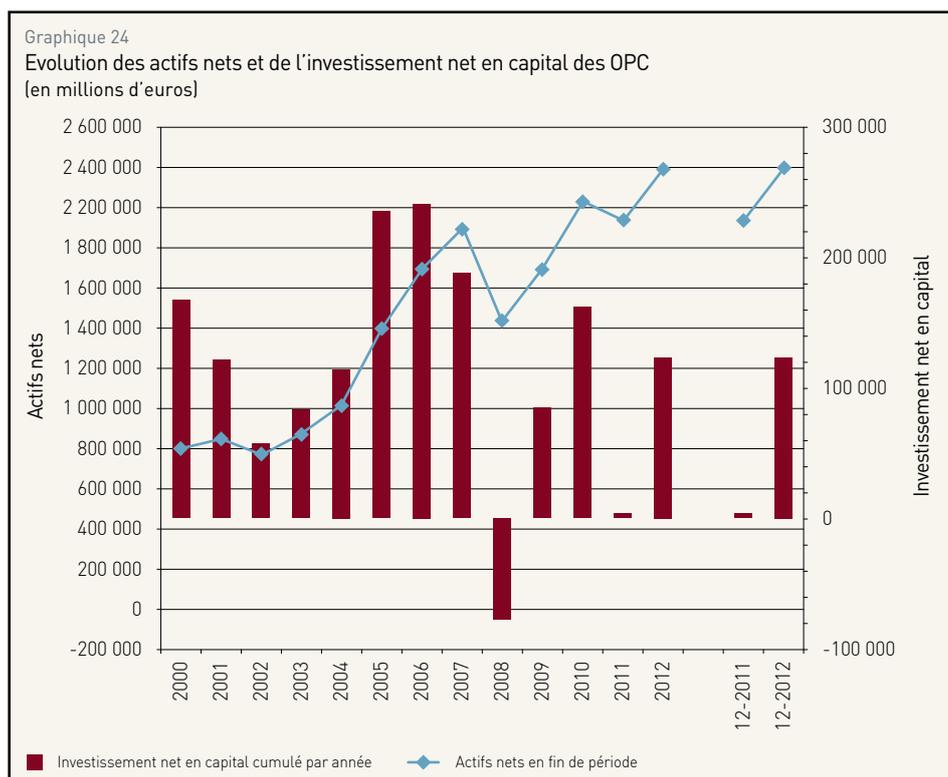
1.2.3.9.1 L'évolution en nombre

Le nombre des fonds d'investissement, qui stagnait depuis fin mars 2012 aux alentours des 3870 unités, a légèrement baissé au cours du dernier trimestre pour s'établir à 3841 unités au mois de décembre 2012. Dans le même temps, le nombre de fonds d'investissements spécialisés a poursuivi sa progression (+13 unités entre septembre et décembre 2012). Le nombre de compartiments a quant à lui diminué

de 14 unités au cours du trimestre écoulé, passant ainsi de 13 434 à 13 420 unités.

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

Au cours du dernier trimestre de 2012, les marchés financiers ont enregistré des performances plutôt positives. En parallèle, le volume des investissements nets s'est accru de plus de 53 milliards d'euros au cours de la même période. Par conséquent, la valeur nette d'inventaire (VNI) observée à la fin du mois de décembre s'est appréciée de près de 3% par rapport au niveau observé fin septembre 2012. Fin décembre, la VNI totale des fonds d'investissement s'élevait à 2 383 826 millions d'euros, ce qui représente une croissance de 13,7% par rapport au niveau observé à la fin décembre 2011.



Source : CSSF

Tableau 14 :

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 ^{1,2}	Variation des marchés financiers ^{2,3}	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
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		
2012										
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
oct.	3 868	13 479	288	2 329 649	21 127	-5 926	257 712	12,4	15 201	0,7
nov.	3 863	13 481	284	2 359 722	15 422	14 651	300 303	14,6	30 073	1,3
déc.	3 841	13 420	280	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7	24 104	1,0

Source: CSSF

¹ L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.² Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.³ Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

1.2.3.9.3 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 actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, 'hedge funds' et autres fonds) est présentée dans le tableau suivant.

Tableau 15

Evolution du total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement

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

	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
2012	1,011,961	713,103	572,209	43,800	27,505	61,806
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
octobre	992,766	695,542	569,491	44,079	28,343	66,527
novembre	1,006,945	704,789	569,271	44,737	27,713	63,623
décembre	1,011,961	713,103	572,209	43,800	27,505	61,806

Source: BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds depuis décembre 2008. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires, les fonds d'actions et les fonds mixtes représentent les catégories de fonds les plus importantes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie 'autres fonds' reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment et 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 quatrième trimestre, les fonds obligataires ont connu une croissance de 3,5%, poursuivant ainsi la progression régulière et constante enregistrée depuis le début de l'année 2012. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui progressé de 1,8% sur la période étudiée pour atteindre un encours de 713 103 millions d'euros à la fin du mois de décembre. A contrario, les actifs des fonds mixtes ont pour leur part marqué une pause, après avoir connu une croissance plus ou moins régulière au cours de l'année 2012. Enfin, les fonds immobiliers, les 'hedge funds', et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de 6,9%, -6,8% et -12,3% au cours du quatrième trimestre.

1.2.3.10 Les OPC monétaires**1.2.3.10.1 Le nombre de compartiments**

Fin décembre 2012, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 280 unités, en baisse de 10 unités par rapport au mois de septembre, poursuivant ainsi la lente érosion entamée depuis 2009.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 412 à 303 en raison d'un changement de définition⁴⁰.

1.2.3.10.2 La somme des bilans

Au cours du quatrième trimestre de 2012, la somme des bilans a diminué, passant de 239 810 millions d'euros à 223 788 millions d'euros. Depuis le début de l'année 2012, le total bilantaire des fonds monétaires affiche une tendance nettement baissière.

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 constituent un placement peu risqué et liquide. Le contexte de taux d'intérêt faibles et de baisse de l'aversion au risque au quatrième trimestre a ainsi exercé un impact négatif sur le bilan des OPC monétaires.

1.2.3.10.3 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 décembre 2012, le portefeuille de titres représentait 74,7% de l'actif, soit 167 093 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 23,3%, soit 52 067 millions d'euros. Au cours du quatrième trimestre de 2012, la diminution du total bilantaire s'est concrétisée par une contraction des créances bancaires (-10,0%) et du portefeuille de titres (-5,7%).

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 en regard des niveaux observés avant la crise financière de 2008 (environ 12% 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 16

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 ¹⁾
	12-2011	09-2012	12-2012	12-2011 - 12-2012		09-2012 - 12-2012		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances	75 586	57 850	52 067	-23 519	-31,1	-5 783	-10,0	23,3
Portefeuille titres	220 889	177 240	167 093	-53 796	-24,4	-10 147	-5,7	74,7
Autres actifs	6 221	4 720	4 628	-1 593	-25,6	- 92	-1,9	2,1
Total de l'actif	302 696	239 810	223 788	-78 908	-26,1	-16 022	-6,7	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

⁴⁰ Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.

Fin décembre 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 (83 823 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (51 106 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (31 498 millions d'euros).

Au cours du quatrième trimestre de 2012, le volume total des titres en portefeuille a baissé de 5,8%, reflétant ainsi principalement la baisse des titres émis par les établissements bancaires (-9,4%) et le secteur privé non bancaire (-4,8%).

En raison du changement de définition, les évolutions à un an doivent être analysées avec précaution. Toutefois, en dépit de ce changement, on note que le montant des titres émis par le secteur public s'est globalement stabilisé au cours de l'année précédente, alors que le montant des titres émis par le secteur bancaire a largement poursuivi la tendance baissière observée depuis le début de la crise financière, avec un encours en baisse de 41 187 millions d'euros entre décembre 2011 et décembre 2012.

Tableau 17

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contreparties ¹⁾

(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ²⁾
	2011/12	2012/09	2012/12	2011/12 - 2012/12		2012/09 - 2012/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Etablissements de crédit	125 010	92 557	83 823	-41 187	-32,9	-8 734	-9,4	50,4
Administrations publiques	56 306	51 040	51 106	-5 200	-9,2	66	0,1	30,7
Autres secteurs	38 648	33 085	31 498	-7 150	-18,5	-1 587	-4,8	18,9
Total	219 964	176 682	166 427	-53 537	-24,3	-10 255	-5,8	100,0

Source : BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des crédits

1.2.3.11 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 y afférents, les évolutions ont également été favorables sur l'ensemble de l'année 2011. Enfin, le secteur hôtel-restauration a affiché des résultats relativement plus modestes que ceux observés dans le transport, mais néanmoins en nette progression.

Les statistiques disponibles pour les trois premiers trimestres de l'année 2012 ne sont guères réjouissantes (sauf pour le commerce de détail). Les évolutions sur un an des chiffres d'affaires (CAs) se sont inscrites en baisse continue dans trois secteurs majeurs : le commerce et la réparation automobile, le commerce de gros et le transport aérien (voir tableau). De manière plus générale, les CAs ont en moyenne évolué de manière défavorable dans l'industrie des transports et des services auxiliaires des transports. La très bonne résistance du commerce de détail s'est poursuivie en 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 données provisoires indiquent que la baisse du CA dans le commerce de gros s'est poursuivie jusqu'en novembre 2012 (-5,4% sur un an), tandis que le commerce de détail continuait d'être soutenu par la vente par correspondance (VPC) et la vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS) – le CA est en hausse de 16,1% dans le commerce de détail, et de 3,8% dans le commerce de détail hors VPC et VCMS –. L'hôtellerie-restauration a pour sa part vu son CA progresser de 5,0%. Le CA du secteur transport hors aérien et terrestre a quant à lui reculé en glissement annuel en novembre : -48,1% pour le fluvial et -3,9% pour les services auxiliaires des transports, tandis que le terrestre et l'aérien enregistraient en octobre une hausse de 2,8% et 6,9% respectivement, sur un an. Rappelons que 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. Enfin, le chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile a enregistré une nouvelle baisse en novembre (-10,5%). Dans ce dernier secteur, le CA s'inscrit en recul continu depuis février 2012.

Dans le secteur automobile, les statistiques mensuelles d'immatriculations (voitures particulières et voitures à usage mixte) sont relativement volatiles depuis la fin de l'année 2010. Les immatriculations automobiles ont ainsi fortement progressé au quatrième trimestre 2012, mettant fin à un semestre décevant. Sur l'ensemble de l'année 2012, les immatriculations d'automobiles au Luxembourg se situent à un niveau de 50 398, soit supérieur de 1% à celui qui prévalait en 2011. Avec plus de 50 000 nouvelles immatriculations automobiles, le marché de l'automobile du Luxembourg a enregistré en 2012 sa quatrième meilleure performance depuis 1981, se rapprochant ainsi des sommets atteints avant la crise financière.

Avec une hausse de 1% de ses immatriculations automobiles enregistrées en 2012, le Luxembourg fait preuve d'une résistance certaine en comparaison avec la baisse observée dans l'Union européenne sur la même période (-8,2%) ou chez ses principaux partenaires économiques (-13,9% en France, -14,9% en Belgique et -2,9% en Allemagne sur la même période).

Plusieurs éléments associés à la relative bonne tenue en 2012 des statistiques d'immatriculations au Luxembourg méritent néanmoins d'être rappelés. Premièrement, la non-reconduction des primes CAR-e de 750 euros (pour les voitures dont les émissions ne dépassent pas 100 g de CO₂/km) et de 1 500 € (pour les voitures dont les émissions ne dépassent pas 90 g de CO₂/km) au-delà du 31 décembre 2012 pourrait expliquer en partie la forte hausse des immatriculations enregistrées au quatrième trimestre 2012. Le mois de décembre 2012 a ainsi été particulièrement fructueux (les immatriculations ayant progressé de 16,3% sur un an), tandis qu'en janvier 2013, le nombre d'immatriculations au Luxembourg a enregistré une baisse de 7,5% sur un an.

Notons que la prime de 5 000 € pour les voitures électriques ainsi que pour les voitures émettant moins de 60 g de CO₂/km comme par exemple les voitures hybrides « plug-in » a été reconduite en 2013. Néanmoins, il n'est pas garanti que les achats de tels véhicules (voitures électriques ou hybrides) parviennent à eux seuls à soutenir le marché automobile du Luxembourg.

Deuxièmement, les immatriculations effectivement enregistrées au Luxembourg peuvent in fine alimenter très rapidement le marché étranger. C'est le cas notamment des véhicules exportés par un distributeur après une courte période d'immatriculation au Luxembourg. Des délais de livraison – pour certains modèles de véhicules particulièrement côtés – moins longs au Luxembourg que chez ses proches voisins européens pourraient être à l'origine d'une progression soutenue des exportations. De même, le règlement 1400/2002 de la Commission Européenne, qui permet aux constructeurs d'imposer non seulement des critères qualitatifs mais aussi des critères quantitatifs – sur par exemple des

quotas de ventes à réaliser – pourrait inciter les distributeurs n’ayant pas atteint leurs quotas de vente à exporter des véhicules après qu’ils aient été immatriculés au Luxembourg. Ainsi, les statistiques montrent que sur l’ensemble de l’année 2012, le nombre de véhicules exportés après une période d’immatriculation inférieure à trois mois a progressé de 115%. Le phénomène s’est poursuivi en janvier 2013, avec une hausse de 146% sur un an de ce type de véhicules.

Troisièmement, il convient aussi de rappeler qu’une partie du parc automobile du Luxembourg est détenue par des frontaliers qui assument une partie de l’entretien de leur véhicule dans leur pays. De plus, il est peu probable que la demande des frontaliers se tourne vers des véhicules électriques ou hybrides. Au final, soulignons que les statistiques de CA des sociétés actives dans le commerce automobile (vente et réparations) fournissent aussi une indication de l’état du marché, peut-être plus objective que les seules immatriculations automobiles. Or, le CA dans le commerce et la réparation d’automobiles et de motocycles a enregistré une baisse moyenne de 7,5% sur les onze premiers mois de l’année 2012. Ce serait la seconde baisse enregistrée dans ce secteur depuis que les données sont disponibles (1995). La dernière baisse avait été enregistrée en 2009 (-10,8%), alors que les immatriculations automobiles reculaient de leur côté de 9,3%, les véhicules exportés après une période d’immatriculation inférieure à trois mois reculent alors de 44%.

Tous ces éléments conduisent à une prudence extrême quant à l’apparente bonne tenue des immatriculations automobiles au Luxembourg en 2012, qui s’explique en partie par l’accroissement des exportations et par la non-reconduction des primes concernant les véhicules non électriques et non-hybrides.

Tableau 18

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

	2010	2011	2012	2011-T3	2011-T4	2012-T1	2012-T2	2012-T3	2012-T4
Immatriculations de voitures	4,8	0,3	1,0	7,2	5,0	0,7	-0,2	-5,3	10,1
Commerce et réparation d’automobiles et de motocycles	4,4	7,5	-	10,2	8,3	-4,0	-6,3	-13,1	-
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	27,1	13,5	-	8,8	11,6	-8,8	-10,6	-11,3	-
Commerce de détail	12,7	14,7	-	13,0	15,2	12,9	10,6	13,4	-
Commerce de détail (corrige de l’effet VPC3 et VCMS4)	3,2	4,3	-	2,8	4,5	4,8	1,8	3,2	-
Hôtels et restaurants	2,3	4,5	-	3,3	3,5	3,9	1,7	2,2	-
Transport aérien	22,9	8,8	-	7,5	5,2	-3,8	-3,3	-0,0	-
Transport par eau	15,2	11,6	-	33,6	16,0	19,3	-25,9	-42,5	-
Transport terrestre	3,7	5,3	-	10,1	0,2	-1,0	1,2	-1,5	-
Services auxiliaires des transports	16,4	9,4	-	14,1	4,1	-3,3	-6,8	-11,1	-

Source : Statec

* En valeur.

1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs au Luxembourg, qui était orienté à la baisse depuis la mi-2011, a cessé de se dégrader depuis novembre 2012. La dernière enquête disponible date du mois de février 2013. Elle indique que l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg après correction des variations saisonnières s'est nettement amélioré en février, tout en demeurant significativement en-dessous de sa moyenne historique (estimée à 0).

Toutes les composantes de l'indicateur de confiance ont évolué de manière favorable en février, à l'exception des anticipations des ménages relatives à leur capacité d'épargner qui se sont uniquement stabilisées. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg se sont inscrites en très nette hausse en février, tandis que celles concernant le taux de chômage et leur situation financière s'améliorent plus modestement.

Les résultats des récentes enquêtes auprès des consommateurs du Luxembourg semblent à première vue encourageants. La majorité des composantes de l'indicateur de confiance a cessé de se dégrader depuis le mois de novembre 2012 et la confiance des consommateurs enregistré en février 2013 son quatrième mois consécutif de stabilisation ou de hausse. Dans la zone euro, la confiance des consommateurs est en progression depuis le mois de décembre 2012. Il n'en reste pas moins que dans la zone euro comme au Luxembourg, l'indicateur de confiance évolue depuis la fin 2011 en dessous de sa moyenne historique.

Chez nos principaux partenaires économiques, les indices de confiance affichent au cours de ces derniers mois des évolutions contrastées. En Allemagne, la confiance des consommateurs a certes cessé de se détériorer seulement en janvier 2013 mais, elle évolue depuis lors au-dessus de sa moyenne historique (contrairement à la France et la Belgique). En France, la confiance a au contraire reculé au cours des deux derniers mois (c'est à dire en janvier et février 2013). Enfin, la confiance des consommateurs a progressé de manière dynamique et ininterrompue depuis novembre 2012 en Belgique et, présentait une hausse cumulée de 8 points en février. Comme au Luxembourg, la composante de l'indicateur relative à la situation économique du pays a fortement progressé depuis novembre 2012 (+18 points). Il convient toutefois de rester prudent, compte-tenu de la conjoncture économique. Ces regains d'optimisme constatés en Belgique et au Luxembourg contrastent en effet avec les perspectives de croissance peu glorieuses dans la zone euro (voir section 1.1.8).

41 VPC : ventes par correspondance

42 VCMS : ventes de carburants en magasins spécialisés

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

Tableau 19

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		Indicateur de confiance des consommateurs	Anticipations sur les douze prochains mois			
			Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2011	février	2	-1	26	-5	41
	mars	5	0	18	1	39
	avril	6	-5	17	-4	50
	mai	8	2	13	-3	46
	juin	5	-2	18	-3	43
	juillet	5	-1	27	1	49
	août	0	-9	34	-3	45
	septembre	-1	-14	38	0	47
	octobre	-8	-24	46	-4	43
	novembre	-7	-29	42	-3	48
	décembre	-7	-27	40	-3	41
	2012	janvier	-3	-23	35	-3
février		-7	-22	40	-6	42
mars		-5	-21	42	-2	47
avril		-6	-24	40	-1	42
mai		-7	-24	46	-8	47
juin		-7	-21	48	-4	43
juillet		-3	-19	45	0	50
août		-8	-26	51	-3	47
septembre		-9	-26	48	-7	44
octobre		-15	-38	56	-11	46
novembre		-12	-37	48	-8	44
décembre		-12	-37	44	-9	43
2013	janvier	-11	-32	43	-8	39
	février	-7	-22	42	-5	39

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

La dernière publication des comptes nationaux trimestriels fait ressortir que le PIB réel a affiché au 3^{ème} trimestre de 2012, une contraction de 0,3% par rapport au trimestre précédent et de 0,1% par rapport au trimestre correspondant de l'année 2011.

Par ailleurs, le profil de croissance du PIB pour les trimestres antérieurs a été légèrement revu. La modification la plus conséquente concerne le premier trimestre de 2012 au cours duquel il ressort à présent que l'activité s'est contractée de 0,3% sur une base annuelle alors que la précédente version des comptes indiquait que l'activité économique avait progressé de 0,1%.

L'acquis de croissance pour l'année 2012 qui découle des données disponibles jusqu'à la fin du troisième trimestre est à présent de +0,2%.

La consommation des ménages et surtout la formation brute de capital se sont repliées par rapport au trimestre précédent pour le deuxième trimestre d'affilée (de respectivement -0,2% et -2,8%), tandis que la consommation publique a poursuivi sa progression (+1%) et que la croissance des exportations s'est accélérée à +1,6% (contre +1% au trimestre précédent).

En base annuelle, la consommation privée s'est affichée en repli pour la première fois depuis le dernier trimestre de 2009, tandis que les dépenses publiques ont progressé de 4,3%. À côté de cela, les exportations continuent à se replier à un rythme toutefois plus faible qu'au deuxième trimestre (-2,6% contre -4,1%) et sensiblement moindre que celui des importations (celles-ci se contractant de -4,8%). Par ailleurs, notons que si la formation brute de capital affiche un repli sensible sur base annuelle (-10,2%), cela s'explique en partie par un effet de base, lié aux investissements exceptionnels consentis au troisième trimestre de 2011.

Tableau 20:

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

(en pourcentage)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T3 2012	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T3 2012
Consommation privée	0,4	0,9	-1,3	-0,2	2,6	4,1	1,3	-0,1
Consommation publique	1,0	1,3	1,0	1,0	2,0	4,1	4,1	4,3
Formation brute de capital	-6,8	4,6	-5,2	-2,8	26,3	13,1	10,3	-10,2
Exportations	-0,5	-4,6	1,0	1,6	4,4	-4,7	-4,1	-2,6
Importations	-1,9	-2,4	-1,2	0,6	5,9	-0,9	-3,1	-4,8
PIB réel	-0,3	0,1	0,5	-0,3	-0,4	-0,3	0,9	-0,1
Emploi salarié	0,6	0,5	0,5	0,5	3,0	2,8	2,2	2,1
Emploi total	0,6	0,5	0,5	0,4	2,9	2,7	2,2	2,1
Rémunération moyenne par salarié	1,2	-0,1	0,0	-0,2	1,6	1,3	1,7	0,8
Productivité du travail	-0,9	-0,4	0,0	-0,7	-3,2	-3,0	-1,3	-2,0
Coût unitaire du travail	2,1	0,3	0,0	0,6	5,0	4,5	3,0	2,9

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)

Notons encore que la croissance annuelle de la rémunération par tête a décéléré, s'établissant à 0,8% (contre 1,7% au trimestre précédent), tandis que dans le même temps la productivité du travail a encore nettement reculé (-2,0%), en raison d'une progression assez soutenue de l'emploi malgré le repli de l'activité économique. Par conséquent, la progression des coûts salariaux unitaires demeure relativement dynamique, avec une croissance de +2,9% sur un an.

Au niveau sectoriel, on note une contraction de l'activité sur base trimestrielle dans l'ensemble des secteurs, hormis dans la branche des autres activités de services (+0,4%). En rythme annuel, l'activité économique est en repli dans tous les secteurs hormis dans la branche des « services immobiliers, de location et aux entreprises » (+3,4%) ainsi que dans la branche des « autres activités de services » (+3,6%). Le repli est particulièrement vif dans l'industrie (-7,3%), dans une moindre mesure dans le secteur commercial au sens large (-2,6%) et plus modeste dans les services financiers (-0,7%).

Tableau 21 :

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique
(en pourcentage)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T3 2012	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T3 2012
Agriculture, chasse et pêche	0.0	4.2	-4.0	0.0	-7.7	-7.4	-4.0	0.0
Industrie y compris énergie	-4.2	-0.2	-2.6	-0.4	-2.0	-6.8	-6.4	-7.3
Construction	0.0	0.0	-1.0	-1.0	-1.4	-4.3	-2.3	-1.9
Commerce, transports et communications	0.0	-1.0	-1.0	-0.6	1.4	1.6	-1.0	-2.6
Services financiers	-2.9	-0.2	3.0	-0.5	-8.3	-8.5	-1.2	-0.7
Services immobiliers, de location et aux entreprises	2.1	2.7	-0.5	-0.9	2.5	7.0	4.8	3.4
Autres activités de services	1.1	1.2	0.9	0.4	1.6	4.0	3.9	3.6

Sources : STATEC (aux erreurs d'arrondis près)

1.2.6 Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2012

Les projections de la BCL de décembre 2012 laissent augurer pour le Luxembourg une progression du PIB réel en 2012 se situant entre 0,2% et 0,8 %, tandis que la croissance anticipée pour 2013 se situait entre 0,0 % et 2,0 %. La quasi-stagnation observée depuis 2011 devait selon ces projections se prolonger au début de l'année 2013, avant que l'économie ne renoue graduellement avec la croissance. Il était 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 - risquant 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.

Les éléments d'information les plus récents suggèrent que les projections de décembre 2012, se caractérisant pour 2012 et 2013 par une croissance extrêmement réduite et très inférieure à sa moyenne historique, sont globalement affectées par des risques à la baisse. Un tel constat doit cependant être empreint de la plus grande prudence, tant l'environnement économique paraît incertain dans le présent contexte.

Etant donné sa très large ouverture, le poids important du secteur financier dans son économie et la prépondérance des économies de la zone euro dans ses marchés à l'exportation, il est logique de constater que la situation conjoncturelle au Luxembourg se soit détériorée lors des derniers mois de concert avec la dégradation du contexte international. Ainsi, l'évolution du PIB en volume au cours du 4^{ème} trimestre de 2012 s'est inscrite en baisse de 0,6% par rapport au trimestre précédent et de 0,9% par rapport au trimestre correspondant de l'année 2011 au sein de la zone euro. Il s'agit là pour la zone de la troisième diminution trimestrielle consécutive. En glissement trimestriel, le PIB en volume de la zone euro avait en effet accusé un recul de 0,1 % au troisième trimestre 2012, après s'être déjà contracté de 0,2 % au deuxième trimestre. La croissance en volume moyenne au cours de l'année 2012 se serait quant à elle établie à -0,5%. Pour mémoire, les projections de l'Eurosystème de décembre 2012 tablaient sur une croissance de cet ordre, s'établissant entre -0,6 et -0,4%.

Etant donné le niveau toujours faible des indicateurs de confiance par rapport à leur moyenne historique (voir le graphique 25), les perspectives à court terme de l'économie luxembourgeoise paraissent toujours relativement sombres. Si l'indicateur de confiance des consommateurs tend à se redresser ces derniers mois - en particulier sa composante « situation économique



Sources : Statec, BCL

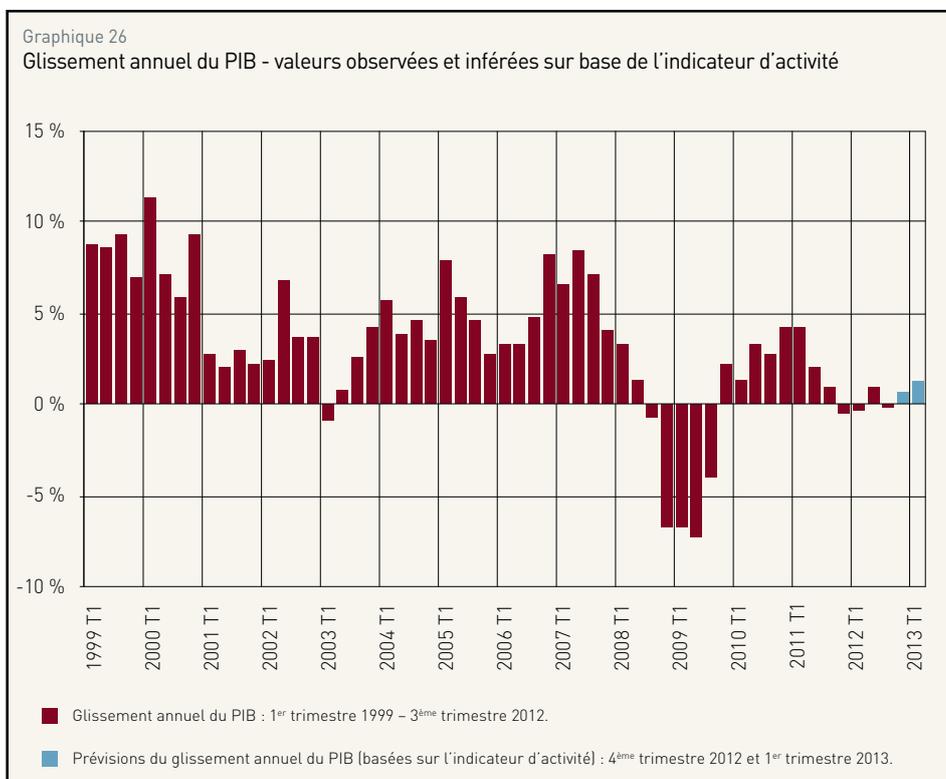
générale au Luxembourg » - il demeure toujours nettement inférieur à sa moyenne historique. Or un moral « déprimé » des agents économiques influence fortement l'évolution de la demande intérieure, comme en témoigne la baisse de la consommation des ménages et surtout la formation brute de capital, de respectivement -0,1% et -10,2% sur un an au troisième trimestre de 2012 selon les plus récents comptes nationaux.

Dans ce contexte économique peu porteur, la situation du marché du travail s'est sensiblement détériorée au cours des derniers trimestres. En effet, la croissance de l'emploi en rythme trimestriel, même si elle reste significativement positive, s'essouffle continuellement depuis le début de l'année 2012 et le nombre de personnes inscrites à l'ADEM affiche en janvier 2013 une hausse de près de 12% sur un an. La poursuite voire même une éventuelle accélération de ce ralentissement constitue un important facteur de risque pour l'évolution de l'activité économique luxembourgeoise, eu égard notamment au sensible décrochage de la productivité apparente observé depuis le déclenchement de la crise économique et financière.

L'indicateur d'activité de la BCL vient confirmer ces constats mitigés. D'après les calculs effectués à l'aide de cet indicateur, qui intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles et repose sur une centaine de séries, le PIB en volume en rythme trimestriel demeurerait globalement inchangé au 4^{ème} trimestre de 2012 par rapport au trimestre précédent. La croissance en moyenne annuelle pour l'année 2012 s'établirait dès lors vers le bas de la fourchette retenue lors des projections macroéconomiques de la BCL de décembre 2012, la fourchette de ces dernières pour l'année 2012 étant 0,2 - 0,8% comme indiqué supra. Le glissement annuel du PIB au premier trimestre 2013 (croissance du PIB au premier trimestre 2013 par rapport au premier trimestre 2012) pourrait quant à lui s'établir entre 0,1% et +2,3% au premier trimestre 2013, ce qui est compatible avec une croissance trimestrielle (1er trimestre 2013 par rapport au 4^{ème} trimestre 2012) de 0,7%. Il en résulterait un acquis de croissance

calculé à l'issue du premier trimestre de 2013 de l'ordre de 1% pour cette année 2013, ce qui est techniquement compatible avec les dernières projections de la BCL. Pour rappel, les projections de la BCL de décembre 2012 laissaient augurer une croissance se situant pour le Luxembourg entre 0 et 2% en 2013.

Deux remarques s'imposent cependant. En premier lieu, les comptes de profits et pertes des établissements de crédit révèlent un affaissement du produit bancaire (apuré des « autres revenus nets ») au cours du quatrième trimestre de 2012. Cet affaissement se serait opéré tant par rapport au trimestre précédent que par rapport au trimestre correspondant de l'année 2011. En second lieu, l'environnement international du Luxembourg ne s'est pas



Sources : Statec, calculs Bcl

significativement amélioré au cours des derniers mois et les perspectives de croissance dans la zone euro sont toujours très maussades. Selon Eurostat, le PIB de la zone euro s'est replié de 0,6% au quatrième trimestre 2012, portant la croissance en moyenne annuelle de la zone euro pour l'ensemble de l'année 2012 à -0,5%. Pour 2013, les prévisions de croissance de mars 2013 de la BCE pour la zone euro ont été légèrement revues à la baisse par rapport aux projections de décembre 2012 de l'Eurosystème et la croissance devrait demeurer négative en 2013. Aussi, un aléa à la baisse pèse sur nos projections de décembre 2012 concernant la croissance au Luxembourg en 2012 et en 2013.

1.2.7 Le commerce extérieur

Le déficit du commerce extérieur a poursuivi son aggravation en atteignant un niveau record de 7,9 milliards d'euros sur toute l'année 2012 (+16% par rapport à l'année 2011), après avoir déjà culminé à 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'atonie de l'activité économique dans la zone euro ayant occasionné une forte contraction des exportations luxembourgeoises. Celles-ci ont en effet chuté de 9,8% à 10,9 milliards d'euros sur toute l'année 2012. En revanche, soutenues par l'acquisition de deux nouveaux aéronefs et d'un satellite ainsi que par la hausse des fournitures de produits pétroliers, les importations n'ont baissé que très légèrement (-0,6%) en atteignant 18,8 milliards en 2012.

Les indices moyens des prix montrent une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation (+5% en 2011 et -2,5% sur les trois⁴³ premiers trimestres 2012) par rapport aux importations (+9% en 2011 et +2% sur les trois premiers trimestres 2012). En conséquence, les termes de l'échange ont poursuivi leur détérioration [-4,2% sur les trois premiers trimestres 2012, après -3,6% 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, sur les trois premiers trimestres 2012, ils montrent une importante chute des volumes à l'exportation (-8%) par rapport aux volumes à l'importation (-2,4%).

Au cours de l'année 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 la seconde moitié de l'année 2011 en enregistrant même un recul au dernier trimestre 2011 (-2%). Sur toute l'année 2012, suite à la contraction de la demande émanant des pays de la zone euro, les exportations de produits sidérurgiques ont chuté de 14,6%. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique d'ailleurs que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de 70% des exportations luxembourgeoises, ont reculé de 11,5% sur toute l'année 2012. Les exportations à destination d'Amérique (États-Unis essentiellement) ont également largement baissé (-20%) en 2012, après avoir fortement progressé en 2011 (+45%). Les livraisons vers l'Asie ont par contre poursuivi leur progression (+22% en 2012, après +11% en 2011).

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 29% sur toute l'année 2011 et de 9% en 2012. De même, avec des taux de croissance de 22% sur toute l'année 2011 et de 15% en 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 (83% de toutes les importations) se sont accrues de 12% sur toute l'année 2011 mais ont reculé de 4% en 2012. Sous l'effet notamment d'acquisition d'aéronefs évoqués ci-dessus, les importations en

43 A la date d'arrêté de ce Bulletin, les données du quatrième trimestre 2012 sur les indices des prix et des volumes n'étaient pas disponibles.

provenance des Etats-Unis se sont une nouvelle fois accrues largement en 2012, après la forte progression de 2011.

Tableau 22:

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	10,177.6	4,0 %	14,399.4	5,3 %	-4,221.8	8,5 %
2006	11,144.1	9,5 %	15,714.7	9,1 %	-4,570.6	8,3 %
2007	11,945.9	7,2 %	16,470.5	4,8 %	-4,524.6	-1,0 %
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 %
1 ^{er} trim.	3,155.4	25,5 %	4,435.7	19,9 %	-1,280.4	8,2 %
2 ^e trim.	3,071.2	9,6 %	4,623.0	2,5 %	-1,551.8	-9,2 %
3 ^e trim.	3,015.0	12,3 %	4,810.0	25,6 %	-1,795.0	56,9 %
4 ^e trim.	2,823.1	1,4 %	5,031.9	14,8 %	-2,208.8	38,0 %
2012	10,879.5	-9,8 %	18,795.6	-0,6 %	-7,916.1	15,8 %
1 ^{er} trim.	2,923.4	-7,4 %	4,663.5	5,1 %	-1,740.1	35,9 %
2 ^e trim.	2,736.6	-10,9 %	4,683.0	1,3 %	-1,946.4	25,4 %
3 ^e trim.	2,651.4	-12,1 %	4,449.4	-7,5 %	-1,798.0	0,2 %
4 ^e trim.	2,568.2	-9,0 %	4,999.7	-0,6 %	-2,431.5	10,1 %

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Le compte courant

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 1,9 milliard d'euros sur les trois premiers trimestres de 2012, contre 2,4 milliards d'euros sur la même période de 2011. Cette importante détérioration (-21%) du surplus courant provient d'une aggravation des déficits structurels de la balance des marchandises et de celle des revenus. L'amélioration du surplus de la balance des services et la résorption du déficit des transferts courants n'ont toutefois pas suffi à neutraliser les évolutions négatives des marchandises et des revenus, entraînant ainsi la baisse sensible de l'excédent courant.

Dans la balance des marchandises, l'importante hausse (+22%) du déficit, qui a totalisé 4,7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2012, résulte d'une forte contraction des exportations de biens (-9%) par rapport aux importations (-0,7%, voir section ci-dessus). L'accroissement du déficit des revenus, qui atteint 10 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2012, est dû à la fois à une hausse de 5% de la rémunération nette des frontaliers et surtout à une importante hausse (22,6%) des dividendes attribués aux investisseurs non-résidents. Par contre, le déficit des transferts courants s'est résorbé de plus de la moitié (à 360 millions d'euros), suite notamment au niveau relativement bas du taux de refinancement qui a entraîné une 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 (+7%) de son excédent, qui a atteint 17 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2012. Dans les différentes catégories de services, de fortes baisses ont toutefois été observées dans le surplus du transport des marchandises (-18%) et dans le surplus des voyages (-9%). 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 reparties à la hausse, enregistrant une croissance positive (+4% à 11,5 milliards sur les trois premiers trimestres de 2012). Toutefois, en comparaison avec le taux de progression de 8% enregistré sur les trois premiers trimestres de 2011, la croissance de l'excédent des services financiers s'est nettement ralentie sur la même période de 2012. Ce ralentissement est imputable à l'incertitude accrue sur les marchés financiers. Les turbulences sur les marchés ne se sont toutefois pas traduites par une baisse de la valeur des actifs détenus par les OPC, valeur dont sont largement tributaires les commissions financières et les frais de gestion perçus par les déposataires résidents des OPC. Par ailleurs, l'investissement net en parts d'OPC est resté positif sur cette période. Cette évolution favorable du secteur des OPC, dont la valeur des actifs financiers et les nouvelles souscriptions constituent une importante base de perception de commissions financières, a donc largement contribué à la croissance positive du surplus des services financiers. Les surplus des autres services, en particulier les assurances, les services audiovisuels et les autres services aux entreprises (audit et conseil), ont également connu une évolution positive.

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 40 milliards et de 137 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2012. Ces entrées nettes ont été totalement compensées par des sorties nettes dans les autres investissements (crédits et dépôts classiques).

Les entrées nettes de 137 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 investi 72 milliards d'euros dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) sur les trois premiers trimestres de 2012 contre 28 milliards sur la même période de 2011. En ce qui concerne les titres de créance, les non-résidents ont investi 118 milliards dans les titres luxembourgeois, correspondant en grande partie aux émissions obligataires du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF). De leur côté, les résidents ont continué à se détourner des actions étrangères ainsi que des instruments de dette à court terme. Ils ont ainsi réalisé des ventes nettes d'actions à concurrence de 2,5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2012, contre des ventes nettes de 12,8 milliards sur la même période de 2011. De même, ils ont désinvesti dans les instruments du marché monétaire à concurrence de 13 milliards sur les trois premiers trimestres de 2012, contre 11 milliards sur la même période de 2011. Les résidents ont en revanche poursuivi leurs placements dans les obligations étrangères (69 milliards sur les trois premiers trimestres de 2012, contre 18 milliards sur la même période de 2011).

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les sorties nettes de 181 milliards sont liées en grande partie (167 milliards) à une hausse des avoirs nets des autres secteurs (incluant les prêts du FESF) et accessoirement (10 milliards) à une baisse des dépôts des IFMs.

Tableau 23:

Balance des paiements du Luxembourg

Unité: Million EUR	Janvier - septembre 2011			Janvier - septembre 2012		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	144 888	142 488	2 400	163 234	161 349	1 885
Marchandises	10 294	14 158	-3 864	9 334	14 063	-4 729
Services	38 191	22 162	16 029	41 019	23 855	17 165
Revenus	92 510	101 521	-9 011	108 768	118 960	-10 191
Transferts courants	3 893	4 646	-754	4 113	4 472	-360
COMPTE DE CAPITAL	27	174	-147	31	207	-176
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER 2)			-2 151			-1 220
Investissements directs 3)	-125 753	146 765	21 013	-33 700	74 217	40 517
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-95 929	137 734	41 805	-26 018	84 141	58 123
Autres opérations, Prêts intragroupes	-29 824	9 031	-20 793	-7 682	-9 924	-17 607
Investissements de portefeuille	5 972	41 397	47 369	-53 270	190 271	137 001
Titres de participation	12 809	28 625	41 434	2 528	72 082	74 610
Titres de créance	-6 837	12 772	5 935	-55 798	118 189	62 391
Produits financiers dérivés			8 733			2 414
Autres investissements	-224 166	145 005	-79 161	-196 642	15 530	-181 112
Avoirs de réserve			-105			-38
ERREURS ET OMISSIONS			-102			-489

Sources : BCL/STATEC

¹ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.² Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie. Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une augmentation, un signe positif une diminution.³ Pour les investissements directs, les avoirs se réfèrent aux investissements directs à l'étranger et les engagements aux investissements directs au Luxembourg.**1.2.9 La position extérieure globale**

Par rapport au deuxième trimestre de 2012, les avoirs financiers extérieurs bruts du Luxembourg ont progressé de 89 milliards d'euros, pour atteindre 5 748 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre de 2012. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger se sont accrus de 85 milliards, une hausse inférieure à celle des avoirs extérieurs, en s'établissant à 5 715 milliards d'euros à fin septembre 2012. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi améliorée de 4 milliards d'euros, en atteignant 33 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2012. Cette amélioration de la position extérieure résulte d'un effet positif de valorisation (3,3 milliards) et d'un effet positif de flux (0,6 milliard) dans une moindre mesure.

Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est légèrement contracté, de 2 milliards à 152 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2012. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) a progressé de 14 milliards, à 259 milliards d'euros tandis que celui des produits dérivés a reculé de 1 milliard, à 13 milliards. Le déficit d'investissements de portefeuille s'est quant à lui aggravé de 7 milliards, en atteignant 392 milliards fin septembre 2012.

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 2 351 milliards d'euros fin septembre 2012, enregistrant une hausse de 6 milliards par rapport à fin juin 2012. Les flux de nouveaux investissements (7 milliards) ont en effet été amputés par un léger effet négatif de valorisation (-0,4 milliard). De même, le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit à 2 198 milliards d'euros fin septembre 2012, soit une hausse de 8 milliards (dont 23 milliards de nouveaux flux entrants et -15 milliards d'effet négatif de valorisation). Tant les flux que les encours d'investissements directs se concentrent à plus de 90% sur les sociétés de participations financières. Le poids de ces sociétés est lié à la restructuration ou à la réorganisation interne des grands groupes internationaux à des fins notamment d'optimisation fiscale.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est accrue de 7 milliards pour atteindre un déficit de 392 milliards d'euros fin septembre 2012. Les flux financiers nets ont eu un impact très modeste (les sorties de capitaux étant presque équivalentes aux entrées). La valeur des titres étrangers détenus par les résidents s'établit à 2 253 milliards d'euros fin septembre 2012 contre 2 161 milliards fin juin 2012. Cette hausse de 92 milliards entre les deux périodes s'explique à la fois par un effet-flux positif (acquisitions nettes à concurrence de 39 milliards) et par un effet positif de revalorisation (54 milliards ou 2% de l'encours initial). Du côté des engagements, les titres luxembourgeois ont subi un effet-flux positif tant pour les titres de créance (achats nets de 13 milliards) que pour les titres de participation (achats nets de 26 milliards). De même, les effets de valorisation se sont avérés positifs dans l'ensemble pour les titres luxembourgeois (+60 milliards ou 2% de l'encours initial). La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'établit ainsi à 2 646 milliards fin septembre 2012, contre 2 546 milliards fin juin 2012. Dans l'ensemble, les effets flux et les effets de valorisation ont accru la valeur des titres luxembourgeois (+100 milliards) détenus par les non-résidents tout en accroissant dans une proportion inférieure (+92 milliards) la valeur des titres étrangers détenus par les résidents, contribuant ainsi à la hausse (7 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 14 milliards à 259 milliards fin septembre 2012. Cet accroissement résulte d'un effet flux largement positif (+19 milliards) amputé partiellement par un effet négatif de change (-5 milliards). L'encours de créances, qui a atteint 1 077 milliards fin septembre 2012, s'est réduit de 6 milliards, les nouveaux flux (10 milliards) ayant été entièrement compensés par des effets négatifs de change (-16 milliards). L'encours d'engagements recule davantage (-20 milliards, suite à la fois à des effets flux et des effets de valorisation négatifs) en atteignant 818 milliards fin septembre 2012. A la fin du troisième trimestre 2012, la position créditrice de toutes les institutions financières monétaires s'établit à 195 milliards, dont 120 milliards correspondent à la contribution de la BCL (solde TARGET en grande partie).

Tableau 24:

Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg

(en milliards EUR)

	Encours à fin 2012Q2 ²	Flux de balance de paiement ¹	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ¹	Encours à fin 2012Q3 ²
Position extérieure nette	28,8	0,6	3,3	32,7
Avoirs extérieurs bruts	5 658,9	51,8	37,0	5 747,7
Engagements extérieurs bruts	5 630,0	51,2	33,7	5 715,0
Investissements directs	154,4	-16,3	14,5	152,5
Luxembourgeois à l'étranger	2 344,1	7,1	-0,4	2 350,8
Etrangers au Luxembourg	2 189,8	23,4	-14,9	2 198,3
Investissements de portefeuille	-384,8	-0,6	-6,8	-392,2
Titres étrangers	2 161,2	38,6	53,7	2 253,5
Titres de participation	837,0	3,1	37,8	877,9
Titres de créance	1 324,2	35,5	15,9	1 375,6
Titres luxembourgeois	2 546,0	39,2	60,5	2 645,6
Titres de participation	2 110,9	26,3	56,9	2 194,1
Titres de créance	435,1	12,8	3,6	451,5
Produits dérivés	13,7	5,8	-6,9	12,6
Créances	70,3	3,8	-8,0	66,0
Engagements	56,6	-2,0	-1,2	53,4
Autres investissements	244,8	19,3	-5,2	259,0
Créances	1 082,5	10,0	-15,8	1 076,7
Engagements	837,7	-9,4	-10,7	817,7
Avoirs de réserve	0,79	0,00	0,00	0,79

Source : BCL

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

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

1.2.10 Les comptes financiers

Le terme générique 'comptes financiers' englobe les comptes de patrimoine, les transactions en termes d'actifs et passifs 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 domestiques⁴⁴ et du reste du monde. Ces actifs et passifs sont répartis par instrument financier⁴⁵. 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

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

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

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

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 25:

Evolution du patrimoine financier net des ménages luxembourgeois^{1,2}

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

	06-2010	06-2011	06-2012	Transactions	Autres variations	09-2012
Actifs financiers	54,329	54,313	57,050	136	845	58,031
Numéraire et dépôts	27,055	28,091	30,172	74	-9	30,237
Titres autres qu'actions	8,272	6,565	6,486	10	60	6,556
Crédits	276	269	253	-2	0	251
Actions et autres participations	11,923	11,741	11,548	-280	709	11,977
<i>dont: Actions cotées</i>	2,138	2,346	2,177	40	139	2,356
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	4,335	4,295	4,623	-372	451	4,701
<i>dont: Parts d'OPC</i>	5,450	5,101	4,749	51	120	4,920
Provisions techniques d'assurance	6,802	7,647	8,592	333	85	9,010
Passifs financiers	20,307	22,060	23,614	391	0	24,005
Crédits	20,307	22,060	23,614	391	0	24,005
<i>dont: Court terme (moins d'un an)</i>	928	914	998	25	0	1,023
<i>dont: Long terme (plus d'un an)</i>	19,379	21,147	22,616	366	0	22,982
Patrimoine financier net	34,021	32,252	33,436	-256	845	34,026

Sources : STATEC / BCL

¹ Y inclus les institutions sans but lucratif au service des ménages² Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Ils peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

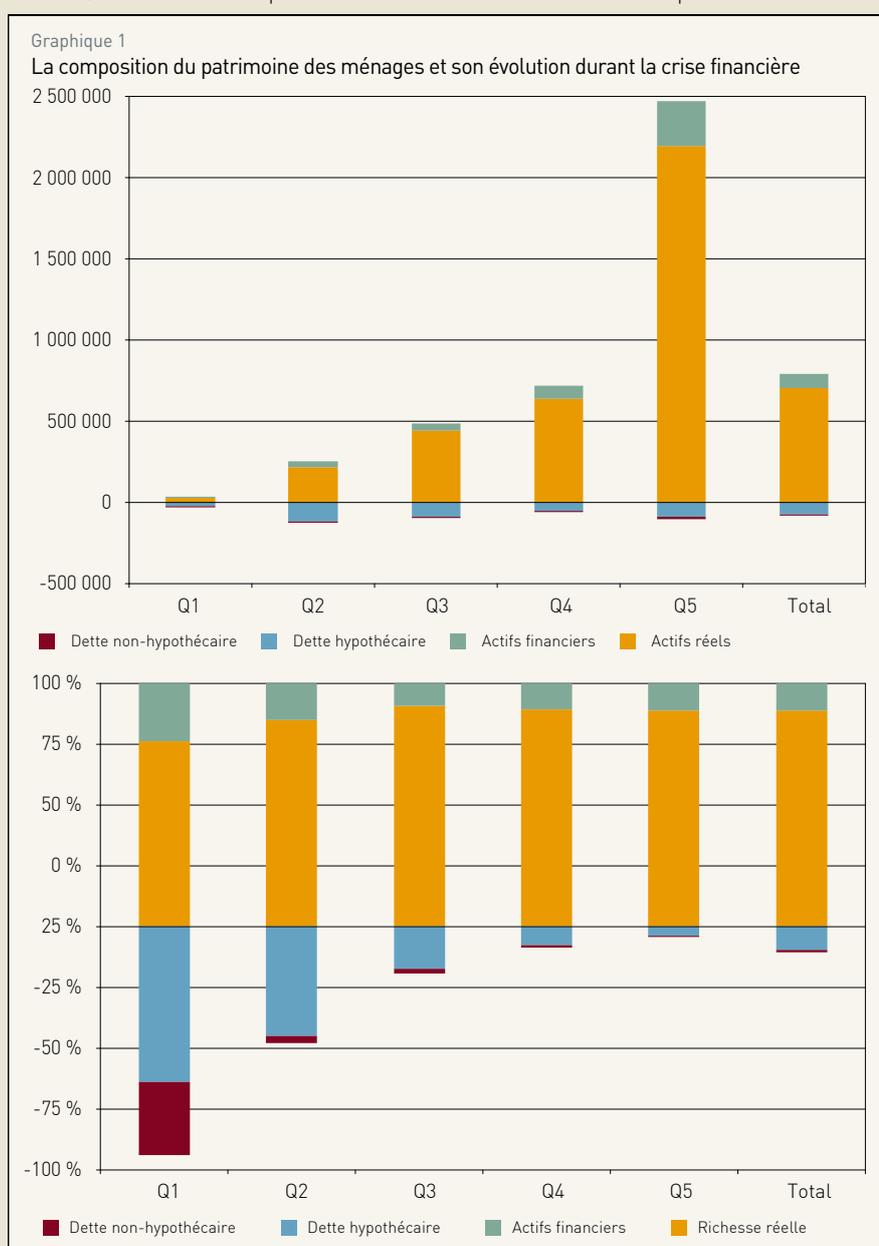
Les actifs des ménages luxembourgeois sont majoritairement composés de numéraire et dépôts (52 % du total fin septembre 2012) et d'actions, parts d'OPC et autres participations (21 %). Au cours du troisième trimestre de 2012, les transactions en termes de 'provisions techniques d'assurance' ont affiché une nette progression (333 millions d'euros), alors que les investissements nets en 'actions non cotées et autres participations' enregistraient un recul de 372 millions d'euros. Au cours du trimestre sous revue, les effets de marché se sont avérés positifs pour presque tous les instruments. Au final, les avoirs totaux ont augmenté, passant de 57 050 millions d'euros en juin 2012 à 58 031 millions d'euros en septembre 2012.

Les engagements des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent la grande majorité. Au cours du troisième trimestre de 2012, l'encours des crédits 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 256 millions d'euros au cours du troisième trimestre de 2012, les dettes ayant augmenté plus rapidement que les actifs. Ce déficit a été plus que compensé par un effet de marché favorable de 845 millions d'euros. Au total, la valeur du patrimoine financier net s'est accrue au cours de la période sous revue, passant de 33 436 millions d'euros fin juin à 34 026 millions d'euros fin septembre 2012.

LA COMPOSITION DU PATRIMOINE DES MÉNAGES ET SON ÉVOLUTION DURANT LA CRISE FINANCIÈRE

Cet encadré analyse le portefeuille des ménages résidant au Luxembourg et les ajustements qu'ils y ont apporté pendant la crise. À cette fin, nous nous servons de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages (Luxembourg Household Finance and Consumption Survey ou LU-HFCS) menée par la BCL et le CEPS / INSTEAD en 2010/2011⁴⁶. Cette enquête se concentre sur les caractéristiques socio-économiques des ménages, leur revenu et leur



Source : enquête LU-HFCS de la BCL et CEPS/INSTEAD; Calculs basés sur données pondérées et à imputation multiple.

46 Voir Mathä, Porpiglia et Ziegelmeyer (2012) et l'encadré au bulletin BCL 2012/1.

patrimoine, mais contient également quelques questions sur leur réaction à la crise. Dans certains cas, il est possible de comparer les réponses à celles des ménages allemands recueillies lors de l'enquête SAVE en début de l'été 2009 (Börsch-Supan et al., 2009) ou des ménages belges lors de l'enquête HFCS (Du Caju, 2012). Il convient de souligner que les données reposent sur les réponses fournies par les ménages interrogés. Elles sont donc subjectives et potentiellement sujettes à un biais.

Selon 51% des ménages luxembourgeois, leur patrimoine net n'a pratiquement pas changé entre 2008 et 2010. Une augmentation a été signalée par 33% des ménages et une diminution par 16%. Toutefois, la crise n'est qu'une des explications possibles de ces évolutions. Le patrimoine des ménages est souvent plus dépendant de l'évolution des revenus ou des décisions d'épargne et de consommation. En tout cas, les réponses sont comparables à celles des ménages allemands, dont 20% ont attribué une diminution du patrimoine à la crise en 2008 (Börsch-Supan et al., 2009, section 4.1). En moyenne, les ménages allemands ont déclaré une perte de près de €2500. Parmi les ménages allemands déclarant

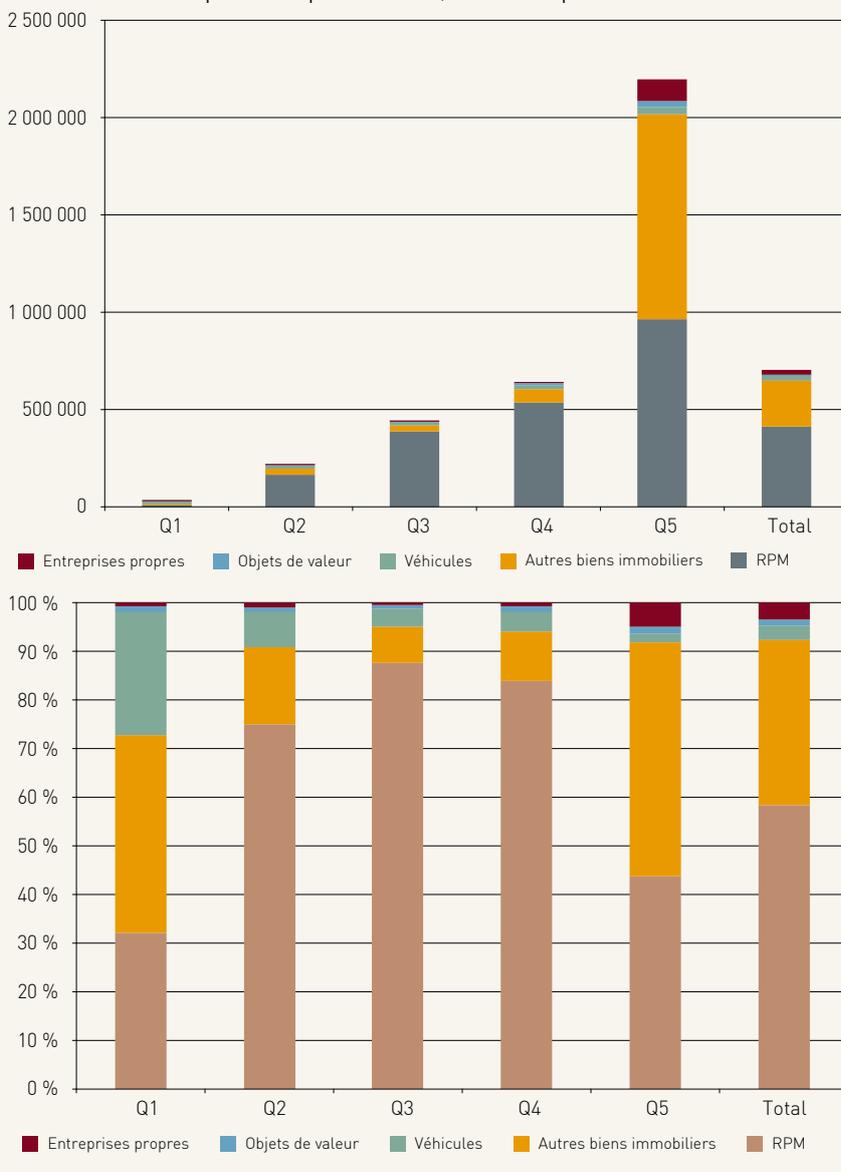
une perte, la valeur médiane de cette dernière était de €5 000. Concernant les anticipations pour 2010-2012, 70% des ménages luxembourgeois s'attendaient à une stabilité relative de leur patrimoine, 10% s'attendaient à une diminution et 20% à une augmentation. Selon Du Caju [2012], 65% des ménages belges anticipent une stabilité du patrimoine, 10% une diminution et 25% une augmentation.

Les graphiques suivants décomposent le portefeuille séparément pour les ménages en fonction des différents quintiles de patrimoine net (situation fin 2010 / début 2011). Le graphique 1 décompose le patrimoine total en quatre catégories : actifs financiers, actifs réels, dettes hypothécaires et dettes non-hypothécaires. Le patrimoine brut (avant exclusion des dettes) augmente de €34 000 en moyenne pour les ménages du premier quintile (Q1) à €2 471 000 en moyenne pour les ménages du cinquième quintile (Q5).

Les actifs financiers augmentent de €8 000 en Q1 à €275 000 en Q5. Cependant, les actifs réels sont la composante la plus importante à chaque niveau du patrimoine. Ils s'établissent à €26 000 en moyenne pour les ménages en Q1 et €2 196 000 pour ceux en Q5. En termes relatifs, les actifs réels représentent 91% du patrimoine des ménages en Q3. La dette totale équivaut à 94% des actifs totaux parmi les ménages les plus modestes (Q1). En revanche, parmi ceux au patrimoine net le plus élevé (Q5), la dette totale ne représente que 4% des actifs totaux. La dette non-hypothécaire représente plus de 1/3 de la dette totale en Q1, mais beaucoup moins pour les ménages dans les autres quintiles du patrimoine net.

Le graphique 2 décompose les actifs réels en cinq catégories : résidence principale du ménage (RPM), autres biens immobiliers, objets de valeur, véhicules et entreprises propres. La résidence principale représente 32% des actifs réels en moyenne pour les ménages du premier quintile et atteint un pic à 88% au troisième quintile, avant de décliner (en termes relatifs) pour les ménages plus aisés. Les autres biens immobiliers représentent 48% des actifs réels parmi les ménages en

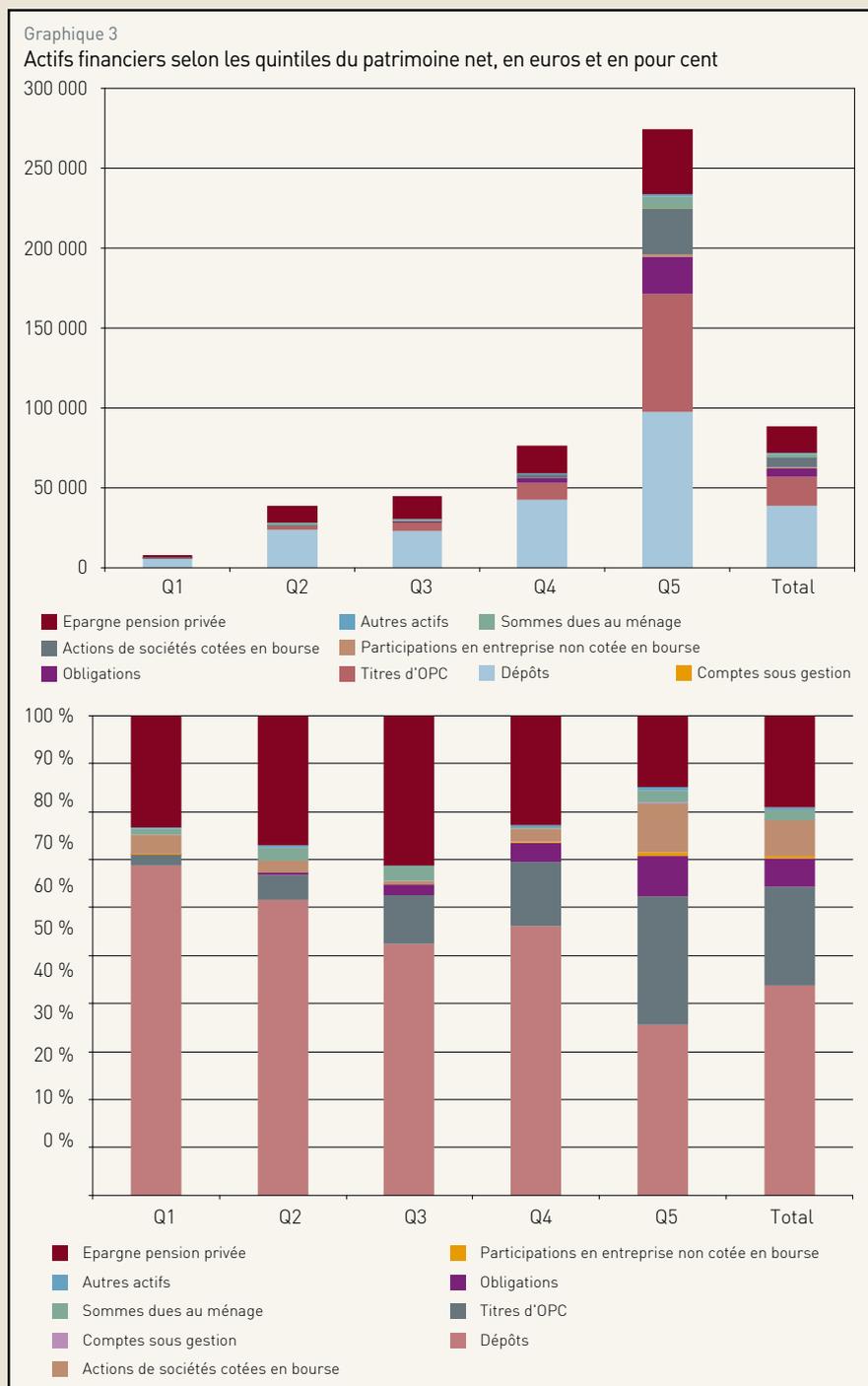
Graphique 2
Actifs réels selon les quintiles du patrimoine net, en euros en pourcent



Source: enquête LU-HFCS de la BCL et CEPS/INSTEAD; Calculs basés sur données pondérées et à imputation multiple.

Q5. La part des entreprises propres est également la plus élevée en Q5 (5%). Enfin, les véhicules représentent 25% des actifs réels parmi les ménages les plus modestes (Q1).

Le graphique 3 décompose les actifs financiers en neuf catégories : l'épargne-pension privé, les autres actifs, les sommes dues au ménage, les comptes sous gestion, les actions de sociétés cotées en bourse, les participations en entreprises non cotées, les obligations, les titres d'OPC, les dépôts.



dues au ménage, les comptes sous gestion, les actions de sociétés cotées en bourse, les participations en entreprises non cotées, les obligations, les titres d'organismes de placement collectif (OPC), les dépôts. La catégorie la plus importante sont les dépôts (y compris les dépôts à vue et comptes d'épargne). Ils représentent 69% des actifs financiers pour les ménages plus modestes (Q1) et 36% pour les plus aisés (Q5). L'épargne-pension privée représente 23% des actifs financiers en Q1, 31% en Q3 et seulement 15% en Q5. La part des titres d'OPC et des actions augmente avec le quintile, passant de 6% au Q1 à 37% au Q5. Les obligations ne jouent un rôle important que pour les ménages plus aisés : 2% des actifs financiers pour les ménages au Q3, 4% au Q4 et 8% en Q5.

L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages a été menée pour la première fois au Luxembourg en 2010/2011. Afin d'éclairer la situation antérieure, une question supplémentaire invite les ménages à identifier la catégorie d'actifs qui représentait la plus importante part de leur patrimoine deux ans auparavant (2008/2009). Comme indiqué au tableau 1, certains ménages ont déclaré ne pas avoir possédé d'actifs en 2008/2009 (31% en Q1, diminuant jusqu'à 4% en Q5). Conformément au graphique 3, la part des dépôts auprès d'institutions financières est également

Source: enquête LU-HFCS de la BCL et CEPS/INSTEAD; Calculs basés sur données pondérées et à imputation multiple.

plus faible parmi les ménages au patrimoine net plus élevé en 2011/2012 (51% au Q1 et seulement 16% au Q5). D'autre part, conformément au graphique 2, la part des biens immobiliers (y compris les fonds de placement immobilier) augmentent de 6% au Q1 jusqu'à 72% au Q5.

Tableau 1 :

Catégorie d'actifs la plus importante en 2008/2009 selon la quintile du patrimoine net en 2010/2011, en pour cent

	Quintile de patrimoine net					Total
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	
Comptes dans des organismes financiers	51	39	23	19	16	30
Actions et fonds de placement en actions	1	3	2	1	4	2
Obligations d'État et fonds de placement en obligations non spéculatifs	0	1	0	0	0	0
Autres titres	0	0	1	0	1	1
Biens immobiliers	6	39	64	64	72	49
Entreprises privées et participations dans des entreprises privées non cotées	0	2	0	1	2	1
Autres actifs réels	10	4	0	1	0	3
Aucun ou aucune autre	31	12	9	13	4	14
Total	100	100	100	100	100	100

Source : enquête LU-HFCS de la BCL et CEPS/INSTEAD; Calculs basés sur données pondérées et à imputation multiple.

Comment les ménages ont-ils réagi à la crise? Combien ont-ils activement ajusté leur portefeuille? Pour élucider ces points, le questionnaire demande: «En gros sur les deux dernières années, est-ce que vous ou votre ménage avez transféré des fonds d'une de ces catégories d'actifs à une autre?» Pour 18% des ménages cette question ne s'applique pas, vu qu'ils ont déclaré ne pas posséder d'actifs. Pour les autres, seulement 14% ont transféré des fonds entre différents type d'actifs (86% n'ont apporté aucune modification à leur portefeuille). Par rapport à la population totale, la part des ménages qui ont activement ajusté leur portefeuille est de 11%. En Allemagne, 8% des ménages qui ont déclaré avoir réagi ainsi (Börsch-Supan et al., 2009). Cependant, il faut garder à l'esprit que l'enquête SAVE a été menée au début de l'été 2009 et donc couvre une période plus limitée de la crise.

Parmi les ménages qui ont ajusté leur portefeuille, 67% ont retiré des fonds de leurs dépôts auprès d'institutions financières. Ceci pourrait être associé aux pressions financières subies par certaines de ces institutions lors de la crise. Même des actifs normalement considérés comme des placements à faible risque ont été perçus comme très risqués à cause du danger de faillite de certaines institutions financières.

Par ailleurs, 23% des ménages ont déclaré avoir retiré des fonds de leurs placements en actions ou OPC. Cette catégorie d'actifs financiers a souffert de pertes importantes au cours de la crise. Par exemple, les indices Euro Stoxx 50 et DAX ont perdu autour de 50% de leur valeur entre 2007 T2 et 2009 T1. Entre les ménages allemands qui ont déclaré que leurs actions ou parts d'OPC ont perdu de la valeur, seulement 25% ont vendu à cette occasion (Börsch-Supan et al., 2009). Quant aux autres catégories d'actifs, une part plus limitée des ménages luxembourgeois déclarent avoir liquidé ces placements avec une perte.

Pour 40% des ménages luxembourgeois, ces fonds ont été réinvestis dans des dépôts auprès d'autres institutions financières, qui ont été moins touchées par la crise. Pour 28% des ménages, ces fonds ont été placés en actifs réels. Seulement 14% des ménages ont choisi des actions ou des parts d'OPC. Selon le moment de l'achat, ces ménages pourraient même avoir réalisé des bénéfices, vu le bon comportement des valeurs boursières en 2009. Enfin, 10% des ménages n'ont pas réinvesti les fonds retirés, mais déclarent les avoir dépensés. Le tableau 2 donne un aperçu des mouvements de fonds entre catégories d'actifs.

Tableau 2:

**Tableau croisé des transferts d'argent en provenance et à
(en pour cent)**

		Transfert à								
		Comptes dans des organismes financiers	Actions et fonds de placement en actions	Obligations d'État et fonds de placement en obligations non spéculatifs	Autres titres	Biens immobiliers	Entreprises privées et participations dans des entreprises privées non cotées	Autres actifs réels	Aucun ou aucune autre	Total
Transfert de	Comptes dans des organismes financiers	39,9	9,8	4,2	1,8	32,6	2,3	0,7	8,8	100,0
	Actions et fonds de placement en actions	39,2	24,9	3,8	4,0	18,1	0,0	0,0	10,0	100,0
	Obligations d'État et fonds de placement en obligations non spéculatifs	17,8	4,7	0,6	25,1	36,4	0,0	0,0	15,4	100,0
	Autres titres	33,2	4,9	28,8	0,0	0,0	0,0	0,0	33,2	100,0
	Biens immobiliers	94,7	0,4	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	2,6	100,0
	Entreprises privées et participations dans des entreprises privées non cotées	11,9	54,2	0,0	0,0	33,9	0,0	0,0	0,0	100,0
	Autres actifs réels	17,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	81,7	100,0
	Total	39,5	13,5	3,9	3,1	28,0	1,5	0,5	10,1	100,0

		Transfert à								
		Comptes dans des organismes financiers	Actions et fonds de placement en actions	Obligations d'État et fonds de placement en obligations non spéculatifs	Autres titres	Biens immobiliers	Entreprises privées et participations dans des entreprises privées non cotées	Autres actifs réels	Aucun ou aucune autre	Total
Transfert de	Comptes dans des organismes financiers	66,9	47,8	71,5	38,7	77,3	99,4	100,0	58,1	66,3
	Actions et fonds de placement en actions	22,6	41,8	22,5	29,6	14,8	0,0	0,0	22,6	22,8
	Obligations d'État et fonds de placement en obligations non spéculatifs	1,8	1,4	0,6	31,7	5,1	0,0	0,0	6,0	3,9
	Autres titres	0,6	0,3	5,5	0,0	0,0	0,0	0,0	2,4	0,7
	Biens immobiliers	6,9	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,8	2,9
	Entreprises privées et participations dans des entreprises privées non cotées	0,7	8,7	0,0	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0	2,2
	Autres actifs réels	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	10,2	1,3
	Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : L'enquête LU-HFCS de la BCL et CEPS/INSTEAD; Calculs basés sur données pondérées et à imputation multiple.

La crise n'a pas seulement incité les ménages à rééquilibrer leur portefeuille, mais a également changé leurs perspectives à long terme. Sous les conditions actuelles, 16% des ménages ont déclaré ne plus vouloir investir dans des actifs qu'ils détenaient avant la crise. Parmi ceux-ci, 47% ne veulent plus investir dans des actions ou des parts d'OPC. Ceci représente une part très élevée, compte tenu du faible taux de participation (24% des ménages luxembourgeois, comparable au 23% des ménages allemands cités par Börsch-Supan et al., 2009, p. 64). Par ailleurs, 20% des ménages luxembourgeois déclarent ne plus vouloir placer leurs fonds dans des comptes auprès d'organismes financiers (supérieur aux 12% des ménages belges cités par Du Caju, 2012). Enfin, 18% des ménages se méfient des investissements dans des biens ou fonds immobiliers (6% des ménages belges selon Du Caju, 2012).

Ainsi, au Luxembourg, comme en Allemagne (Bucher-Koenen et Ziegelmeyer, 2011), la crise peut s'avérer une expérience « traumatisante », qui réduit à long terme la participation des ménages aux marchés financiers. Cependant, l'impact de la crise sur le patrimoine des ménages semble en définitive avoir été relativement limité. Au cours de la crise, seulement 16% des ménages luxembourgeois déclarent avoir souffert d'une diminution du patrimoine et seulement 11% ont activement transféré de l'argent d'une catégorie d'actifs vers une autre.

BIBLIOGRAPHIE

Banque centrale du Luxembourg (2012): L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages: introduction et premiers résultats. Bulletin BCL 2012-1, Encadré 4, pp. 76-79.

Börsch-Supan, A., T. Bucher-Koenen, M. Gasche, and M. Ziegelmeyer (2009): Deutsche Privathaushalte in der Finanz- und Wirtschaftskrise – Betroffenheit und Reaktionen. MEA Study 10, MEA Mannheim.

Bucher-Koenen, T., and M. Ziegelmeyer (2011): Who lost the most? Financial literacy, cognitive abilities, and the financial crisis. Working Paper Series 1299, European Central Bank.

Du Caju, P. (2012) Constitution d'actifs par les ménages durant la crise financière. Banque Nationale de Belgique Revue économique.

Mathä. T.Y., A. Porpiglia and M. Ziegelmeyer (2012): The Luxembourg Household Finance and Consumption Survey: Introduction and results. BCL WP 73.

Tableau 26:

Evolution des actifs et passifs financiers des sociétés non-financières luxembourgeoises¹

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

	06-2010	06-2011	06-2012	Transactions	Autres variations	09-2012
Actifs financiers	378 321	359 420	380 310	2 888	1 838	385 036
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	77 001	70 508	73 396	-1 030	-24	72 342
Titres autres qu'actions	4 008	2 548	3 572	-106	47	3 513
Crédits	35 064	36 641	37 208	742	27	37 977
Actions et autres participations	258 732	245 208	261 978	3 190	1 788	266 956
<i>dont: Actions cotées</i>	3 442	1 376	1 176	-25	53	1 204
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	253 367	242 426	259 405	3 178	1 713	264 296
<i>dont: Parts d'OPC</i>	1 924	1 407	1 397	37	23	1 457
Autres	3 517	4 515	4 156	91	0	4 247
Passifs financiers	424 084	416 660	421 080	6 730	-1 056	426 753
Titres autres qu'actions	16 195	18 395	22 018	886	-378	22 526
Crédits	97 188	98 499	102 202	1 351	-34	103 519
Actions et autres participations	289 702	275 991	272 114	4 319	-644	275 789
<i>dont: Actions cotées</i>	60 108	65 645	46 758	132	746	47 636
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	229 594	210 345	225 355	4 187	-1 390	228 153
Autres comptes à payer	20 999	23 776	24 746	173	0	24 919
Patrimoine net financier	-45 762	-57 240	-40 770	-3 841	2 894	-41 717

Sources: STATEC / BCL

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

² Les comptes financiers du Luxembourg sont toujours en développement. Ils constituent une statistique qui n'est pas stabilisée et par conséquent sujette à des révisions qui peuvent être importantes. C'est particulièrement le cas du secteur des sociétés non financières, pour lequel les données doivent être analysées avec précaution. Certaines séries, comme les crédits et les participations, doivent être considérées comme provisoires.



Les sociétés non financières détiennent des avoirs principalement sous la forme de participations (69% du total des avoirs à la fin septembre 2012) et de dépôts (19%). L'analyse de l'évolution récente des actifs financiers révèle un accroissement des investissements nets en termes de participations (3 190 millions d'euros) et crédits accordés (742 millions d'euros), mais des transactions nettes négatives dans le cas des dépôts (-1 030 millions d'euros) et des titres autres qu'actions (-106 millions d'euros). A l'instar de ce qui est constaté dans le cas des ménages, les effets de marché se sont avérés globalement positifs. Au total, les actifs se sont accrus, pour atteindre 385 036 millions fin septembre 2012.

Du côté des engagements, les sociétés non financières luxembourgeoises se financent principalement par l'émission d'actions et de participations (65% du total du passif à la fin septembre 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 troisième trimestre de 2012, des transactions nettes positives ont été enregistrées pour les actions et participations (4 319 millions d'euros), les crédits (1 351 millions d'euros) et pour les émissions obligataires (886 millions d'euros). Les effets de marché ont eu un impact plutôt négatif sur l'ensemble des engagements, en raison d'effets de change défavorables, les sociétés non financières se finançant partiellement dans d'autres monnaies que l'euro. Au total, les engagements se sont accrus de 1,3% entre juin 2012 et septembre 2012, pour atteindre 426 753 millions d'euros.

En conséquence de tous les mouvements décrits ci-dessus, les sociétés non financières ont clôturé le troisième trimestre de l'année 2012 avec un besoin de financement de 3 841 millions d'euros, qui s'est accompagné d'un effet de prix et de taux de change favorable de 2 894 millions d'euros. Ces effets combinés ont conduit à une légère détérioration de la valeur nette du patrimoine financier qui s'élevait, fin septembre, à -41 717 millions d'euros.

1.2.11 Les finances publiques

Le Ministère des finances a présenté, le 6 février 2013, un état des lieux de l'évolution des recettes et des dépenses de l'Administration centrale pour l'année 2012. Cet état des lieux est synthétisé dans le tableau ci-joint, qui a été élaboré par les autorités en conformité avec le système comptable européen SEC 95.

Le tableau ci-dessous suggère que la situation budgétaire de l'Administration centrale, pour l'année 2012, s'est nettement dégradée par rapport à l'année 2011.

Tableau 27 :

Evolution des dépenses et des recettes de l'Administration centrale (SEC 95)

	Situation fin décembre			
	2011	2012	variation	
			en millions	en %
Dépenses				
1. Consommation intermédiaire	842,2	892,4	+50,2	+6,0%
2. Formation de capital fixe	854,1	829,6	-24,5	-2,9%
3. Rémunération des salariés	2 511,2	2 675,1	+163,9	+6,5%
4. Subventions (Services publics d'autobus, logement,...)	589,0	639,3	+50,3	+8,5%
5. Revenus de la propriété (intérêts débiteurs)	95,8	39,0	-56,8	-59,3%
6. Prestations sociales autres qu'en nature (Chômage, RMG,...)	1 064,2	1,159,5	+95,3	+9,0%
7. Prestations sociales en nature	41,5	40,6	-0,9	-2,2%
8. Autres transferts courants (Pensions, Maladie, Famille, Communes)	5 060,2	5 726,1	+666,0	+13,2%
9. Transferts en capital	471,2	494,3	+23,0	+4,9%
10. Corrections sur actifs non financiers non produits	-24,2	1,4	+25,6	-105,6%
Dépenses totales	11 505,1	12 497,2	+992,1	+8,6%
Recettes				
11. Impôts sur la production	4 877,5	5 304,3	+426,8	+8,7%
12. Impôts courants sur le revenu	5 433,5	5 567,7	+134,2	+2,5%
13. Autres recettes	1 371,4	1 400,4	+28,9	+2,1%
Recettes totales	11 682,5	12 272,4	+589,9	+5,0%
Solde	177,4	-224,9	-	-

Source: Ministère des finances

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

Cette détérioration résulte d'une croissance des dépenses en 2012 (+8,6% en glissement annuel) de plus grande ampleur que celle des recettes (+5,0% sur la même période). Il en résulterait un déficit de l'Administration centrale de 224,9 millions d'euros pour l'année 2012 contre un surplus de 177,4 millions d'euros pour la période correspondante de 2011.

Sur le versant des dépenses, les transferts courants (pensions, maladie, famille et communes), les prestations sociales en espèces (chômage, RMG) et la rémunération des salariés ont enregistré des hausses de respectivement 13,2%, 9,0% et 6,5% par rapport à l'année 2011. La forte hausse des prestations sociales en espèces peut s'expliquer par l'augmentation du nombre de demandeurs d'emploi indemnisés ou bénéficiant d'une mesure pour l'emploi ainsi que par une croissance du chômage partiel. Par contre, les dépenses d'investissement ont enregistré, en 2012, un recul significatif (-2,9% en glissement annuel).

Les recettes ont été soutenues principalement par des recettes de TVA qui enregistrent une croissance de l'ordre de 10%, sous l'influence des recettes liées au commerce électronique qui atteignent des montants record en 2012 (de l'ordre de 720 millions d'euros). Il faut néanmoins rappeler que ces recettes, en vertu d'un changement dans la législation d'origine européenne (« VAT package »), sont



amenées à disparaître progressivement de 2015 à 2019⁴⁷, entraînant par la même occasion un manque à gagner considérable pour l'Etat (de l'ordre de 1,5% du PIB).

D'autre part, si les recettes provenant des impôts courants payés par les collectivités sont en phase avec les projections budgétaires de 2012, il n'en va pas de même des impôts directs à charge des ménages, qui enregistrent des taux de croissance inférieurs à ceux escomptés lors de la confection du budget 2012.

Il ressort de l'analyse de ce tableau que ces données doivent être interprétées avec la plus grande prudence car elles ne seront finalisées que dans le courant du mois d'avril. De plus, certaines dépenses, de l'ordre d'un milliard d'euros, exécutées durant les premiers mois de l'année 2013, devraient encore être affectées à l'année 2012 ; Il en résulterait un déficit de l'Administration centrale pour 2012 se situant entre 1,2 et 1,5 milliard d'euros.

Ces chiffres sont en ligne avec les estimations faites par la BCL qui, lors de ses projections de décembre 2012, tablait sur un déficit de l'Administration centrale pour 2012 de l'ordre de 1,5 milliard d'euros, soit 3,6% du PIB.

Quant au déficit des Administrations publiques luxembourgeoises il serait, toujours selon la BCL, de 1,9 % du PIB en 2012.

Afin de remédier à la dégradation des finances publiques, un paquet de mesures de consolidation budgétaire équivalent à environ 2% du PIB est entré en vigueur en janvier 2013. Il semble, néanmoins que ces mesures ne suffiront pas à ramener un budget en équilibre à l'horizon de 2014.

Selon les projections faites par la BCL en décembre 2012, le déficit des Administrations publiques serait de 1,1% en 2013 et de 1,9% du PIB en 2014. Dans ses dernières projections d'hiver 2013, la Commission Européenne table, quant à elle, sur un déficit des Administrations publiques luxembourgeoises de 0,9% du PIB pour 2013 et de 1,3% du PIB pour 2014.

Il est donc primordial pour le gouvernement luxembourgeois de converger le plus rapidement possible vers l'Objectif budgétaire à Moyen Terme (OMT) tel que défini dans le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG), traité que le Parlement luxembourgeois a ratifié le 27 février 2013. Selon ce traité, chaque Etat signataire se doit de converger le plus rapidement possible vers son OMT équivalant, pour le Luxembourg, à un surplus, défini en terme structurel, de 0,5% du PIB.

Ce taux de 0,5% du PIB ne serait, 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, supérieur à 1% du PIB, afin d'assurer la soutenabilité des finances publiques à long terme.

⁴⁷ Selon le « VAT package », le Luxembourg pourra garder 30% des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15% de ces recettes en 2017 et 2018.

Encadré 4

DÉFICIT, CROISSANCE ET BIEN-ÊTRE ÉCONOMIQUE : COMMENT COMPLÉTER LA RÉCENTE RÉFORME DES PENSIONS ?

INTRODUCTION

Au Luxembourg, comme dans d'autres pays européens, le nombre de retraités par rapport au nombre de travailleurs est amené à croître à cause de la baisse prévisible de la natalité, de la hausse de la longévité et du vieillissement de la génération « baby-boom ». Il s'ajoutera à ces facteurs démographiques un facteur spécifiquement luxembourgeois, à savoir l'arrivée à la pension de larges contingents de travailleurs non résidents. En conséquence, le financement des systèmes de pensions par répartition, où les retraites sont financées par des cotisations basées sur les revenus professionnels des travailleurs actuels, sera de plus en plus difficile. Pour cette raison, de nombreux pays ont déjà entamé une réforme de leurs systèmes de pension, comme par exemple la récente réforme des pensions au Luxembourg qui est entrée en vigueur cette année. Les analyses exposées dans nos précédents bulletins (2012/1 et 2012/2) et dans notre récent avis sur le projet de budget 2013 montrent que cette réforme constitue un pas dans la bonne direction, mais ne permet pas à elle seule de régler le problème de financement des pensions et de maintenir des finances publiques saines.

Dans cet encadré, nous essayons de proposer une réforme globale (que nous appellerons 'réforme LOLA', cf. ci-dessous) qui permettrait de résoudre le problème des finances publiques à moyen terme (horizon 2060) tout en préservant la croissance économique et limitant la perte de bien-être des générations actuelles et futures. Pour ce faire, nous utilisons un modèle macroéconomique (voir ci-dessous) pour analyser d'abord l'impact individuel de diverses mesures (portant sur des taxes, les dépenses publiques, la compétitivité) sur (i) les finances publiques, (ii) la croissance économique et (iii) le bien-être économique. Ensuite, nous élaborons une proposition de réforme en combinant au mieux (en fonction de leurs impacts respectifs sur les déficits et sur le bien-être) les mesures individuelles les plus efficaces analysées précédemment. Enfin, nous comparons les effets de la réforme du gouvernement et de la proposition de réforme LOLA sur le déficit, la croissance et le bien-être économique. Nous montrons que cette proposition de réforme LOLA pourrait utilement compléter la récente loi portant réforme des pensions, dans un esprit de complémentarité.

SIMULATIONS INDIVIDUELLES

Nous utilisons le modèle d'équilibre général LOLA pour conduire nos différentes simulations/réformes.⁴⁸ Cet outil nous permet d'inférer les effets de ces dernières sur le déficit primaire au cours des 45 prochaines années⁴⁹, la croissance potentielle et le bien-être de l'électeur médian. Regarder le bien-être de l'électeur médian donne une idée de la « popularité » de la réforme. Finalement, pour chaque simulation, nous calculons l'élasticité du déficit au bien-être, c'est-à-dire que nous calculons de combien de pourcent on réduit le déficit en diminuant de 1% le bien-être économique.⁵⁰

Tout d'abord, nous simulons différentes mesures prises individuellement. Toutes ces mesures sont supposées être annoncées en 2015 et mises en œuvre de manière progressive et linéaire entre 2015 et 2035. La première partie du tableau 1 présente les résultats. Ceux-ci sont exprimés en déviations par rapport au scénario sans réforme (donc également sans la réforme du gouvernement). Le premier ensemble de mesures concerne une hausse de la taxation, soit sur la consommation, soit sur les salaires (cotisations de pension des employeurs ou des employés), soit sur les revenus du

48 Voir Marchiori et Pierrard (2012) pour une explication détaillée du modèle LOLA 2.0 ainsi que Pierrard et Sneessens (2009) et de la Croix, Pierrard et Sneessens (2013) pour la première version du modèle.

49 Nous préférons le déficit primaire de l'ensemble des Administrations publiques au coût des pensions car c'est une mesure plus globale de la santé des finances publiques.

50 Notre mesure de perte de bien-être est standard et directement dérivée de Lucas (1987). Elle correspond à la perte théorique de consommation, toutes choses étant égales par ailleurs.

capital. Globalement, ces mesures amoindrissent le déficit mais réduisent également le bien-être et – légèrement et en général – la croissance. La mesure la plus « efficace » du point de vue du bien-être de l'électeur médian (élasticité la plus élevée) est la hausse des cotisations à charge des employeurs.⁵¹ Cette mesure est particulièrement efficace, car elle diminue la hausse des salaires – et donc de toutes les allocations indexées sur ces mêmes salaires – et stimule l'emploi.

Le second ensemble de mesures concerne une réduction des dépenses de pensions, soit directement par des pensions plus faibles, soit indirectement à travers une hausse de l'âge effectif de la retraite. Des pensions moins élevées diminuent bien sûr le bien-être mais stimulent par ailleurs l'offre de travail et donc l'économie, ce qui permet de réduire le déficit de manière non négligeable et de générer une élasticité intéressante. De manière surprenante, une augmentation du nombre d'années de carrière augmente le bien-être (d'où l'élasticité négative). Le fait de travailler plus n'est certes pas apprécié, mais cela stimule in fine l'économie, les salaires et les pensions (indexées). Ces effets positifs augmentent la consommation, ce qui fait plus que compenser le premier (négatif). Enfin, le dernier ensemble de mesures concerne l'amélioration de la compétitivité des entreprises suite à une baisse du pouvoir de négociation des travailleurs ou suite à une augmentation de la concurrence sur le marché des biens. Dans le premier cas, la baisse des salaires est compensée par une hausse de la demande de travail et la perte de bien-être est relativement faible, ce qui donne une élasticité élevée. Dans le second cas, il n'y a pas d'amélioration des finances publiques et vu la baisse du bien-être, cela donne une élasticité négative. Plus de concurrence augmente l'activité économique (on se rapproche de l'équilibre walrasien) mais aussi la croissance des salaires. Les allocations étant indexées sur les salaires, cela augmente les dépenses publiques et détériore la situation budgétaire.

RÉFORMES GLOBALES

Jusqu'à présent, nous avons regardé les effets de mesures prises individuellement. En utilisant ces résultats, nous proposons maintenant une combinaison de différentes mesures de manière à endiguer le problème des pensions au Luxembourg, tout en maintenant la croissance et en minimisant les effets négatifs sur le bien-être de l'électeur médian. Auparavant, et à titre de comparaison, nous simulons la récente réforme des pensions implémentée par le gouvernement. La seconde partie du tableau 1 présente ces résultats. Ceux-ci sont exprimés en déviations par rapport au scénario sans mesures. Le graphique 1 présente les évolutions (en niveau) attendues pour d'autres variables macroéconomiques avec (i) le scénario de référence (sans réformes) (ii) le scénario avec la réforme du gouvernement et (iii) le scénario avec la proposition de réforme LOLA.

LA LOI PORTANT RÉFORME DE L'ASSURANCE PENSION

La récente loi du 21 décembre 2012 « portant réforme de l'assurance pension » comporte plusieurs dispositions.⁵² La mesure-phare envisagée est celle de la « pension à la carte », qui prévoit une réduction *graduelle* du taux de remplacement réel moyen que nous estimons à 8% à l'horizon 2050 (et au-delà). Une deuxième mesure consiste en une indexation des pensions sur l'évolution des salaires réels de seulement 50% (voire même moins). Cette désindexation partielle est supposée entrer en application en cas de situation financière déséquilibrée des systèmes de pensions, c'est-à-dire lorsque les dépenses de pensions dépasseront les cotisations.⁵³ D'après notre modèle, la situation de déséquilibre financier se présente après 2030 et implique que le niveau de la pension (pour les néo-retraités uniquement, cf. note de bas de page n° 53) ne croît plus que de 0,5% par an après 2030 (les salaires augmentant en moyenne de 1% par an).⁵⁴

51 Cette hausse pourrait bien entendu être in fine supportée en partie par les employés, en fonction notamment du pouvoir de négociation de ces derniers.

52 Voir encadré 6 du Bulletin 2012/1, encadré 7 du Bulletin 2012/2 et avis de la BCL sur le projet de budget 2013 pour plus de détails.

53 On peut souligner que la modulation de la liaison des pensions aux salaires réels ne s'appliquerait pas à l'ensemble des pensions. Le projet de réforme prévoit en effet que pour un individu donné, la pension de départ (qu'elle soit versée en 2020, 2030, 2050, ...) demeurerait inchangée par rapport à la situation « pré-réforme ». Pour ce même individu, seule l'évolution de la pension durant sa période de pension serait négativement influencée par la modulation.

54 La croissance dans notre modèle LOLA est déterminée par des forces structurelles (déographie, productivité, ...) et non conjoncturelles. Notre résultat d'une situation financière déséquilibrée des systèmes de pension après 2030 pourrait dès lors s'avérer trop optimiste si l'impact de la crise économique et financière sur la croissance venait à perdurer.

Une seconde disposition de la loi portant réforme des pensions est que l'allocation de fin d'année des pensionnés, qui représente actuellement de l'ordre de 2% de la pension moyenne, serait supprimée en cas de déséquilibre budgétaire des systèmes de pension.

Finalement, la réforme du gouvernement prévoit aussi une hausse des cotisations sociales payées par les employés, par l'État central et par les employeurs de 2 points de pourcentage dès lors que la situation patrimoniale des systèmes de pensions se dégrade (c'est-à-dire après 2030 selon notre modèle).

Le tableau 1 montre que la réforme des pensions du gouvernement réduit le déficit (et le bien-être) et qu'elle génère une élasticité respectable de 1,45 (une réduction de 1% du bien-être entraîne une réduction de 1,45% du déficit). Par contre, elle ne suffit pas à maintenir des finances publiques saines, puisque le déficit est réduit de moins de 25% d'ici 2060 par rapport à celui du scénario sans réformes (voir le graphique 1). De plus, la réforme a un impact limité, voire négatif, sur la croissance potentielle, puisque celle-ci baisse en 2035 par rapport au scénario sans réformes (voir le tableau 1).

PROPOSITION LOLA

La proposition LOLA combine les mesures les plus efficaces parmi celles présentées ci-dessus. Premièrement, nous augmentons progressivement l'âge effectif de la retraite, actuellement de 61 ans dans notre modèle, pour le porter à 65 ans en 2060. Deuxièmement, nous diminuons progressivement le taux de remplacement **de toutes les pensions** de 40 points d'ici 2060. Troisièmement, du côté revenus, nous augmentons les cotisations à charge des entreprises de 5 points d'ici 2035. Afin de néanmoins préserver la compétitivité salariale des entreprises, c'est-à-dire une croissance du salaire coût (salaire brut + cotisations sociales à charge des entreprises) globalement inchangée, cette dernière mesure est compensée par une baisse de 1 point d'ici 2035 du paramètre du modèle exprimant le pouvoir de négociation des travailleurs.

Comme montré dans le graphique 1 et le tableau 1, ce 'package' implique un déficit primaire égal à 8% du PIB en 2060 (en comparaison, il serait de 21% du PIB sans réformes et de 16.5% avec la réforme du gouvernement). En tenant compte du fait qu'en 2060, le déficit serait à raison de 5 points de PIB dû à la hausse des dépenses de santé et d'assurance-dépendance, la proposition de réforme LOLA permet de résorber la quasi-totalité du déficit primaire, hors dépenses de santé et de dépendance.⁵⁵ Par ailleurs, la hausse de l'offre de travail stimule la compétitivité (dépréciation du taux de change réel), les exportations nettes, l'emploi et in fine la croissance potentielle. Du côté négatif, il y a une perte certaine de bien-être illustrée par la chute de la croissance de la consommation en 2015. On observe cependant que l'élasticité de 1,55 est relativement élevée – et dans tous les cas plus élevée que celle obtenue avec la réforme du gouvernement.⁵⁶

2060 est un horizon lointain et la proposition LOLA nécessitera une (ré)évaluation continue. D'une part, vu la hausse de la croissance potentielle, certains effets positifs non pris en compte par notre modèle, comme une hausse de l'offre de travail frontalier, pourraient apparaître. D'autre part, même si cette réforme peut sembler drastique en 2015, elle l'est beaucoup moins si on se projette en 2060 : l'âge de la retraite officielle demeurera fixé à 65 ans, le ratio de remplacement moyen restera de l'ordre de 60% et la consommation publique restera par hypothèse liée de la même manière au PIB. Cela signifie que, par rapport à la plupart des pays voisins, la situation au Luxembourg resterait probablement relativement confortable en 2060. Cela signifie également qu'il serait encore possible de prendre des mesures additionnelles en cas de dérapage.

⁵⁵ La dérive des coûts des soins de santé et de l'assurance dépendance nécessitera des réformes spécifiques dans ces domaines, qui dépassent le cadre du présent encadré centré sur la réforme des pensions.

⁵⁶ Le bien-être est ici une mesure économique qui ne tient pas compte des aspects non-économiques (culturels, sociaux, etc.). L'impact positif des dépenses publiques sur le bien-être n'est également pas pris en compte car il est difficilement chiffrable. Mais si tel était le cas, notre proposition de réforme engendrerait une perte de bien-être moins élevée (car moins de dette suggère plus de dépenses publiques futures), voire même un bien-être supérieur à celui du scénario sans mesures s'il s'avérait que les dépenses publiques affectent de façon importante le bien-être.

Dans la section suivante, nous expliquons comment traduire la proposition LOLA, de nature académique, en mesures concrètes.

PRATIQUEMENT

Comme expliqué ci-dessus, la pierre angulaire de la proposition LOLA serait une **réduction de 40 points du taux de remplacement moyen** des pensions. Divers aspects de la réforme des pensions du gouvernement constituent déjà une avancée décisive en ce sens. Il s'agit tout d'abord de l'ajustement graduel de la majoration forfaitaire (à la hausse) et de la majoration proportionnelle⁵⁷ (à la baisse). Cette mesure induirait une réduction du taux de remplacement moyen d'environ 8 points d'ici 2052 vu que le taux de remplacement est de l'ordre de 100% (OCDE, 2009 et 2011).

Toujours dans le cadre de la récente réforme des pensions, il s'ajouterait à cet ajustement linéaire de la formule de calcul des pensions deux mesures activées lorsque les dépenses excéderont les recettes de cotisation, à savoir (i) l'ajustement partiel des pensions aux salaires réels et (ii) la suppression de la prime de fin d'année.

Partant de l'idée que la liaison aux salaires réels sera limitée à 50% dès l'apparition d'un déséquilibre budgétaire des systèmes de pension et compte tenu des hypothèses de base sur lesquelles reposent nos simulations, notamment une augmentation moyenne des salaires réels de l'ordre de 1% par an, ces deux dernières mesures (ajustement partiel et suppression de l'allocation de fin d'année) contribueraient à réduire le taux de remplacement à raison de 10 points au total. Conjointement à l'impact de la révision précitée des majorations, l'incidence globale de la réforme sur le taux de remplacement serait donc de 18 points, ce qui demeure bien en deçà de notre seuil « requis » de 40 points.⁵⁸

Les dispositions illustratives suivantes, qui consistent à jouer sur deux paramètres bien précis de la loi portant réforme de l'assurance pension, permettraient de combler cet écart :

- Il s'agit en premier lieu d'une neutralisation totale (et non partielle à raison de 50%) de l'ajustement aux salaires réels (du moins pour l'évolution des pensions en cours de carrière, les pensions de départ étant intégralement ajustées aux salaires comme dans le cadre de la réforme). Il en résulterait une diminution de 7 points additionnels du taux de remplacement. Une telle suspension de l'ajustement à l'évolution des salaires réels se traduirait par une nette diminution des taux de remplacement, c'est-à-dire du ratio pensions/salaires. Le niveau absolu du pouvoir d'achat des pensions demeurerait cependant stable en dépit de cette mesure, puisque par hypothèse les pensions seraient toujours indexées aux prix à la consommation.
- Un autre aménagement nécessiterait une révision explicite de la récente réforme. Il s'agirait d'une accentuation de la décruée, prévue dans la nouvelle loi, de la majoration proportionnelle. En vertu de cette loi, la majoration proportionnelle (soit la partie de la pension qui est directement liée aux revenus perçus au cours de la carrière) passerait de 1,85% actuellement à 1,60% en 2052 – après une « période de transition » de 40 ans. Un amendement pourrait consister (i) à faire passer le coefficient de majoration proportionnelle à 1,40% en 2052 et (ii) à prolonger l'ajustement à la baisse à raison de 8 ans, de telle manière que la majoration proportionnelle continue à décliner au-delà de 2052 pour s'établir à 1,30% en 2060. Le coefficient demeurerait ensuite stable à ce niveau de 1,30%. Une telle adaptation de la loi, présentée à titre illustratif, permettrait de réduire le taux de remplacement à concurrence de 15 points par rapport à la nouvelle loi (à l'horizon 2060). Pour rappel, comme dans le cadre de la récente réforme, les « majorations forfaitaires » connaîtraient pour leur part une hausse de quelque 19% d'ici 2052, ce qui amortirait fortement l'impact, sur les plus petites pensions, des ajustements à la baisse précités.

⁵⁷ Cette majoration est dite proportionnelle car elle dépend des revenus (revalorisés) engrangés durant la carrière.

⁵⁸ Compte non tenu d'aspects de la réforme plus difficilement chiffrables, par exemple la refonte des majorations proportionnelles échelonnées.

La réduction totale du taux de remplacement (réforme actuelle + neutralisation totale du lien aux salaires réels + accentuation et prolongement de la décade de la majoration proportionnelle) serait donc bien de l'ordre de 40 points, comme préconisé sur la base du modèle LOLA.

Cette réduction – certes importante – du taux de remplacement moyen devrait s'accompagner comme indiqué supra d'une **augmentation de l'âge effectif de la retraite**, qui est au Luxembourg l'un des plus bas en Europe. Une combinaison de diverses mesures devraient être envisagée à cet égard, à savoir notamment (i) une amélioration du régime des majorations proportionnelles échelonnées – la réforme du gouvernement prévoit une montée en puissance de cet incitatif à différer la retraite, ce qui constitue en soi un aspect positif ; (ii) une redéfinition du nombre d'années « assimilées », soit les années prises en compte pour le stage en dépit du fait qu'elles ne donnent pas lieu au paiement de cotisations de pension ; (iii) une réduction des cotisations sociales ciblée vers les travailleurs les plus âgés, afin de les inciter à poursuivre leur carrière. Cette réduction ciblée permettrait d'atténuer l'impact de la hausse générale des cotisations mentionnée ci-dessus.

Enfin, le modèle LOLA permet d'établir que la réforme des pensions « optimale » devrait s'accompagner d'un ajustement à la baisse du paramètre exprimant le **pouvoir de négociation des travailleurs**, de manière à limiter l'impact de la hausse des cotisations employeurs sur la compétitivité des entreprises. Un tel ajustement des cotisations est selon le tableau 1 censé s'effectuer à raison de 5% en 20 ans (soit de 2015 à 2035). Il suffirait donc de limiter la hausse salariale à raison de 0,25% par an au cours de cette période pour compenser l'impact de la hausse des cotisations. Un tel ajustement est amplement justifié eu égard à la forte dérive des coûts salariaux unitaires du Luxembourg observée au cours de la dernière décennie [référence à l'encadré sur la compétitivité]. Il pourrait par ailleurs être mis en œuvre à travers diverses modalités, par exemple (i) un mécanisme de modulation permanent de l'indexation automatique des salaires aux prix ou encore (iii) l'instauration d'une norme conditionnant davantage les salaires luxembourgeois à l'évolution observée chez nos principaux partenaires commerciaux.

CONCLUSION

Dans cet encadré, nous avons utilisé le modèle LOLA pour proposer une réforme des pensions assurant le meilleur compromis entre réduction du déficit, soutien de la croissance et limitation de la perte de bien-être économique. La proposition de réforme LOLA préconise une augmentation progressive de l'âge effectif de la retraite jusqu'à 65 ans en 2060, une baisse graduelle de 40 points de pourcentage du taux de remplacement des pensions d'ici 2060, une hausse progressive des cotisations sociales à charge des entreprises d'ici 2035 et finalement un mécanisme permettant une évolution plus modérée des salaires d'ici 2035. La proposition LOLA est certes plus drastique que la loi portant réforme des pensions, mais contrairement à cette dernière, elle permet de réduire quasi entièrement le problème de déficit, hors dérive des dépenses de santé et de dépendance, auquel devra faire face le Luxembourg au cours des prochaines années. De plus, par rapport à la réforme du gouvernement, la proposition LOLA ne détériore pas la croissance – voire l'augmente – et entraîne une plus grande efficacité en matière d'assainissement des finances publiques (petite perte de bien-être de la population pour une plus grande réduction du déficit). Enfin, la proposition de réforme LOLA s'insère et complète très naturellement la réforme récemment mise en œuvre par le gouvernement.

BIBLIOGRAPHIE

- De la Croix D., O. Pierrard et H. Sneessens, 2013. Aging and Pensions in General Equilibrium : Labour Market Imperfections Matter, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 37(1), 104-124.
- Lucas R., 1987, *Models of Business Cycles*, Basil Blackwood: Oxford.

- Marchiori L. et O. Pierrard, 2012, LOLA 2.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis, Cahier d'Etudes BCL, No. 76.
- OCDE, 2009, Pensions at a Glance: Public Policies across OECD Countries, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- OCDE, 2011, Pensions at a Glance: Retirement-income systems in OECD and G20 countries, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- Pierrard O. et H. Sneessens, 2009. LOLA 1.0 : Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis, Cahier d'Etudes BCL, No. 36.

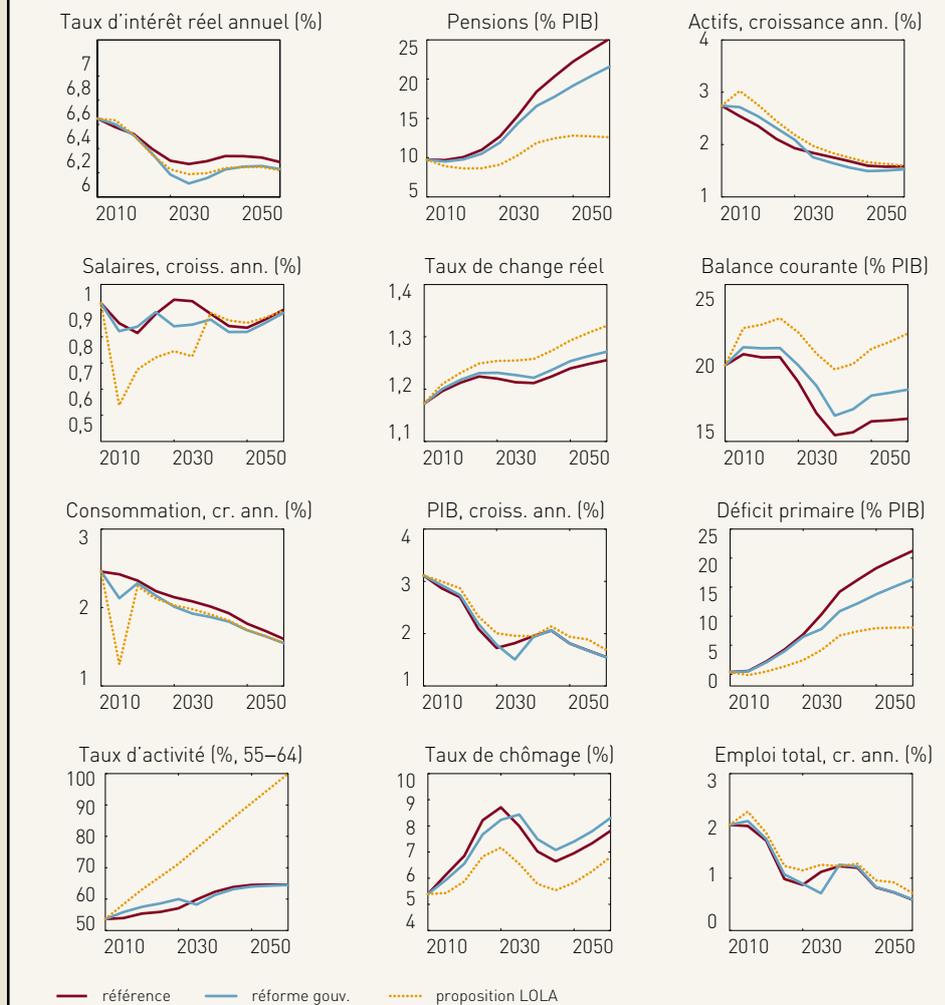
Tableau 1:

Effets de diverses mesures sur le déficit, la croissance et le bien-être économique, selon le modèle LOLA

Simulations individuelles: Mesures annoncées en 2015 avec implementations graduelles et linéaires entre 2015 et 2035									
		déficit primaire			croissance potentielle			bien être de l'électeur médian	
		2015	2035	2060	2015	2035	2060	2015	élast. déf. 2060/ bien être 2015
hausse de taxation									
consommation	+ 5pts	-0,29	-1,44	-1,44	0,00	-0,01	0,00	-2,89	0,50
cotisations employeurs	+ 5pts	-0,37	-2,21	-2,62	0,02	-0,05	0,01	-1,80	1,46
cotisations employés	+ 5pts	-0,30	-1,08	-0,81	-0,06	-0,18	-0,03	-0,64	1,26
revenus du capital	+ 5pts	-0,30	-1,17	-0,94	-0,09	0,00	-0,01	-1,74	0,54
réduction des dépenses									
pensions	- 15pts	-0,47	-3,34	-4,80	0,28	0,06	-0,03	-3,08	1,56
carrière	+2 ans	-0,09	-0,78	-0,81	0,05	0,09	-0,02	0,42	-1,93
hausse de la compétitivité									
négociations salariales	- 5pts	-0,14	-0,96	-1,73	0,05	-0,16	0,10	-1,17	1,47
concurrence	+ 2pts	0,08	0,06	0,30	0,16	0,09	0,01	-0,27	-1,12
Réformes globales: Mesures annoncées en 2015 avec implémentation graduelle et linéaire entre 2015 et 2035 ou 2060 (voir texte)									
		déficit primaire			croissance potentielle			bien être de l'électeur médian	
		2015	2035	2060	2015	2035	2060	2015	élast. déf. 2060/ bien être 2015
réforme gouvernement	voir texte	-0,06	-2,53	-4,89	0,06	-0,31	0,00	-3,36	1,45
réforme LOLA	voir texte	-0,72	-6,13	-13,19	0,13	0,14	0,14	-8,52	1,55

Note : Les chiffres donnés représentent des déviations (en point de pourcent pour le déficit et la croissance ; en pourcent pour le bien être) par rapport au scénario de référence (sans mesures). L'élasticité est calculée par rapport au déficit en 2060 pour prendre en compte les effets à long terme des réformes. Le bien-être 2015 prend lui-même en compte la somme – actualisée – du bien-être de toutes les périodes restant à vivre. 'négociations salariales' signifie une baisse de 5 pts du pouvoir de négociation des travailleurs ; 'concurrence' signifie une diminution de 2 pts du taux de marge de profit des firmes via une diminution du pouvoir de monopole.

Graphique 1
Effets macroéconomiques de la réforme gouvernementale et de la proposition de réforme LOLA



Note : 'référence' montre les effets macroéconomiques du scénario de référence n'incluant aucune réforme ; 'réforme gov.' montre les effets des récentes mesures proposées par le gouvernement ; 'proposition LOLA' montre les effets des mesures que nous proposons.

1.2.12 Le patrimoine financier des Administrations publiques

Tableau 28:

Evolution des actifs et passifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises¹

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

	06-2010	06-2011	06-2012	Transactions	Autres variations	09-2012
Actifs financiers	31,572	32,928	32,103	-92	241	32,251
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	5,708	5,210	5,468	173	0	5,641
Titres autres qu'actions	242	273	235	-15	-2	218
Crédits	898	940	1,186	5	0	1,190
Actions et autres participations	18,600	20,609	20,318	60	243	20,620
Autres comptes à recevoir	6,124	5,897	4,897	-315	0	4,582
Passifs financiers	11,178	11,875	12,931	117	72	13,121
Numéraire et dépôts	201	215	230	3	0	233
Titres autres qu'actions à long terme	4,212	4,120	5,364	0	72	5,435
Crédits	3,806	3,915	4,188	34	0	4,222
Autres comptes à payer	2,958	3,625	3,150	80	0	3,230
Patrimoine net financier	20,394	21,053	19,171	-210	169	19,130

Sources : STATEC / BCL

¹ Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Ils peuvent également contenir des éléments

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 SEC1995.

Les actifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises se composent principalement d'actions, parts d'OPC et participations (64% du total des actifs en septembre 2012), de dépôts (17%) et d'autres comptes à recevoir (14%). 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 légèrement accrus. D'une part, cette croissance est due aux effets de marché positifs enregistrés sur le portefeuille d'actions et participations (243 millions d'euros). D'autre part, les postes 'dépôts' et 'actions et participations' ont enregistré des transactions nettes positives, respectivement de 173 et 60 millions d'euros. Par contre, les transactions du poste 'autres comptes à recevoir' affichent un net recul. Notons que le contenu de ce dernier poste est par nature assez volatil. Au total, les actifs sont passés de 32 103 millions d'euros fin juin 2012 à 32 251 millions d'euros fin septembre 2012.

Du côté des engagements, les administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres et de crédits auprès d'institutions bancaires locales. Le poste 'numéraire et dépôts' enregistre la contrepartie des pièces de monnaie émises par l'Etat (233 millions d'euros fin septembre 2012). Au cours du trimestre sous revue, de manière générale, les passifs financiers n'ont enregistré que de faibles variations. L'Etat n'a pas émis de nouvelle obligation, ni contracté de nouvel emprunt important. Au cours des dernières années, 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 5 435 millions d'euros à la fin septembre 2012.

Au final, le solde des comptes financiers des administrations publiques a enregistré un déficit de 210 millions d'euros, qui se conjugue à des effets de prix et de cours de change favorables s'élevant à 169 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net a diminué de 41 millions d'euros, pour atteindre 19 130 millions d'euros fin septembre 2012.

Encadré 5

LE FINANCEMENT DES COMMUNES LUXEMBOURGEOISES

1. INTRODUCTION

Dans son bulletin de juin 2012, la BCL a publié une comparaison européenne des finances des Administrations locales. Celle-ci révèle que les missions accordées aux pouvoirs locaux sont très différentes d'un pays à l'autre mais qu'il en est de même en ce qui concerne le type de revenus. Chaque Etat membre possède ses spécificités. Il n'existe pas de modèle universel de financement des collectivités locales. Seuls un certain nombre de principes sont énoncés dans la Charte Européenne de l'Autonomie Locale⁵⁹.

L'analyse suivante vise à expliquer brièvement le système de financement actuel des Administrations locales luxembourgeoises⁶⁰ et plus particulièrement des communes. Les données utilisées sont issues du système européen des comptes nationaux et régionaux SEC95 et sont fournies par le Statec. Ces données sont un peu différentes des données « cash ». Les retraitements permettant de passer du solde « cash » au solde SEC95 sont décrits dans le volume III du projet de Budget de l'Etat.

En 2011, les recettes des Administrations locales se sont élevées à 2 311,6 millions d'euros, soit 5,4% du PIB. Le graphique ci-après illustre l'évolution des finances des Administrations locales depuis 1995. Au cours de la période étudiée, les recettes et les dépenses des Administrations locales ont quasiment progressé au même rythme (progression de l'ordre de 6% par an en moyenne sur les deux versants).

Tableau 1:

Composition des recettes des Administrations locales en 2011

	2011	Millions d'euros	%
P.11	Production marchande	297,8	12,9%
P.12	Production pour usage final propre	0,0	0,0%
P.131	Paiements pour autre production non marchande	109,4	4,7%
D.2	Impôts sur la production et les importations	46,6	2,0%
D.39	Autres subventions sur la production	0,0	0,0%
D.4	Revenus de la propriété	43,0	1,9%
D.5	Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	694,9	30,1%
D.61	Cotisations sociales	4,0	0,2%
D.7	Autres transferts courants	978,9	42,3%
D.9	Transferts en capital à recevoir	137,1	5,9%
	Recettes totales	2 311,6	100%

Sources : Statec, calculs BCL.

Les recettes du secteur communal peuvent être classées en trois grandes catégories, à savoir les recettes fiscales en provenance des ménages et des entreprises, les dotations et les subventions accordées par l'Etat central et par l'UE, les

59 A noter que l'article 9 de la Charte Européenne de l'autonomie locale du Conseil de l'Europe énonce un certain nombre de principes concernant les ressources financières des collectivités locales. Comme par exemple le fait qu'une partie des ressources financières doit provenir de redevances et d'impôts locaux dont elles ont le pouvoir de fixer le taux, dans les limites de la loi.

60 Le secteur des Administrations locales comprend les 106 communes, 73 syndicats de communes, 6 établissements publics et les 30 offices sociaux.

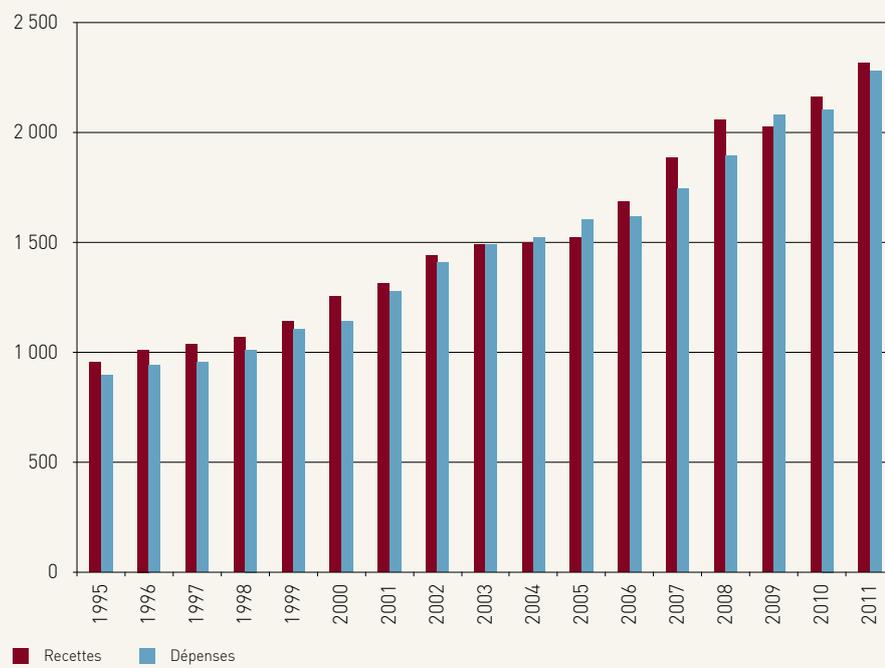
recettes issues de l'exploitation de biens et services (eau, épuration, déchets, électricité, gaz).

En 2011, les recettes fiscales et les dotations comptaient pour 80,4% des recettes totales des Administrations locales. Face à ce constat, la suite de l'analyse est principalement consacrée à ces deux catégories de recettes.

2. LES RECETTES FISCALES

Comme le montre le tableau suivant, les revenus fiscaux proviennent essentiellement de deux impôts, à savoir l'impôt commercial communal et l'impôt foncier.

Graphique 1
Evolution des recettes et des dépenses des Administrations locales
(En millions d'euros)



Sources : Statec, calculs BCL

Tableau 2:

Composition des recettes fiscales en 2011 (en millions d'euros)

	2011
Impôt commercial communal	687,3
Impôt foncier	30,8
Surtaxe sur les mutations immobilières	9,0
Prélèvements sur les jeux de casino (partie communes)	4,7
Timbres de chancellerie	3,3
Taxe de séjour	1,8
Taxe sur les amusements publics (nuits blanches)	1,7
Taxe sur les chiens	1,2
Taxe due pour la construction dans les secteurs centraux	1,1
Taxe sur les résidences secondaires	0,5
Recettes fiscales totales	741,4

Sources : Statec, calculs BCL.

2.1 L'impôt commercial communal (ICC)

La loi⁶¹ autorise les communes à percevoir un impôt commercial communal dont le taux est fixé annuellement par chaque commune pour l'année d'imposition suivante et sous la réserve d'une approbation grand-ducale.

La base d'imposition est constituée par le bénéfice d'exploitation. Les revenus des exploitants agricoles et des titulaires d'une profession libérale ne sont pas assujettis, seules les activités commerciales, industrielles et artisanales étant concernées.

L'ICC s'obtient en appliquant le taux communal de l'ICC à la base d'assiette. Le calcul de l'assiette et la perception de l'impôt commercial sont effectués par l'Administration des contributions directes pour compte des receveurs communaux. Il convient de noter qu'en vertu de la réforme fiscale de 2002, le taux servant à calculer la base d'assiette globale est passé de 4 à 3% du bénéfice d'exploitation après abattement. Les taux, fixés annuellement par les conseils communaux, varient actuellement entre 200 et 400%.

Tableau 3:

Détermination de l'impôt commercial communal

Bénéfice d'exploitation après abattement
Application à ce montant d'un taux de 3%
= Base d'assiette globale
Multiplication de la base d'assiette globale par le taux communal
= Impôt commercial communal dû

Source : Loi du 1er décembre 1936, modifiée par la loi du 11 décembre 1967.

L'impôt commercial communal fait l'objet d'une péréquation horizontale (intercommunale) via un « fonds de participation⁶² ». La péréquation financière au niveau de l'ICC organise une redistribution horizontale du produit de ce revenu, qui varie en fonction des capacités de revenu de cet impôt calculées par personne et par commune.

Le montant d'impôt commercial revenant à une commune est égal à ses rentrées d'impôt commercial diminuées de sa contribution au fonds et augmentées de sa quote-part de participation au fonds, en qualité (i) de commune de résidence des salariés relevant d'activités soumises à l'ICC et (ii) de résidence de la population, ces deux critères entrant en considération pour la péréquation des recettes de l'ICC.⁶³

Détermination de la contribution d'une commune

Le versement contributif d'une commune au fonds est déterminé par l'application à ses rentrées d'impôt commercial de l'année des taux ci-après :

- taux minimum de 42% lorsque le rendement de ses bases calculées est inférieur ou égal à 10% du rendement des bases calculées du pays ;

61 Loi du 1er décembre 1936, modifiée par la loi du 11 décembre 1967.

62 Il ne s'agit pas d'un fonds réel mais virtuel, qui vise à faciliter la compréhension du mécanisme de péréquation.

63 Pour les besoins de l'analyse on entend par :

Population = population résidente au 1er janvier de l'année la plus récente (Statec)

Salariés = salariés (d'activités soumises à l'ICC) ayant leur domicile fiscal sur le territoire de la commune ;

Nombre rectifié de salariés d'une commune = nombre de salariés (au sens de b) multiplié par son taux ICC de l'année pour laquelle la répartition a lieu ;

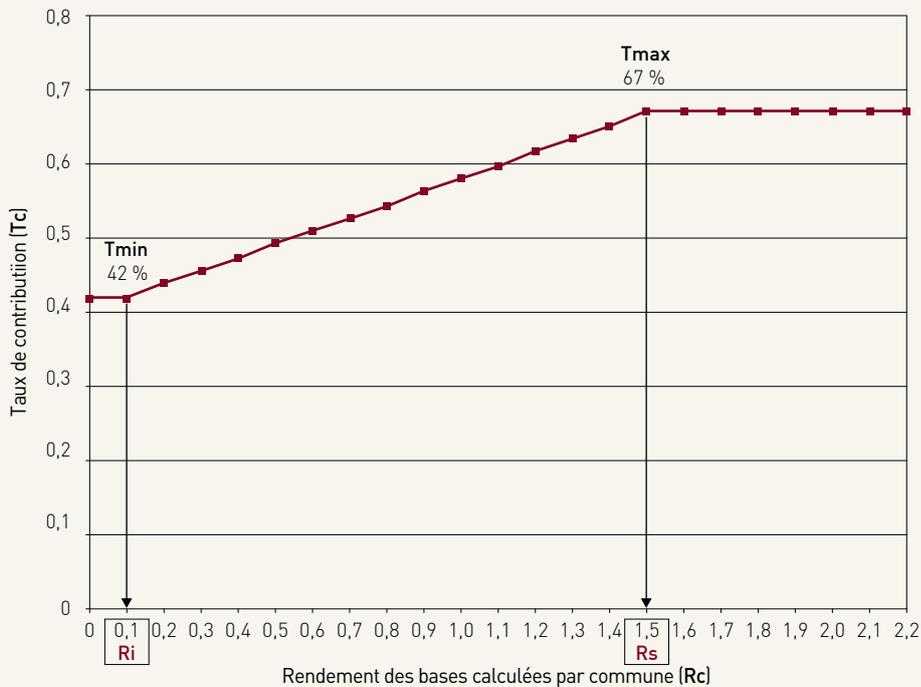
Bases calculées d'une commune : les rentrées annuelles de l'impôt commercial d'une commune divisées par le taux communal en matière d'impôt commercial qui vaut pour l'année pour laquelle les rentrées ont lieu ;

Rendement des bases calculées d'une commune : le quotient résultant de la division de ses bases calculées par sa population ;

Rendement des bases calculées du pays : le quotient résultant de la somme des bases calculées de toutes les communes divisée par la population totale du pays ;

Graphique 2

Représentation graphique de la détermination du taux de contribution



Légende :

Rendement des bases calculées d'une commune :
Rc = bases calculées/population de la commune rendement des bases calculées du pays :
Rp = la somme des bases calculées/population totale du pays taux de contribution d'une commune :
Tc = taux de contribution au fonds d'une commune amplitude de variation du taux est l'intervalle entre
Tmax (taux de contribution maximum) et
Tmin (taux de contribution minimum) plage d'application du taux de contribution variable est l'intervalle entre
Rs (rendement supérieur de bases calculées) et
Ri (rendement inférieur de bases calculées)
 Avec
 $Ri = (1-i) * Rp$ où i est le facteur qui définit la limite inférieure de la plage par rapport au Rp ; et
 $Rs = (1+s) * Rp$ où s est le facteur qui définit la limite supérieure de la plage par rapport au Rp

Source : Loi du 1er décembre 1936, modifiée par la loi du 11 décembre 1967.

entre 42 et 67% des recettes d'ICC localisées sur son territoire, avec diverses situations intermédiaires. Le taux de contribution est fonction du rendement de la base calculée de la commune par rapport à la moyenne nationale, ce rendement représente une expression de la "richesse" de la commune. Le taux Tc du graphique est la proportion de l'ICC versé au "pot commun". Le solde constitue un "intéressement", visant à inciter la commune à attirer des sociétés sur son territoire

Détermination de la redistribution

La quote-part d'une commune au fonds est déterminée selon les critères suivants :

- 45% du fonds est réparti entre les communes proportionnellement au rapport du nombre rectifié des salariés de la commune / somme des nombres rectifiés de salariés de toutes les communes du pays ;

- taux maximum de 67% lorsque le rendement de ses bases calculées est égal ou supérieur à 150% du rendement des bases calculées du pays ;

- Sinon une situation intermédiaire.

A partir du rendement des bases calculées du pays (Rp), qui exprime les potentialités fiscales par habitant du pays (comme si le pays ne formait qu'une seule commune), il est déterminé un intervalle défini par Ri (limite inférieure) et Rs (limite supérieure) à l'intérieur duquel le taux de contribution varie de son minimum (Tmin) à son maximum (Tmax) proportionnellement au rendement effectif des bases calculées par commune. A l'extérieur de l'intervalle ainsi défini, le taux de contribution applicable est soit le Tmin, soit le Tmax.

La contribution d'une commune au "fonds" se situe

– 55% du fonds est réparti entre les communes proportionnellement au rapport population de la commune / population totale du pays.

Le système de la péréquation horizontale tel qu'il se présente actuellement trouve ses origines dans le fait que les communes qui ont accueilli des activités commerciales et industrielles sur leur territoire n'étaient pas toujours celles qui ont accueilli comme résidents les salariés de ces activités. Voilà pourquoi il avait été décidé à l'époque de faire revenir une partie des recettes de l'ICC aux communes de résidence des salariés de ces entreprises commerciales et industrielles, afin que celles-ci puissent financer les infrastructures communales nécessaires à cet accueil.

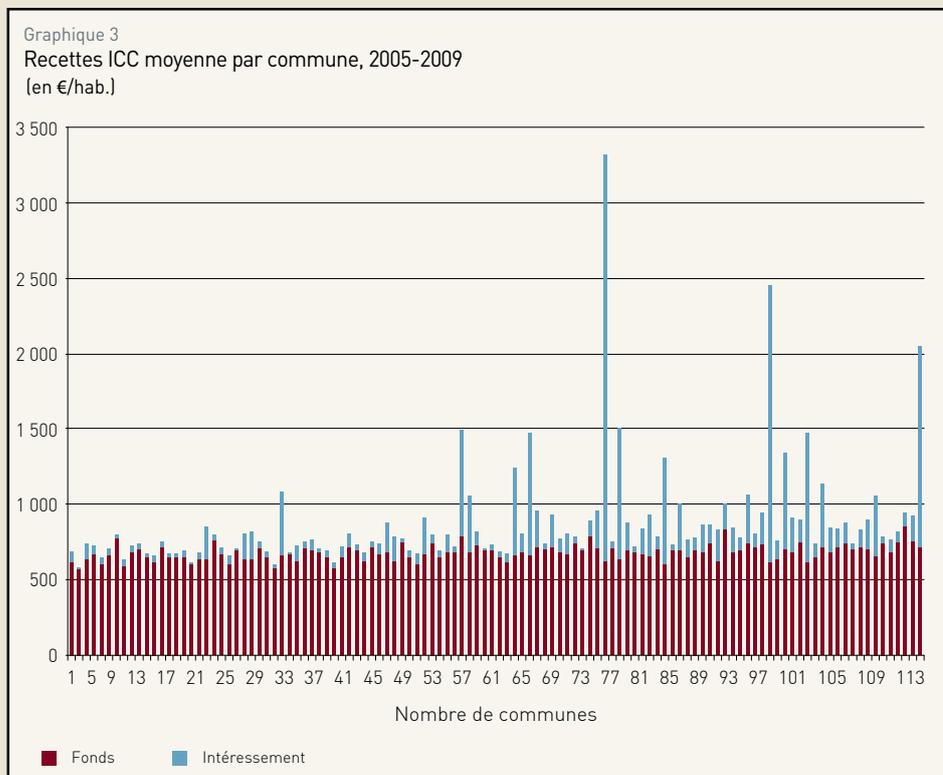
Il en résulte d'une part des communes bénéficiaires, qui reçoivent une quantité d'argent supérieure à leur contribution dans le fonds et d'autre part les communes contributrices nettes, qui versent davantage au fonds que ce qu'elles en retirent. Au cours de la période 1998-2009, le nombre de communes contributrices nettes équivaut en moyenne à 7% du total des communes.

Une analyse du système de péréquation montre que de fortes disparités persistent après péréquation et que certaines d'entre elles résultent de la répartition des avoirs du fonds de la péréquation. Ces dernières proviennent en partie du critère de répartition « salariés rectifiés ». Il serait souhaitable de réduire une partie des disparités entre les communes en supprimant le critère des salariés rectifiés. Cette modification permettrait de simplifier le système existant, qui est en outre très complexe.

Le choix de ce critère peut d'ailleurs être remis en question pour plusieurs raisons. Premièrement, les communes ont un pouvoir de détermination de ce nombre rectifié. En effet, le nombre de salariés rectifiés résulte de la multiplication du taux de l'ICC fixé par les communes par le nombre de salariés. Une commune dont le nombre de salariés contribuant à l'ICC est faible pourrait être tentée d'avoir un taux d'imposition plus élevé qu'une autre commune dans la même situation afin d'obtenir davantage de recettes en provenance du fonds. Or une telle attitude sera contraire à la politique locale voire nationale favorisant l'accueil de nouvelles activités commerciales ou industrielles sur le territoire de la commune, en raison notamment du taux d'imposition ICC élevé.

Deuxièmement, les communes ayant un nombre de salariés pris en compte dans la péréquation ICC faible mais un nombre important de salariés n'entrant pas en ligne de compte (comme les fonctionnaires) sont désavantagées. Tous salariés, qu'il contribue ou non à l'ICC, sollicite en effet les services communaux.

Finalement, les dernières données disponibles concernant le nombre de salariés datent de 2003.



Sources : Ministère de l'Intérieur, calculs BCL.

D'autres modifications pourraient également avoir lieu, comme un ajustement des taux de contribution ou la mise en place d'un plafond ou « cap » sur la part d'intéressement net ou sur le montant de l'ICC par habitant après péréquation. En toute hypothèse, ne faudra-t-il pas perdre de vue que toute modification de paramètre dans l'un ou l'autre sens, comme par exemple dans le sens d'une plus grande équité entre les communes (une appréciation qui reste cependant à définir) aura des répercussions plus ou moins importantes sur les dotations totales des différentes communes, avec le risque de mettre en péril certains équilibres budgétaires.

2.2 L'impôt foncier (IF)

Les communes sont autorisées par la loi du 1^{er} décembre 1936, modifiée par la loi du 1^{er} février 1967, à percevoir un impôt foncier au titre d'impôt communal. Les communes fixent librement le taux de l'IF, sous réserve d'approbation grand-ducale et le produit de cet impôt leur revient directement.

Tableau 4:

Détermination de l'impôt foncier

Valeur unitaire (Einheitswert)
Application à ce montant du taux d'assiette (<i>Steuermesszahl</i>) de 7‰ à 10‰ ⁶⁴
= Base d'assiette (<i>Steuermessbetrag</i>)
Multiplication de la base d'assiette par le taux communal (<i>Steuerhebesatz</i>)
= Impôt foncier dû (<i>Grundsteuer</i>)

Source : *Ministère de l'Intérieur*.

L'IF est perçu par les communes sur la base de la valeur unitaire, à laquelle est appliqué un taux d'assiette et ensuite un taux de prélèvement communal. Le taux d'assiette dépend de l'utilisation de la propriété immobilière et donne lieu à deux catégories d'IF :

- Impôt foncier A : perçu sur les propriétés agricoles et forestières.
- Impôt foncier B : prélevé sur les immeubles bâtis et non bâtis.

Le taux appliqué pour obtenir l'impôt foncier A est un taux unique, alors qu'il existe diverses variantes pour le taux B, regroupant différents types d'immeubles. Avant 2008, il existait jusqu'à 4 variantes possibles pour le taux B⁶⁵. De même que pour l'ICC, les taux de l'IF sont fixés annuellement et individuellement par chaque commune.

La valeur unitaire des immeubles est établie sur la base de l'évaluation des biens et valeurs datant de 1941 et d'après les règles prévues par la législation fiscale. La fixation des valeurs unitaires et des bases d'assiette de l'impôt foncier rentre dans les attributions de l'Administration des contributions directes. Les administrations communales sont pour leur part responsables de la fixation du taux communal, du calcul de l'impôt foncier à payer par le propriétaire et du recouvrement de cet impôt. Néanmoins, à la demande des administrations communales, l'administration des contributions directes a été chargée de la confection, pour le compte et au nom des communes, des rôles et bulletins de l'impôt foncier⁶⁶.

64 Le taux varie en fonction de l'utilisation de la propriété immobilière et est fixé par le paragraphe 12 de la loi du 1^{er} décembre 1936 et par le paragraphe 28 de l'ordonnance d'exécution.

65 1. B
2. B1 + B2
3. B1 + B3 + B4 avec abattement
4. B1 + B3 + B4 sans abattement

66 En vertu du règlement grand-ducal du 1^{er} décembre 1962.

La loi du 22 octobre 2008 relative au pacte logement a modifié le cadre législatif applicable en matière d'impôt foncier et ce à partir du 1er janvier 2009. Elle prévoit notamment une nouvelle subdivision des catégories d'immeubles tombant sous l'impôt foncier B :

Catégorie 1 : Constructions commerciales (B1)

Catégorie 2 : Constructions à usage mixte (B2)

Catégorie 3 : Constructions à autre usage (B3)

Catégorie 4 : Maisons unifamiliales et maisons de rapport (B4)

Catégorie 5 : Immeubles non bâtis autres que les terrains à bâtir à des fins d'habitation (B5)

Catégorie 6 : Terrains à bâtir à des fins d'habitation (B6)

Les taux d'imposition pour la catégorie A varient actuellement de 200 à 600% alors que ceux des catégories B peuvent aller de 100 à 1000%.

Il convient de signaler en particulier l'introduction par la loi du 22 octobre des deux nouvelles catégories 5 et 6, qui font désormais l'objet d'un traitement fiscal moins favorable que par le passé, afin d'encourager l'affectation à des logements des immeubles et terrains concernés.

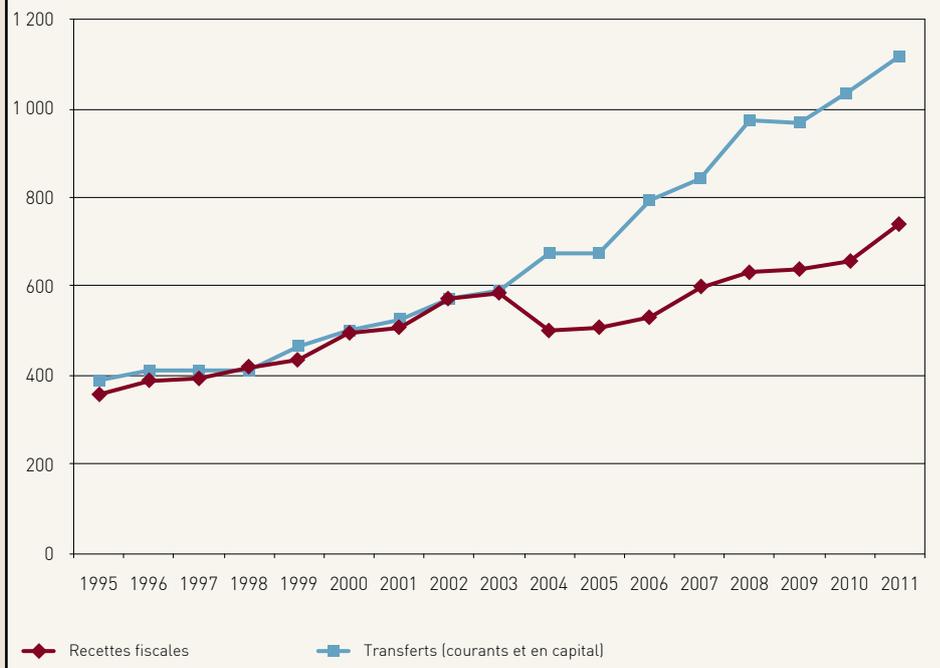
La loi d'octobre 2008 a en outre renforcé l'autonomie fiscale des communes, dans la mesure où elle a consacré la suppression des relations strictes prévalant auparavant entre les différents taux de l'impôt foncier. Ces relations, qui restreignaient la marge de manœuvre communale en matière de fixation de taux, garantissaient cependant une certaine équité entre les différents contribuables de la commune. A la faveur de la loi d'octobre 2008, les communes peuvent désormais taxer davantage les immeubles bâtis, les immeubles non bâtis et en particulier les terrains à bâtir, sans devoir accroître en parallèle l'impôt foncier pesant sur les terrains agricoles et forestiers.

Une recommandation de la BCL, rejoignant également le rapport de la Commission des finances et du budget de la Chambre des Députés, est la nécessité d'une réforme de l'impôt foncier. Les valeurs unitaires servant au calcul de la base imposable sont désuètes et aboutissent à une sous-évaluation massive de l'assiette imposable et par voie de fait du produit de l'impôt. Cette réforme aurait évidemment un coût, mais des techniques faisant appel à des évaluations automatisées permettraient de réduire notablement ce dernier. Les communes doivent bien entendu continuer à disposer de leur autonomie en matière de fixation des taux de l'impôt foncier. Elles peuvent faire appel à ce levier fiscal sans pour autant entrer en opposition frontale avec la politique du gouvernement en matière de pression fiscale. Outre son effet favorable sur les recettes communales, une telle disposition favoriserait l'indispensable consolidation budgétaire des Administrations publiques - résultant notamment de nos engagements européens. Par ailleurs, une réestimation des valeurs unitaires inciterait à davantage de parcimonie dans l'utilisation de cette ressource rare que constituent les terrains.

3. LES RECETTES DE TRANSFERTS

Le graphique suivant montre l'évolution des recettes fiscales et des transferts, dont près de 70% proviennent du Fonds Communal de Dotation Financière (FCDF). Le montant du FCDF en particulier et des transferts de l'Etat aux communes

Graphique 4
Evolution des recettes fiscales et des transferts
(en millions d'euros)



Sources : Statec, calculs BCL.

en général s'est accru de façon soutenue au cours des années récentes, sous l'effet notamment de la montée en puissance des activités de commerce électronique, génératrices de recettes de TVA. Au cours de la période 1995-2011, le taux de croissance annuel moyen des transferts s'est établi à 6,8%, contre 4,7% pour les recettes fiscales.

Les recettes d'ICC ont pour leur part vu leur importance dans les recettes des Administrations locales décliner depuis 2003, ce qui pourrait être la conséquence de l'important allègement de la fiscalité des sociétés adopté en 2002.

A travers cette évolution, une plus grande dépendance des pouvoirs locaux vis-à-vis de l'Administration centrale se met en place.

3.1 Fonds communal de dotation financière (FCDF)

Le Fonds Communal de Dotation Financière est constitué de l'ensemble des montants alloués par l'Etat central au secteur communal, qui ne sont par ailleurs pas affectés à un objet spécifique. Il a été mis en place en 1987⁶⁷ en regroupant un amalgame de différents transferts de revenus aux communes, afin de mettre à la disposition des communes des ressources de fonctionnement plus stables et libres de toute obligation d'emploi.

La dotation annuelle du fonds se compose de la manière suivante⁶⁸ :

- 18% du produit de l'impôt sur le revenu des personnes physiques fixé par voie d'assiette et de l'impôt retenu sur les traitements et salaires ;
- 10% du produit de la TVA, déduction faite des sommes dues aux Communautés européennes au titre de ressources propres provenant de cette taxe ;
- 20% du produit de la taxe sur les véhicules automoteurs ;
- un montant forfaitaire adapté annuellement pour tenir compte des modifications intervenues dans la législation.

⁶⁷ Le FCDF a été institué par l'article 38 de la loi modifiée du 22 décembre 1987 (Mémorial 106 du 24.12.1987).

⁶⁸ Voir l'annexe pour le schéma de fonctionnement du Fonds.

Après détermination de son montant global, les avoirs du Fonds Communal de Dotation Financière sont répartis entre les communes en deux étapes et selon des critères arrêtés annuellement dans la loi budgétaire :

Une somme fixe est allouée à chaque commune. Elle s'élève à 99.157 euros par commune. Elle est majorée d'une somme supplémentaire de 18.592 euros pour chaque conseiller communal dépassant le nombre de 7. L'objectif principal de ce préciput est de permettre notamment aux petites communes d'assurer les services de base comme le secrétariat, la recette et l'état civil.

Après avoir déterminé le total de ces allocations de base, le solde du FCDF est réparti entre les communes selon les critères suivants :

- 65 % d'après la population de résidence,
- 15 % d'après la superficie verte (dont 9,75 % au prorata de la base d'assiette de l'impôt foncier des propriétés agricoles et forestières et 5,25 % au prorata de la surface des terrains relatifs aux propriétés agricoles et forestières)
- 20% d'après la densité de la population (degré d'urbanisation).

Au niveau du FCDF, l'impôt foncier A constitue un critère paraissant peu justifié. La valeur unitaire servant au calcul de l'assiette imposable date de 1941 et ne reflète donc plus la réalité. Les expériences étrangères montrent également que d'autres critères pourraient faire l'objet d'une réflexion. Ainsi, la superficie totale et la superficie bâtie sont généralement prises en compte à l'étranger (ce critère remplacerait la superficie verte). Les expériences étrangères suggèrent également que des critères sociaux (nombre de chômeurs, nombres d'écoliers, etc.) ou représentant la structure d'âge (nombre de jeunes, de personnes âgées, etc.) pourraient également être pris en compte. Une analyse économétrique des dépenses (élaborée par la BCL dans le cadre de la radiographie des finances communales) semble d'ailleurs indiquer que le taux de chômage constitue un déterminant important des dépenses communales, ce qui justifierait a priori sa prise en compte dans les critères de péréquation/répartition des recettes non affectées.

Plus généralement, se pose la question d'une répartition des ressources en fonction d'une typologie des communes. Dans certains pays, une telle typologie des localités est un critère rentrant dans la répartition des avoirs. Une typologie des communes nécessite cependant un grand nombre de variables (critères socio-économiques, démographiques, géographiques, etc.) et requiert une analyse factorielle. Les données actuellement disponibles pour le Luxembourg sont insuffisantes pour établir ce type de classification, a fortiori s'il s'agit d'un critère conditionnant directement le financement des communes. Une telle typologie devrait d'ailleurs présenter une grande stabilité et être d'une robustesse sans faille s'il s'agit d'en faire un critère déterminant de l'allocation des ressources. Faute d'une telle robustesse, cette typologie présenterait un inconvénient majeur : une commune pourrait rapidement changer de catégorie (notamment en présence d'un simple aléa statistique), avec à la clé une augmentation ou diminution brutale de ses ressources.

3.2 Les transferts autre que le FCDF

Les autres transferts, qu'ils soient courants (destinés à alléger les frais de fonctionnement des Administrations locales) ou qu'ils soient en capital (destinés aux investissements), sont des transferts affectés à une dépense spécifique.

A l'heure actuelle, aucun inventaire précis des transferts effectués par l'Etat central aux Administrations locales n'est disponible. Par ailleurs, un certain manque de transparence caractérise également les règles d'attribution de ces transferts. Chaque ministère est en effet responsable de l'octroi de subventions selon ses domaines de compétences. Les communes doivent par conséquent introduire des dossiers auprès de chacun d'entre eux. La mise en place d'une plateforme informatisée, où chaque commune pourrait accéder à ces dossiers, est vivement conseillée en vue d'augmenter



l'efficacité de leur gestion mais également celle de l'Administration centrale. L'application myguichet.lu pourrait ainsi être utilement transposée au niveau des communes.

4. CONCLUSION

A l'aube de défis importants, tels que le vieillissement de la population, il est temps pour les communes d'avoir une vision claire de leur avenir et de posséder les outils nécessaires pour y faire face. Les réflexions qui ont débuté il y a quelques années avec les fusions de communes doivent être poursuivies en vue d'aboutir à des réformes concrètes à moyen terme.

L'analyse des recettes des Administrations locales montre que des changements devraient avoir lieu. Les systèmes de péréquation de l'Impôt Commercial Communal et de répartition du FCDF paraissent excessivement complexes et assez désuets. Ils engendrent par ailleurs d'importantes disparités entre communes, surtout en ce qui concerne l'ICC. En outre, l'impôt foncier semble tout à fait « sous-utilisé » à l'heure actuelle, en raison principalement de la faible valorisation des valeurs unitaires.

Une réforme globale du financement des Administrations locales est nécessaire et d'ailleurs confirmée par les discussions menées entre le Ministère de l'Intérieur et le Syvicol.

Il n'y a pas que le système de financement qui devrait être réétudié. Les dépenses des Administrations locales devraient également être matière à réflexion, les deux allant d'ailleurs de pair. Il convient cependant de mentionner que le plus important dans l'immédiat pour les communes est de disposer d'outils, qu'ils soient comptables, informatiques ou autres, qui leur permettent de gérer efficacement leurs finances. D'autant que les finances de l'Etat central ne lui permettent pas d'assumer un quelconque dérapage budgétaire des Administrations locales.

2 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	106
2	Circulaires de la BCL	110
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	110
1	Statistiques de politique monétaire	110
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	110
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	111
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	111
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	111
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	111
7	Balance des paiements du Luxembourg	111
8	Commerce extérieur	112
9	Position extérieure globale	112
10	Avoirs de réserve	112
11	Établissements de crédit	112
12	Activité bancaire internationale	112
13	Organismes de placement collectif	113
14	Professionnels du secteur financier	113
15	Sociétés de gestion	113
16	Compagnies d'assurances et fonds de pension	113
4	Publications de la BCL	113
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	116
6	Liste des abréviations	117

1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

2013

2013/ N° 14 du 7 mars 2013

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2013/ N° 14 du 7 mars 2013 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 23 janvier 2013 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/2013/2)

Domaine: Politique monétaire

RÈGLEMENT DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG 2013/ N° 14 DU 7 MARS 2013 METTANT EN ŒUVRE L'ORIENTATION DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DU 23 JANVIER 2013 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/2013/2)

La Direction de la Banque centrale du Luxembourg ;

Vu le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et notamment son article 127 (2), premier tiret ;

Vu les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, et notamment leur article 3.1, premier tiret, et leurs articles 12.1, 14.3 et 18.2 ;

Vu l'article 108 bis de la Constitution ;

Vu la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg (ci-après la « Banque centrale ») telle que modifiée, en particulier les articles 2 (1), 2 (2) et 34 (1) ;

Considérant que l'article 2 de l'orientation BCE/2012/18 du 2 août 2012 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties¹ prévoit que l'Eurosystème peut décider que les contreparties peuvent, avant l'échéance, réduire le montant de certaines opérations de refinancement à plus long terme ou mettre fin à celles-ci (cette réduction du montant ou cette cessation sont, ci-après, également collectivement dénommées « remboursement anticipé »). L'article 2 précise encore que les conditions afférentes à ce remboursement anticipé sont publiées dans l'annonce de l'appel d'offres pertinent ou sous une autre forme que l'Eurosystème estime adéquate.

Considérant qu'il convient que la procédure applicable au remboursement anticipé par les contreparties soit davantage précisée afin d'assurer que les mêmes conditions sont appliquées au remboursement anticipé par toutes les banques centrales nationales des États membres dont la monnaie est l'euro (ci-après les « BCN »). Notamment, le dispositif de sanctions pécuniaires prévu à l'appendice 6 de l'annexe I de l'orientation BCE/2011/14 du 20 septembre 2011 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème² devrait s'appliquer lorsque les contreparties ne règlent pas la totalité ou une partie du montant à rembourser à la BCN concernée à l'échéance fixée, lorsqu'elles ont choisi le remboursement anticipé.

Considérant que la mise en œuvre de cette modification par la Banque centrale implique que le règlement de la Banque centrale 2012/ N° 12 du 12 septembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale

1 JO L 218 du 15.8.2012, p. 20.

2 JO L 331 du 14.12.2011, p. 1.

européenne du 2 août 2012 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (BCE/2012/18) [ci-après « le règlement 2012/ N° 12 »], une première fois modifié par le règlement 2012/ N° 13 du 9 novembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 10 octobre 2012 (BCE/2012/23), soit également modifié.

Art. 1er. Modification

Le règlement 2012/ N°12 est modifié comme suit :

L'art. 2 est remplacé par le texte suivant:

Art. 2. Faculté de réduire le montant des opérations de refinancement à plus long terme ou d'y mettre fin

1. L'Eurosystème peut décider que, dans certaines conditions, les contreparties peuvent, avant l'échéance, réduire le montant de certaines opérations de refinancement à plus long terme ou mettre fin à celles-ci (cette réduction du montant ou cette cessation sont, ci-après, également collectivement dénommées "remboursement anticipé"). L'annonce de l'appel d'offres précise si la faculté de réduire le montant des opérations en question ou d'y mettre fin avant l'échéance s'applique, de même que la date à compter de laquelle il peut être fait usage de cette faculté. Ces informations peuvent également être fournies sous une autre forme que l'Eurosystème estime adéquate.

2. Une contrepartie peut faire usage de la faculté de réduire le montant des opérations de refinancement à plus long terme ou d'y mettre fin avant l'échéance en notifiant à la Banque centrale le montant qu'elle a l'intention de rembourser dans le cadre de la procédure de remboursement anticipé, ainsi que la date à laquelle elle a l'intention d'effectuer ce remboursement anticipé, au moins une semaine avant la date de ce remboursement anticipé. Sauf disposition contraire précisée par l'Eurosystème, un remboursement anticipé peut être effectué n'importe quel jour coïncidant avec le jour de règlement d'une opération principale de refinancement de l'Eurosystème, à condition que la contrepartie procède à la notification visée dans le présent paragraphe au moins une semaine avant cette date.

3. La notification visée au paragraphe 2 devient contraignante vis-à-vis de la contrepartie une semaine avant la date de remboursement anticipé à laquelle elle fait référence. Le défaut de règlement par une contrepartie de la totalité ou d'une partie du montant dû dans le cadre de la procédure de remboursement anticipé à l'échéance fixée, peut résulter en l'imposition d'une sanction pécuniaire ainsi que prévu à la section 5.7.1 de l'annexe 8 des Conditions générales des opérations de la Banque centrale. Les dispositions de la section 5.7.1 de l'annexe 8 qui s'appliquent en cas de manquement aux règles relatives aux opérations d'appel d'offres s'appliquent lorsqu'une contrepartie ne règle pas la totalité ou une partie du montant dû à la date de remboursement anticipé visée au paragraphe 2. L'imposition d'une sanction pécuniaire est sans préjudice du droit de la Banque centrale d'exercer les recours prévus en cas de survenance d'un cas de défaillance ainsi que prévu dans les Conditions générales des opérations de la Banque centrale.»

Art. 2. Entrée en vigueur

Le présent règlement entre en vigueur le jour de sa publication.

Art. 3. Publication

Le présent règlement est publié au Mémorial et sur le site Internet de la Banque centrale (www.bcl.lu).

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
La Direction

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).

3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (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 2012/4, décembre 2012
- 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)

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)

4.3 CAHIER D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études N°82, janvier 2013
Banking Systemic Vulnerabilities: A Tail-risk Dynamic CIMDO Approach, by Xisong Jin and Francisco Nadal De Simone
- Cahier d'études N°81, janvier 2013
Fluctuations économiques et dynamique de la constitution de provisions pour créances douteuses des banques luxembourgeoises, de Sabbah Gueddoudj
- 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 Porpiglia 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 Porpiglia 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)

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)

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):
- 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.
- Ziegelmeyer, M. (2012): Nursing home residents make a difference - The overestimation of saving rates at older ages, Economics Letters 117(3): 569-572.
- P. Guarda, A. Rouabah and M. Vardanyan (2012) : Identifying bank outputs and inputs with a directional technology distance function, Journal of Productivity Analysis, DOI 10.1007/s11123-012-0326-7
- C. Curi, P. Guarda, A. Lozano-Vivas and V. Zelenyuk (2012) : Is foreign-bank efficiency in financial centers driven by home or host country characteristics? Journal of Productivity Analysis, DOI 10.1007/s11123-012-0294-y
- Ziegelmeyer, M. (2013): Illuminate the unknown: Evaluation of imputation procedures based on the SAVE Survey, Advances in Statistical Analysis 97(1): 49-76.

4.5.2 Présentations Externes

- Seminar on Best Practices in Forecasting Public Revenues (Ministère des Finances et Statec), Luxembourg, janvier 2012
- Lunch Seminar, University of Luxembourg, février 2012
- OECD technical seminar on inequalities and social mobility at the Ministry of the Economy and Foreign Trade, Luxembourg, avril 2012

- EUI-nomics, European University Institute, Florence, Italie, avril 2012
- RETEL (Réseau d'étude sur le marché du travail et de l'emploi) conference, Mondorf, mai 2012;
- Annual Meeting of the Austrian Economic Association, Vienne, Autriche, mai 2012
- Workshop on Taxing Cross-Border Commuters : Öresund and Beyond, Uppsala, Suède, mai 2012
- Annual conference of the Swedish Network for European Studies in Economics and Business (SNEE), Mölle, Suède, mai 2012
- Macro-prudential Research Network (MaRs), workstream 1 conference, Francfort, Allemagne, mai 2012
- ESCB seminar in preparation for the ECB surveillance reports, Banque Centrale Européenne, Francfort, Allemagne, juin 2012.
- SAVE – PHF Conference on “Demographic Trends, Saving and Retirement Security: Stylized Facts and Behavioral Responses », Munich, Allemagne, juin 2012
- 7th European Workshop on Labour Markets and Demographic Change, Université de St. Gallen, Suisse, août 2012.
- Working Group on Econometric Modelling (WGEM), Banque Centrale Européenne, Francfort, Allemagne, septembre 2012.
- Central Bank Macroeconomic Modeling Workshop on “Modeling Imbalances”, Varsovie, Pologne, septembre 2012.
- Working Group on Forecasting (WGF), Banque Centrale Européenne, Francfort, Allemagne, septembre 2012
- The short and medium impact of structural reforms and their implications for macroeconomic projections, WGF Workshop, Banque Centrale Européenne, Francfort, Allemagne, octobre 2012.
- CEPR/Euro Area Business Cycle Network conference on « Disaggregating the Business Cycle », Luxembourg, octobre 2012
- Comité de Politique Monétaire, Banque centrale européenne, Francfort, Allemagne, janvier 2013

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

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

COMMANDE / ORDER

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

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

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

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

UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
UCM	Union des caisses de maladie
UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
USD	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
VNI	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 • sg@bcl.lu