

# 1. La situation économique et financière

## 1.1 La situation économique au niveau international

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

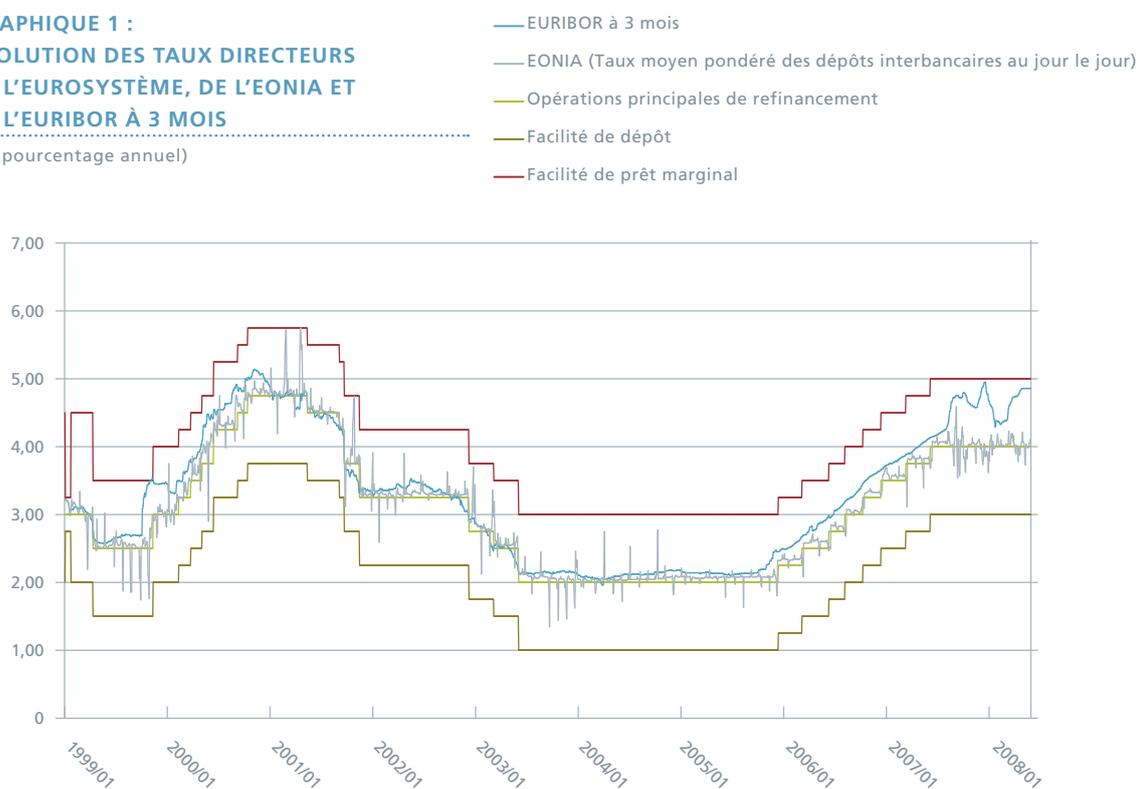
Tout au long de la période sous revue, le Conseil des gouverneurs de la BCE a fait face aux risques pesant sur la stabilité des prix, conduisant la politique monétaire de l'Eurosystème dans un contexte de croissance économique robuste, d'expansion dynamique de la monnaie et du crédit, et d'incertitudes accrues résultant de la difficulté de déterminer l'impact potentiel des turbulences financières apparues au mois d'août 2007.

Le Conseil des gouverneurs a relevé le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de 50 points de base au total en mars et en juin 2007, le portant à 4,00%. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été portés, respectivement, à 3,00% et 5,00%. Après le déclenchement

des turbulences de marché en août, la politique monétaire de l'Eurosystème a été conduite dans un climat d'incertitude accrue, notamment pour ce qui est des perspectives d'évolution de l'activité économique. Ainsi, le Conseil des gouverneurs a estimé qu'il serait nécessaire de collecter des données additionnelles et d'analyser davantage les informations disponibles pour en tirer des conclusions pour la politique monétaire ; par conséquent, les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés depuis le second semestre 2007. Les tensions financières se sont également traduites sur le taux moyen pondéré des dépôts interbancaires au jour le jour (EONIA) qui fut assujéti à des fluctuations considérables, alors que l'EURIBOR à trois mois s'est fortement accru malgré les mesures en matière de liquidité prises par l'Eurosystème.

**GRAPHIQUE 1 :**  
**EVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS DE L'EUROSISTÈME, DE L'EONIA ET DE L'EURIBOR À 3 MOIS**

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Bloomberg

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La progression annuelle moyenne de l'IPCH s'est élevée à 2,1% en 2007, après 2,2% en 2006. Ce taux est légèrement supérieur au taux compatible avec la stabilité des prix, définie par le Conseil des gouverneurs comme une progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro inférieure à, mais proche de, 2% à moyen terme. Les informations disponibles au deuxième trimestre 2007 indiquaient d'ailleurs que la progression annuelle de l'IPCH allait augmenter considérablement vers la fin de l'année. En effet, si en début de période l'inflation annuelle fut conforme à la définition de la stabilité des prix, elle dépassa largement les 2% à partir du quatrième trimestre 2007 suite à une hausse considérable des prix du pétrole et des produits alimentaires, ainsi qu'à des effets de base adverses découlant du recul des prix pétroliers au dernier trimestre 2006. En décembre 2007 et en mars 2008, les fourchettes des prévisions d'évolution de l'IPCH établies par l'Eurosystème avaient été fortement révisées à la hausse pour 2008. En effet, les taux d'inflation annuelle dans la zone euro se sont inscrits entre 3,2% et 3,6% lors des quatre premiers mois de l'année en cours ; d'après l'estimation rapide d'Eurostat, la progression annuelle de l'IPCH s'est établie à 3,6% en mai. Selon les projections du mois de juin, la progression annuelle de l'IPCH devrait se situer entre 3,2% et 3,6% en 2008, et entre 1,8% et 3,0% en 2009 ; par rapport aux projections de mars, les fourchettes des prévisions d'inflation ont donc été considérablement revues à la hausse, notamment en raison de la hausse des prix pétroliers et des produits alimentaires, ainsi que de l'augmentation des tensions inflationnistes dans le secteur des services. Plusieurs risques à la hausse subsistent et ont d'ailleurs encore augmenté récemment. Ces risques recouvrent notamment la possibilité de nouveaux renchérissements de l'énergie et des produits alimentaires ainsi que de relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte plus importants que prévu jusqu'à présent. Un possible renforcement des tensions inflationnistes découlant du processus de fixation des prix et des salaires suscite également de vives préoccupations. La capacité des entreprises d'imposer leurs prix de vente, notamment dans les compartiments du marché où la concurrence est faible (comme certains sous-secteurs des services), pourrait être plus forte qu'envisagé actuellement. Par ailleurs, les hausses de salaires pourraient se révéler plus importantes qu'attendu, compte tenu du taux élevé d'utilisation des capacités, de la situation tendue

sur le marché du travail et du risque d'effets de second tour. Le Conseil suit avec une attention particulière les négociations salariales et le processus de fixation des prix dans la zone euro.

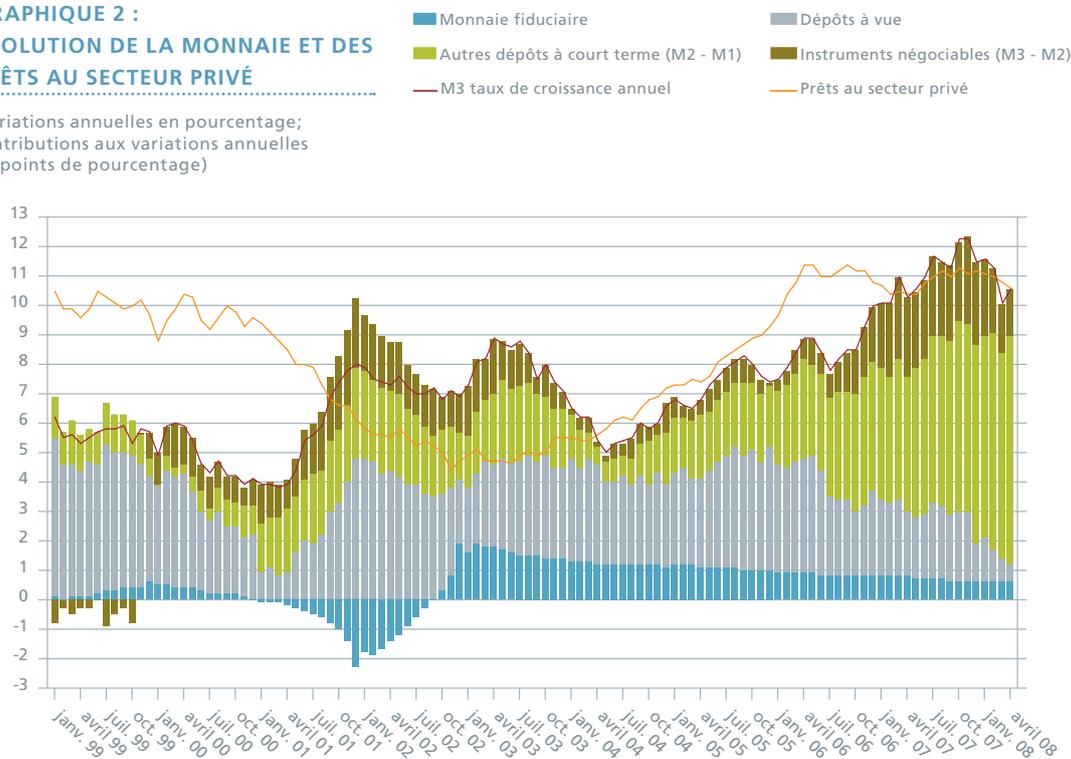
Il est indispensable de garantir un ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long termes à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

Suite aux turbulences qui ont éclaté sur les marchés financiers en août 2007, les perspectives économiques dans la zone euro ont été entourées d'un degré d'incertitude accru, justifiant ainsi un suivi attentif de l'ensemble des évolutions. La croissance économique dans la zone euro demeura toutefois robuste en 2007 ; le PIB en volume de la zone euro a progressé de 2,6% en glissement annuel, soutenu par les exportations mais surtout par une demande intérieure vigoureuse. Tout au long de l'année passée, les projections de l'Eurosystème tablaient d'ailleurs sur une croissance économique soutenue. Plus récemment, la progression annuelle du PIB en volume s'est établie à 2,2% au premier trimestre 2008. Les projections macroéconomiques de juin 2008 établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 1,5% et 2,1% en 2008, et entre 1,0% et 2,0% en 2009. La fourchette prévue actuellement pour la croissance du PIB en volume en 2008 se situe dans la partie supérieure de celle publiée en mars 2008, essentiellement en raison du résultat meilleur que prévu enregistré au premier trimestre ; suite à la hausse des prix des matières premières observée récemment, la fourchette a été légèrement révisée à la baisse pour 2009. Ces projections présupposent cependant que les turbulences observées sur les marchés financiers n'exercent pas une incidence plus négative que prévue sur l'économie réelle. Par ailleurs, des risques à la baisse supplémentaires découlent de nouvelles hausses potentielles des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

L'expansion des agrégats monétaires et du crédit demeura également forte en 2007 : l'agrégat large (M3) a progressé de 11,1% en moyenne, alors que le taux de croissance annuel moyen des prêts au secteur privé s'est établi à 10,8%. La croissance soutenue de la monnaie et du crédit s'inscrit dans le cadre de la tendance haussière observable depuis la mi-2004 et

## GRAPHIQUE 2 : EVOLUTION DE LA MONNAIE ET DES PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ

(variations annuelles en pourcentage;  
contributions aux variations annuelles  
en points de pourcentage)



Source : BCE

mi-2003 respectivement. A noter que la progression dynamique de M3 surestime sans doute toujours la tendance d'expansion monétaire sous-jacente dû à l'effet stimulant d'une courbe des rendements relativement aplatie qui implique une certaine réallocation de l'épargne du fait que les dépôts et titres à court terme inclus dans M3 sont plus attractifs que les dépôts et les titres à plus long terme (et donc plus risqués) non inclus dans l'agrégat large.

A ce stade, les turbulences financières n'ont guère eu d'incidence sur l'évolution de l'agrégat large, bien que quelques sous-composantes aient été affectées.

Le graphique montre que la modération de la contribution de l'agrégat étroit M1 (composé de « monnaie fiduciaire » et « dépôts à vue ») s'est poursuivie suite à l'effet restrictif des hausses des taux d'intérêt depuis fin-2005. Si la hausse des taux a entraîné une augmentation des coûts d'opportunité associés à la détention des actifs les plus liquides, la robustesse continue de l'activité économique au sein de la zone euro a exercé un effet opposé en soutenant la demande d'actifs

inclus dans M1 à des fins de transaction. Le taux de croissance annuelle de M1 est passé de 7,6% en décembre 2006 à 2,5% en avril 2008.

La forte progression des autres dépôts à court terme (M2-M1) s'est poursuivie et le taux de croissance relatif à ces dépôts s'est inscrit à 20,2% en avril 2008, par rapport à 11,7% fin-2006. L'impact de la croissance dynamique de ces dépôts sur l'agrégat large est donc d'autant plus considérable, comme souligné par le graphique qui montre bien à quel point M2-M1 a fait monter la croissance de l'agrégat large. Quant aux sous-composantes de M2-M1, c'est-à-dire les dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, ce sont surtout ces premiers qui sont responsables pour la forte expansion de l'agrégat. En effet, les dépôts à préavis se sont repliés en 2007 et début 2008, alors que la croissance annuelle des dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans n'a cessé d'atteindre de nouveaux sommets tout au long de la période sous revue pour s'établir aux environs de 42% en avril de cette année. Ces évolutions respectives sont attribuables à un écart de rendement croissant.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Alors que M2-M1 fut le moteur principal de la dynamique de croissance de M3, la contribution des instruments négociables M3-M2 au taux de croissance de M3 s'est également renforcée au cours de l'année passée avant de s'inscrire en baisse à partir de novembre 2007. La croissance annuelle des instruments négociables fut proche de 20% fin-2007, comparée à 13,3% en décembre 2006 ; la progression annuelle de M3-M2 s'est toutefois ralentie considérablement depuis fin 2007, pour s'inscrire à 11,2% en avril. Entre janvier et juillet 2007, le taux de croissance annuelle des titres d'OPCVM monétaires s'est constamment accru ; néanmoins, les OPCVM ont subi des sorties nettes en août, septembre et décembre 2007, ainsi qu'en mars et en avril 2008. Ces sorties nettes découlent du fait que certains OPC monétaires, à la recherche de rendements accrus, s'étaient exposés au marché du crédit structuré ; suite aux turbulences financières, l'aversion au risque qui en découlait a affecté les investissements en titres d'OPCVM. Le corollaire de ces développements fut une progression considérable des titres de créance à court terme, également inclus dans M3-M2. En effet, fin-2007 le taux de croissance annuelle de ces titres a atteint son sommet historique, s'établissant à près de 60%.

En ce qui concerne les contreparties de M3, on constate que les prêts au secteur privé ont repris vigueur en 2007 tout en se stabilisant aux environs de 11% depuis la mi-2007 ; leur progression annuelle s'est établie à 10,6% en avril 2008. Les prêts aux sociétés non-financières ont augmenté tout au long de la période sous revue et leur progression annuelle a atteint un sommet historique à 15,0% en mars de cette année ; en avril, leur taux de croissance annuelle s'est inscrit à 14,9%. La croissance annuelle des prêts aux ménages a continué sur sa trajectoire baissière entamée en 2006, tant du côté des prêts immobiliers que du côté des prêts à la consommation.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE suit très attentivement l'ensemble des évolutions et estime qu'il convient de faire preuve d'une vigilance accrue. Il agira de manière résolue et en temps opportun pour empêcher les effets de second tour et éviter que les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme ne se matérialisent. Le Conseil des gouverneurs est fermement déterminé à garantir un ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long termes à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

## 1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

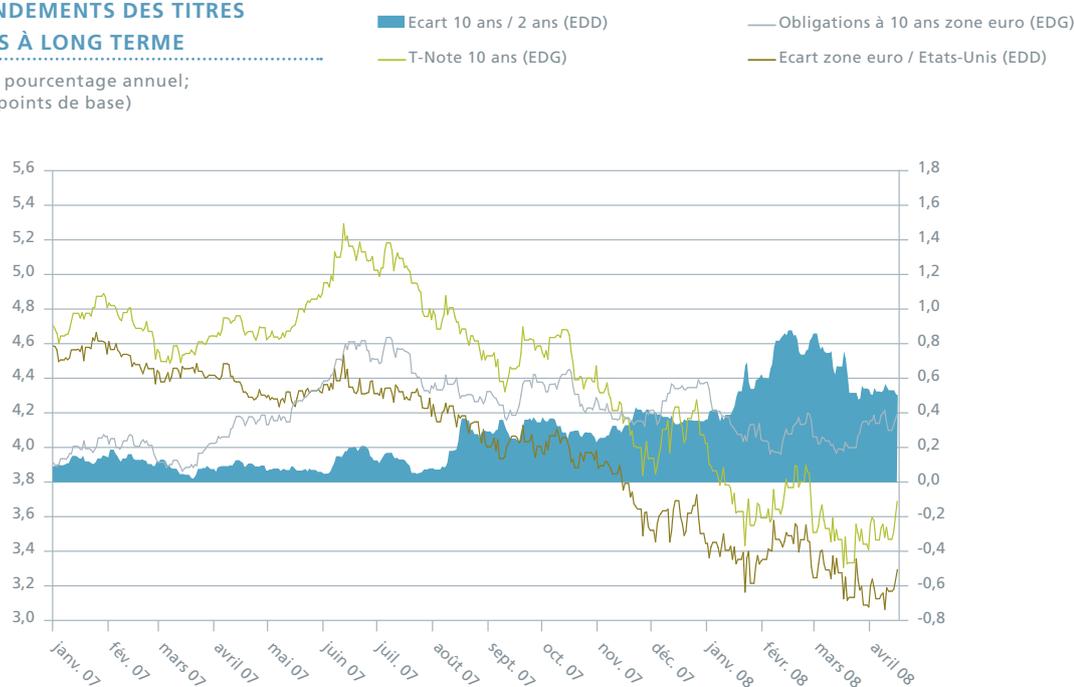
Fin-2007, les rendements des titres publics à long terme de la zone euro se sont inscrits à 4,4%, soit plus de 45 points de base en-dessus de leur niveau de fin-2006 ; depuis le début de l'année en cours, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont légèrement augmenté, pour s'établir à 4,5% à la fin du mois de mai. Après le déclenchement des turbulences de marché en août, les rendements obligataires étaient assujettis à d'importantes fluctuations suite à une hausse considérable de la volatilité sur les marchés obligataires et autres. L'écart de rendement entre les titres américains et ceux de la zone euro s'est continuellement creusé à partir de la mi-2007 pour devenir négatif en novembre, s'inscrivant à 46 points fin-mai 2008. En effet, aux Etats-Unis les rendements des emprunts publics à long terme se sont établis à environ 4,0% à la fin de l'année passée, soit 68 points de base en-dessous de leur niveau de fin-2006 ; depuis lors, les rendements obligataires américains ont faiblement progressé, s'établissant à presque 4,1% en fin de période.

En ce qui concerne l'évolution des taux réels, les rendements sur les obligations à dix ans indexées sur l'inflation ont globalement progressé dans la zone euro en 2007, pour s'inscrire aux environs de 2% fin-2007 ; aux Etats-Unis, les taux réels ont chuté. Début 2008, les taux réels ont fléchi dans la zone euro avant de se tendre à nouveau vers la fin du premier trimestre suite à une amélioration des perspectives de croissance.

Si les points morts d'inflation dans la zone euro se sont accrus depuis fin-2006 pour s'établir à des niveaux relativement élevés, il convient toutefois de souligner que leur évolution doit être interprétée avec prudence en présence des turbulences sur les marchés financiers ; ainsi, l'interprétation usuelle selon laquelle une augmentation des points morts d'inflation témoigne d'une hausse des anticipations d'inflation pourrait être erronée, notamment en raison des augmentations des primes de risque. Néanmoins, en raison du renchérissement considérable du pétrole et des produits alimentaires, il serait peu opportun de conclure que la hausse des points mort d'inflation ne traduise nullement les craintes des investisseurs en matière d'inflation.

### GRAPHIQUE 3 : LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

(EDG : en pourcentage annuel;  
EDD : en points de base)



Sources : Bloomberg, BCE

L'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans a fortement augmenté dans la zone euro à partir d'août 2007, pour se replier légèrement à partir de mars 2008. Ces développements découlent d'une accentuation de la courbe des rendements, surtout entre août 2007 et février 2008. Le raidissement de la courbe des rendements à son tour découle d'un fléchissement plus prononcé des rendements obligataires à court terme.

Au premier semestre de 2007, les taux longs ont encore considérablement augmenté de part et d'autre de l'Atlantique. Ces développements ont reflété des perspectives de croissance propices, surtout dans la zone euro, en ligne avec la publication de données macroéconomiques favorables. La hausse des rendements obligataires fut toutefois brièvement interrompue entre fin-janvier et la mi-mars, surtout pour ce qui est des rendements américains, lorsque les opérateurs de marché ont estimé que la croissance économique aux Etats-Unis allait se poursuivre à un rythme plus lent qu'initialement prévu ; fin février, ce mouvement fut renforcé par le report sur les valeurs refuges suite

à l'ajustement des cours boursiers découlant des turbulences sur le marché chinois. Par la suite, les rendements obligataires ont progressé considérablement et quasiment sans interruption jusqu'en juin. Ces développements découlaient du fait que les opérateurs de marché avaient revu à la hausse leurs anticipations relatives aux perspectives économiques, comme en témoigne d'ailleurs l'accroissement des rendements réels dans la zone euro et aux Etats-Unis. Si durant la première quinzaine du mois de juin les rendements obligataires ont fortement progressé dans le cadre de cessions massives, la tendance haussière a toutefois commencé à s'inverser au cours de la deuxième moitié du mois suite à l'apparition des premiers signes de perturbations observés sur le marché américain des prêts immobiliers de moindre qualité (c'est-à-dire sur le marché « subprime »); les taux ont alors fléchi sur toutes les échéances. En outre, la volatilité implicite sur les marchés obligataires de la zone euro s'est accrue à partir de juin.

C'est cependant au cours du mois de juillet que les investisseurs se montraient de plus en plus soucieux de la détérioration du marché subprime et des retombées

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

éventuelles. En effet, les développements du subprime conduisaient à une baisse de la valeur de certains titres adossés à des créances hypothécaires (« mortgage-backed securities »), ainsi qu'à une revalorisation des risques. Ainsi, les obligations publiques ont joué le rôle traditionnel de valeurs refuges, étant donné que ces titres représentent des valeurs sûres dans des situations d'incertitude accrue. Ces tensions se sont amplifiées considérablement en août, surtout aux États-Unis où les perspectives économiques se sont rapidement dégradées. La baisse plus prononcée des rendements obligataires aux États-Unis découlait également d'une politique monétaire américaine de plus en plus agressive ; en effet, le Comité fédéral d'open market a réduit le taux cible des fonds fédéraux de 100 points de base au total entre septembre et décembre 2007. Pendant cette période, les perspectives économiques dans la zone euro demeuraient nettement plus favorables et les rendements obligataires se sont découplés suite au recul plus modéré des taux longs de la zone euro ; par conséquent, l'écart de rendement s'est creusé de plus en plus rapidement pour devenir négatif pour la première fois depuis septembre 2004.

Alors que la baisse généralisée des rendements obligataires outre Atlantique à la suite des turbulences de marché fut brièvement interrompue à plusieurs reprises, notamment suite aux attentes des opérateurs de marché quant à un assouplissement considérable de la politique monétaire américaine, l'incertitude continua à régner en 2008. Si les anticipations relatives à un abaissement des taux directeurs ont tendance à exercer un effet baissier sur les taux longs, le regain d'optimisme auquel la réduction prononcée des taux directeurs américains a conduit a partiellement contrecarré ce mouvement, surtout au cours des deux derniers mois. En raison de la volatilité accrue sur les marchés boursiers dans le contexte des préoccupations des opérateurs de marché relatives à l'évolution future de l'activité économique (surtout outre Atlantique), les rendements obligataires ont enregistré d'importantes fluctuations depuis le début de l'année et la volatilité s'est fortement accrue avant de se modérer quelque peu en fin de période. Dans la zone euro, les taux longs ont globalement augmenté en 2008, et l'écart de rendement par rapport aux taux obligataires américains s'est donc creusé davantage. Ces développements indiquent que les intervenants

de marché estiment que l'économie réelle de la zone est moins exposée aux retombées des turbulences financières qu'aux États-Unis. Depuis la mi-mars, la tension des taux longs découle d'ailleurs d'une appétence accrue pour le risque des investisseurs.

## 1.1.3 Les marchés boursiers

Dans la zone euro et aux États-Unis, les principaux indices boursiers ont globalement progressé en 2007, alors qu'au Japon les cours ont chuté considérablement. L'indice Dow Jones EuroStoxx a avancé de 4,9%, le portant à 414,9 en fin-2007. Le S&P500 n'a progressé que de 3,5%, alors que le Nikkei 225 a fléchi de 11,1%. Ainsi, bien que la progression des cours américains et de la zone euro s'inscrive dans le cadre de la tendance à la hausse observable depuis début 2003, cette tendance s'est toutefois nettement ralentie par rapport à l'année précédente lorsque les deux indices avaient encore avancé d'environ 14% et 20% respectivement. La chute considérable du Nikkei 225 est en contraste avec sa progression d'environ 7% en 2006 et de 40% en 2005.

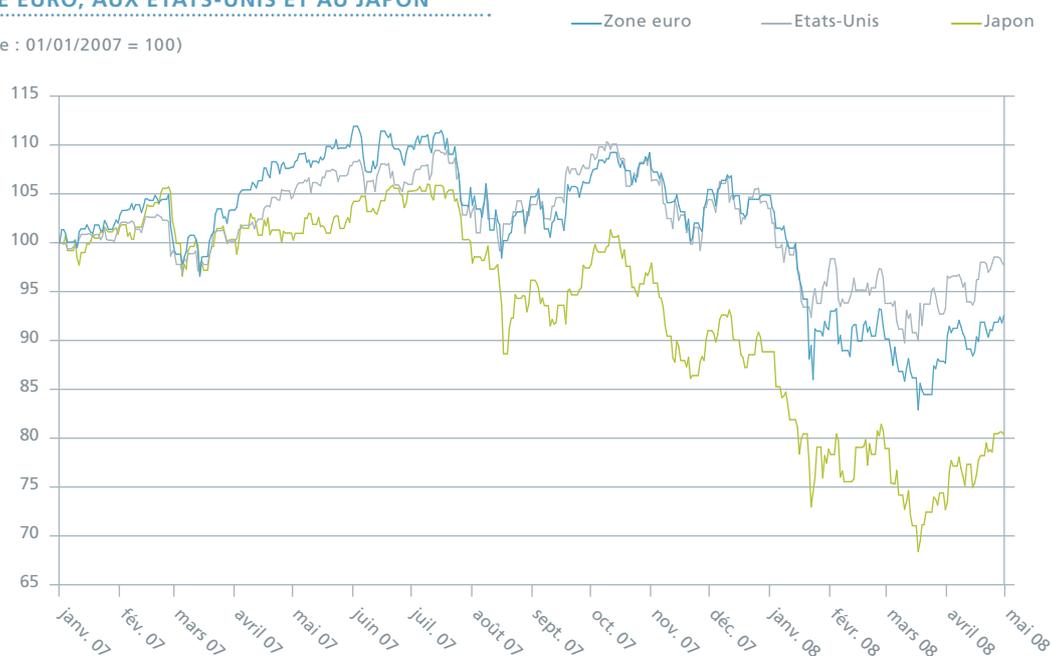
En cours de période, la tendance haussière s'est rapidement inversée et les cours se sont fortement repliés : entre début 2008 et fin-mai, le Dow Jones EuroStoxx et le S&P500 ont fléchi de 12,1% et de 4,5% respectivement, s'inscrivant à 364,7 et 1 400,4 en fin de période. L'indice japonais a reculé de 6,3% durant les cinq premiers mois de l'année pour s'établir à 14 338,5. Dans la mesure où l'indice japonais reflète les opérations liées aux stratégies de portage (« carry trades »), la chute du Nikkei est peu surprenante étant donné que les intervenants de marché ont tendance à réduire leurs positions quand l'aversion au risque augmente.

A partir de la mi-2007, les cours boursiers ont d'ailleurs progressé dans un climat de volatilité accrue. C'est dans ce contexte qu'il convient aussi de comprendre l'évolution globale des cours qui étaient assujettis à d'importantes fluctuations après le déclenchement des turbulences de marché durant les mois d'été.

Au premier semestre de l'année passée, les trois indices boursiers ont encore affiché une progression régulière, soutenue par l'évolution propice des bénéficiaires. Cette tendance à la hausse ne fut que brièvement interrompue fin février suite à un ajustement important décou-

#### GRAPHIQUE 4 : LES GRANDS INDICES BOURSIERS DANS LA ZONE EURO, AUX ETATS-UNIS ET AU JAPON

(indice : 01/01/2007 = 100)



Source : Bloomberg

lant des turbulences sur le marché chinois qui avait conduit à des cessions massives et à un report sur les valeurs refuges telles les obligations d'Etat. La reprise faisant suite à cette correction fut de courte durée et début juin la progression des indices boursiers fut à nouveau interrompue : suite à une révision à la hausse des perspectives de croissance et des anticipations de politique monétaire y afférentes, les rendements obligataires se sont tendus considérablement en raison de cessions massives, ce qui a lourdement pesé sur les cours boursiers. Après une courte période de stabilisation lors de laquelle les premiers signes de perturbations observés sur le marché américain des prêts immobiliers de moindre qualité (« subprime ») sont apparus, les marchés boursiers ont entamé, à partir des mois d'été, une phase prolongée durant laquelle ils se sont globalement inscrits en baisse.

En effet, les trois indices ont rapidement fléchi de concert suite au déclenchement des perturbations de marché qui avaient conduit à une importante réévaluation des risques. L'aversion au risque des intervenants de marché s'étant accrue, le corollaire en fut des dé-

gagements massifs d'actions et le report aux valeurs sûres : entre mi-juillet et mi-août, au cours de quelques semaines uniquement, l'indice japonais et celui de la zone euro ont chuté d'environ 12%, alors que le S&P500 a fléchi de 9%. Le secteur des services financiers fut particulièrement touché par la chute des cours. Si les cours se sont redressés par la suite, ils ont évolué dans un climat d'incertitude et de volatilité élevées jusqu'en fin de période. Ainsi, les marchés boursiers ont largement évolué en fonction des attentes des opérateurs de marché quant à l'envergure des turbulences de marché et leurs retombées sur l'économie réelle. Or, entre mi-août et mi-octobre, les marchés se sont partiellement remis des lourdes pertes enregistrées au cours des semaines précédentes dans le sillage d'un regain d'optimisme, du recul prononcé des rendements obligataires depuis la mi-2007 et de la persistance remarquable des bénéfices réalisés et attendus. Par la suite, les marchés boursiers se sont globalement inscrits en baisse tout en se stabilisant courant décembre. Fin-2007, malgré les pertes considérables encourues à plusieurs reprises et notamment suite aux perturbations liées au subprime, le Dow Jones EuroStoxx avait avancé

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

de presque 5% sur douze mois ; sur la même période, l'indice américain ne s'est apprécié que de 3,5%, alors que le Nikkei 225 a perdu plus de 11%.

Si en 2007 l'indice américain et celui de la zone euro ont globalement su progresser par rapport à fin-2006, les cours ont plongé début 2008. Lors des trois premières semaines de l'année courante, le Dow Jones EuroStoxx a chuté de 17%, le Nikkei d'environ 16% et le S&P500 de 7,5%. La volatilité a très fortement augmenté en janvier pour atteindre son sommet de plusieurs années, témoignant de la panique qui régna sur les marchés pendant cette période d'incertitude accrue lors de laquelle le moindre signe d'une dégradation des fondamentaux macroéconomiques a su bouleverser les marchés ; en même temps, l'évolution des bénéfices par action a affiché des signes de ralentissement. Les cours se sont toutefois stabilisés suite à deux baisses successives du taux cible des fonds fédéraux, les 22 janvier et 30 janvier, de 75 et 50 points de base respectivement. Cependant, en mars les trois indices ont atteint leurs creux respectifs de la période sous revue, enregistrant à nouveau de lourdes pertes suite à la crise de liquidité affectant la banque d'affaires Bear Stearns. Depuis la mi-mars, les marchés boursiers se trouvent à nouveau sur une trajectoire haussière, notamment en raison du rachat de Bear Stearns par JP Morgan, opération qui fut soutenue par le Système fédéral de réserve. La baisse de 75 points de base des taux directeurs américains a renforcé le regain d'optimisme des opérateurs de marché qui estimaient que le pire pourrait être passé sur les marchés de crédit. Le mouvement haussier des cours fut encore soutenu par une baisse de 25 points de base du taux cible des fonds fédéraux en avril. Si les prix pétroliers se sont envolés en avril et en mai, le Dow Jones EuroStoxx a tout de même continué à progresser, notamment en raison d'une performance remarquable du secteur du pétrole et du gaz.

## 1.1.4 Les taux de change de l'euro

L'euro s'est fortement apprécié depuis fin-2006, tant en termes effectifs que bilatéralement face au dollar américain et à la livre sterling. Globalement, la monnaie unique s'est également appréciée envers le yen japonais et, dans une moindre mesure, par rapport au franc suisse ; néanmoins, l'évolution globale de l'euro face à ces deux devises masque d'importantes fluctua-

tions, notamment en ce qui concerne sa progression par rapport au yen. L'euro s'est également apprécié face au renminbi chinois.

Entre fin-2006 et fin-2007, le taux de change effectif nominal<sup>1</sup> (TCEN) de l'euro s'est apprécié de plus de 6%. Au cours de cette même période, l'euro a progressé de plus de 10% face au dollar, passant de 1,32 USD à 1,46 USD, alors que la monnaie unique a avancé de 9% par rapport à la livre sterling pour s'inscrire à 0,74 GBP. Face au yen et au franc suisse, l'euro a avancé respectivement de presque 4% et 3%. Depuis début 2008, l'euro a continué à s'apprécier par rapport au dollar et à la livre sterling, alors qu'il s'est légèrement replié face au franc suisse ; globalement, la monnaie unique s'est faiblement appréciée par rapport au yen japonais tout en restant assujetti à d'importantes fluctuations.

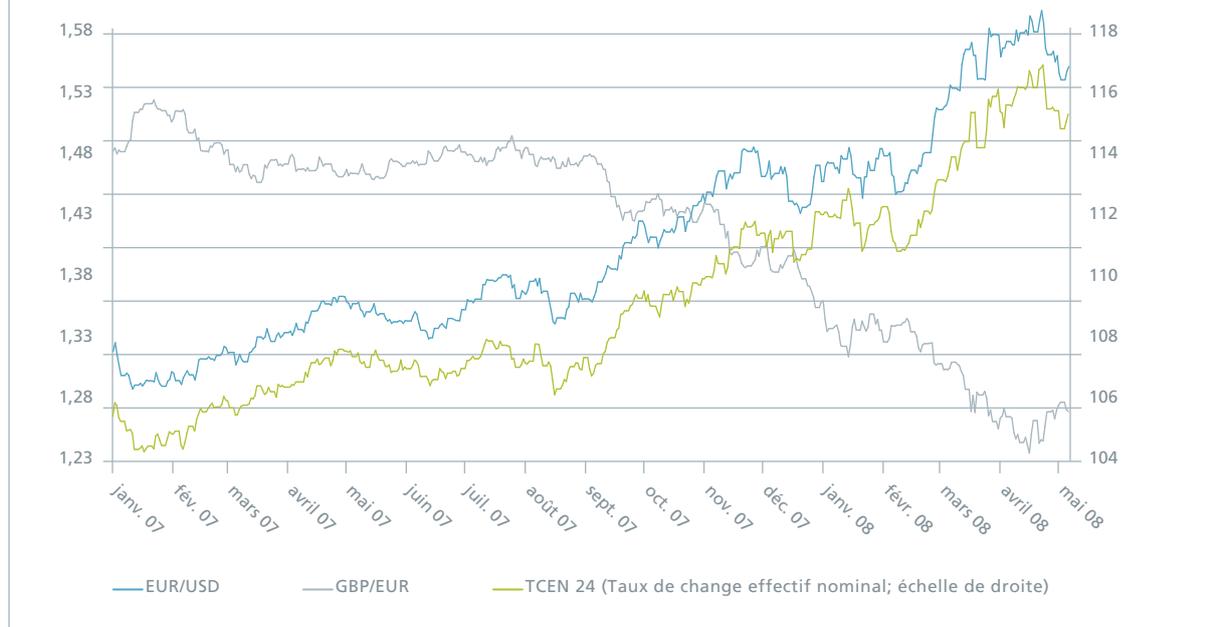
L'appréciation de l'euro face au dollar américain s'explique dans une grande mesure par une réévaluation des perspectives de croissance respectives aux Etats-Unis et dans la zone euro, ainsi que par le différentiel des taux directeurs de part et d'autre de l'Atlantique. En ce qui concerne le taux de change de la monnaie unique par rapport à la livre sterling, on constate qu'il a évolué dans une fourchette relativement étroite pendant un certain temps avant de s'apprécier considérablement à partir de septembre suite aux anticipations des opérateurs de marché quant à l'évolution des taux directeurs au Royaume-Uni. La progression de l'euro face au yen est liée à l'évolution de l'aversion au risque des intervenants de marché, dans la mesure où le yen est utilisé en tant que devise de financement dans le cadre des opérations de portage (« carry trades »).

Le dollar a fortement influencé la tendance haussière du TCEN tout au long de la période sous revue. L'appréciation de l'euro face au dollar fut plutôt modérée lors des huit premiers mois de l'année passée, notamment entre mai et août quand l'euro a progressé dans une fourchette relativement étroite. La tendance à la hausse fut renforcée par les décisions de politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique : le Conseil des gouverneurs de la BCE a haussé les taux directeurs de 25 points de base en mars et en juin, portant le taux de soumission

1

Il s'agit du taux de change de l'euro par rapport aux devises des vingt-quatre principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

**GRAPHIQUE 5 :**  
**LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO**



Sources : Bloomberg, BCE

minimale des opérations principales de refinancement à 4,00%, alors que le taux cible des fonds fédéraux aux Etats-Unis resta inchangé à 5,25%. Quant aux autres principales devises comprises dans le panier du TCEN, l'euro est resté stable par rapport à la livre sterling, alors qu'il s'est fortement apprécié face au yen japonais.

A partir de juillet 2007, la progression de l'euro face au yen fut particulièrement volatile en raison d'importantes fluctuations de l'attitude à l'égard du risque des intervenants de marché, ces fluctuations ayant conduit à une succession de dénouements et de reprises des opérations de portage. Les dénouements étaient particulièrement prononcés dans les mois d'été, quand l'euro s'est replié de quelques 9% par rapport au yen. Si le déclenchement des turbulences sur les marchés a d'abord fait chuter l'euro suite à un mouvement de report vers les valeurs refuge (qui généralement joue en faveur du dollar), la monnaie unique a ensuite embarqué sur une trajectoire haussière prolongée. La forte appréciation de l'euro par rapport à la devise américaine découlait du fait que les intervenants de marché estimaient que les perspectives de croissance s'étaient considérablement assombries aux Etats-Unis. S'agissant du cours de change de l'euro par rapport à

la livre sterling, cette dernière s'est considérablement dépréciée à partir de septembre suite à la crise de liquidité affectant la banque britannique Northern Rock et aux attentes grandissantes des intervenants de marché quant à un abaissement des taux directeurs au Royaume-Uni. Le renforcement de l'incertitude économique et les perspectives sur le marché du logement ont également contribué à la faiblesse de la livre sterling.

La forte progression de l'euro face au dollar et du TCEN dans son ensemble s'est partiellement atténuée entre novembre 2007 et février 2008, dans le cadre d'importantes fluctuations à court terme découlant des perturbations de marché, notamment à la suite de fréquentes révisions des jugements par les opérateurs de marché en matière d'évolution conjoncturelle et de politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique. A la suite d'importants dénouements des opérations de portage au tournant de l'année, la monnaie unique a fléchi de presque 8% face à la devise japonaise au cours de quelques semaines uniquement. Le franc suisse fut également touché par la montée de l'aversion au risque, alors que la livre sterling continua sur sa trajectoire baissière entamée en septembre. Entre février et avril, l'euro s'est rapidement apprécié pour atteindre son sommet historique face au dollar et à la livre

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

sterling, dépassant brièvement les 1,60 USD et frôlant les 0,81 GBP. Ces développements étaient, pour partie, liés au resserrement des écarts de taux d'intérêt entre la zone euro d'un côté, et les Etats-Unis et le Royaume-Uni de l'autre. Les opérateurs de marché s'attendaient d'ailleurs à ce que le cycle d'abaissement des taux directeurs américains se rapproche de sa fin. Parallèlement, les données relatives à l'inflation dans la zone euro impliquaient pour les opérateurs de marché une probabilité en déclin d'un assouplissement de la politique monétaire par le Conseil des gouverneurs de la BCE, malgré la persistance des tensions sur les marchés et de l'incertitude économique.

Il est possible que l'appréciation rapide de l'euro découle dans une certaine mesure, et ce plus que d'habitude, d'éléments techniques et de pressions spéculatives plutôt que de l'évolution des données économiques sous-jacentes. C'est dans ce contexte qu'il convient d'ailleurs de comprendre l'inversion partielle, observable entre la mi-avril et début mai, de la tendance haussière de la monnaie unique. Fin-mai, l'euro s'établissait à 1,56 face au dollar, à 164,1 face au yen et à 0,79 face à la livre sterling.

En ce qui concerne les devises ayant participé au mécanisme de change européen (MCE II), on peut tout d'abord noter que Chypre et Malte ont rejoint la zone euro le 1er janvier 2008, la livre chypriote et la lire maltaise ayant fait l'objet d'une conversion irrévocable à l'euro aux cours pivots retenus le 2 mai 2005 (CYP 0,585274 et MTL 0,4293 respectivement) lorsque ces deux pays avaient rejoint le MCE II. A l'exception de la couronne slovaque, les autres devises du MCE II – c'est-à-dire la couronne danoise, le litas lituanien, le lats letton et la couronne estonienne – sont largement restées stables et n'ont pas considérablement dévié de leurs cours pivots respectifs. L'euro s'est cependant déprécié face à la couronne slovaque pour passer d'environ 34,5 SKK à 30,3 SKK, notamment suite à deux réévaluations : le 19 mars 2007 la devise slovaque fut réévaluée de 8,5% par rapport à l'euro, portant le cours pivot de 38,4550 SKK à 35,4424 SKK ; le 28 mai 2008, elle fut réévaluée de 17,6472% et le nouveau cours pivot s'inscrit désormais à 30,1260 SKK. Le 7 mai 2008, la Commission européenne a d'ailleurs annoncé qu'elle estimait que la Slovaquie est prête à rejoindre la zone euro au premier janvier 2009 ; une proposition à cet effet a été adressée au Conseil des ministres des finances de l'Union européenne (ECOFIN) qui prendra la décision finale en juillet de cette année

après consultation du Parlement européen et discussion au sein du Conseil réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement. A deux reprises, notamment entre février et mars ainsi que vers la mi-septembre 2007, le lats letton fut également assujéti à des fluctuations accrues tout en restant à l'intérieur de la marge étroite unilatérale de +/- 1% autour de son cours pivot.

S'agissant des autres devises de l'Union européenne hors MCE II, la couronne tchèque et le zloty polonais se sont appréciés face à l'euro, alors que le lev bulgare est resté plus ou moins stable par rapport à l'euro à 1,95583 BGN. Le forint hongrois s'est globalement apprécié face à l'euro ; à rappeler que les autorités hongroises ont décidé, le 25 février 2008, de supprimer les marges de fluctuation et d'adopter un régime flottant pur. La couronne suédoise et le leu roumain se sont dépréciés en cours de période.

## 1.1.5 Les prix à la consommation

La progression de l'Indice des prix à la consommation harmonisée (IPCH) global de la zone a affiché un taux de progression moyen de 2,1% en 2007, contre 2,2% les deux années précédentes. Toutefois, le léger recul de la moyenne en 2007 masque que la tendance de l'inflation s'est renversée au cours de l'année sous revue. En effet, le rythme annuel de progression de l'IPCH est resté globalement stable, inférieur à 2% jusqu'à la fin de l'été 2007, avant de s'accélérer brutalement pour atteindre 3,1% à la fin de l'année sous revue.

Le profil d'évolution de l'IPCH en 2007 a reflété les hausses notables des prix des produits énergétiques et alimentaires. L'impact du renchérissement des produits pétroliers enregistré au début de l'année 2007 sur l'inflation a été tempéré par des effets de base favorables liés au fort recul des prix de ces produits entre août 2006 et janvier 2007. A partir de septembre 2007, en raison de l'envol des prix des produits pétroliers et d'effets de base défavorables, la composante énergétique de l'IPCH a considérablement contribué à la hausse de l'inflation.

Le rythme de progression annuel des prix des produits alimentaires non transformés est resté élevé pendant la plus grande partie de l'année sous revue, alors que le taux annuel des prix des produits alimentaires transformés s'est sensiblement accéléré à partir de la fin de l'été, passant de 1,9% en juillet à 5,1% en décembre.

Cette hausse des prix des biens alimentaires transformés, intervenue dans le contexte du renchérissement prononcé de certaines matières premières sur les marchés mondiaux, a aussi exercé de fortes pressions haussières sur l'inflation telle que mesurée par l'IPCH.

Les prix des pains et céréales, ainsi que ceux du lait, des fromages et des œufs ont particulièrement flambé.

Les prix des produits manufacturés hors énergie ont affiché un taux de progression moyen de 1% en 2007, soit 0,4 point de pourcentage de plus que l'année précédente. Cette hausse a notamment témoigné du relèvement du taux de TVA en Allemagne, de tensions haussières sur les coûts des consommations intermédiaires ainsi que d'une forte utilisation des capacités de production dans l'industrie au cours de l'année sous revue.

Finalement, le rythme des prix des services s'est accéléré au début de 2007, reflétant aussi et essentiellement la hausse du taux de TVA en Allemagne. Le taux annuel de cette composante est resté élevé tout au long de 2007, avec des valeurs aux alentours de 2,5%.

Contrairement au taux moyen de l'IPCH global qui a été quasiment stable en 2007 par rapport à l'année précédente, le rythme moyen de l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et de l'énergie s'est accentué de 0,5 point de pourcentage pour s'inscrire à 2,0%. Cet indicateur a aussi subi l'impact du relèvement

du taux de TVA en Allemagne au début 2007 et à partir du mois d'août de la flambée des prix des produits alimentaires transformés. Ainsi, le taux annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et l'énergie s'est établi à 2,3% en décembre 2007, soit son plus haut niveau depuis décembre 2002.

Quant à l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro début 2008, le rythme annuel de l'IPCH s'est encore accentué pour ressortir à 3,6% en mars soit le taux annuel le plus élevé enregistré depuis le début de la phase III de l'UEM, pour reculer ensuite à 3,3% en avril. La dynamique de l'inflation début 2008 a été fortement influencée par l'évolution des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

L'estimation rapide d'Eurostat fait ressortir la progression annuelle de l'IPCH de la zone euro à 3,6% en mai 2008. Ce résultat témoigne de la persistance de vives tensions sur l'inflation à court terme, essentiellement sous l'effet des hausses prononcées des prix de l'énergie et des produits alimentaires depuis l'automne 2007.

Selon les projections établies en juin 2008 par les experts de l'Eurosystème, la hausse de l'IPCH de la zone euro devrait se situer entre 3,2% et 3,6% en 2008 et entre 1,8% et 3,0% en 2009. Par rapport aux projections de mars 2008 des services de la BCE, les nouvelles fourchettes pour 2008 et 2009 se situent nettement au-dessus des fourchettes établies

**TABLEAU 1 :**  
**EVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX À LA**  
**CONSOMMATION HARMONISÉE (IPCH) ET**  
**DE SES COMPOSANTES DANS LA ZONE EURO**  
**(TAUX DE VARIATION ANNUELS)**

	2005	2006	2007	2006	2007	2007	2007	2007	2008	2008	2008	2008	2008	2008
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	janv.	févr.	mars	avril	mai
<b>IPCH global</b>	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,3	3,2	3,3	3,6	3,3	3,6
dont														
-Produits alimentaires non transformés	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,0	3,5	3,3	3,2	3,8	3,1	
-Produits alimentaires transformés	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	6,4	5,9	6,5	6,7	6,9	
-Produits manufacturés hors énergie	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,1	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8	
-Énergie	10,1	7,7	2,6	1,5	1,2	0,5	0,7	8,1	10,7	10,6	10,4	11,2	10,8	
-Services	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,8	2,2	
<b>IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie</b>	1,5	1,5	2,0	1,6	1,9	1,9	2,0	2,3	2,5	2,3	2,4	2,7	2,4	

Source : Eurostat

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

auparavant, traduisant essentiellement la hausse plus forte des prix de l'énergie et des produits alimentaires et l'accentuation des tensions inflationnistes dans le secteur des services. Les risques pesant sur les perspectives d'inflation demeurent nettement orientés à la hausse. Ces risques comprennent la possibilité de nouveaux renchérissements du pétrole et des produits alimentaires ainsi que de relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte supérieurs à celles envisagés actuellement. Le processus de fixation des prix et des salaires risque de renforcer les tensions inflationnistes. Le pouvoir des entreprises à fixer les prix de vente, notamment dans les segments du marché où la concurrence est insuffisante, pourrait être plus considérable qu'anticipé pour l'instant, et les hausses de salaires pourraient ressortir plus fortes que prévu, au vu du niveau élevé d'utilisation des capacités, de la situation tendue sur le marché du travail et du risque d'effets de second tour.

Le tableau suivant illustre que les projections d'inflation des services de l'Eurosystème de juin 2008 sont globalement confirmées par les prévisions récentes d'organisations internationales.

**TABLEAU 2 :**  
**COMPARAISON DE PROJECTIONS D'INFLATION IPCH**  
**POUR LA ZONE EURO (TAUX DE VARIATION ANNUELS**  
**MOYENS)**

	2008	2009
FMI (avril 2008)	2,8	1,9
Commission européenne (avril 2008)	3,2	2,2
OCDE (juin 2008)	3,4	2,4
Eurosystème (juin 2008)	3,2-3,6	1,8-3,0

Sources : Eurostat, Commission européenne, OCDE et Eurosystème

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

L'activité économique dans la zone euro a continué de croître à un rythme soutenu en 2007. La progression annuelle du PIB en volume s'est établie à 2,6% après 2,8% l'année précédente, en dépit de la volatilité des prix de l'énergie et d'un environnement marqué par le renforcement de l'incertitude résultant des turbulences sur les marchés de capitaux au second semestre de l'année.

Le ralentissement de la croissance du PIB en 2007 est essentiellement imputable à la décélération de la demande intérieure (2,2% en 2007 après 2,6% l'année précédente), les exportations nettes ayant quant à elles fait preuve d'un regain de dynamisme (24,1% après 11,4% en 2006), mais cela en raison d'une réduction plus importantes des importations que des exportations.

S'agissant de la demande intérieure, son infléchissement est attribuable aux évolutions de la consommation privée et à celles de l'investissement résidentiel. Plus en détail, la consommation privée a décéléré à 1,5% en 2007 (après 1,8% en 2006). Hormis l'incidence ponctuelle négative du relèvement de la TVA en Allemagne au cours du premier trimestre 2007, la consommation des ménages a rebondi au cours des mois suivants à la faveur de l'amélioration de leur revenu réel disponible, liée essentiellement aux évolutions positives de l'emploi et, dans une moindre mesure, à la hausse du pouvoir d'achat. Les perturbations financières qui ont certes généré une baisse de la confiance des consommateurs au second semestre ne semblent, dans les faits, n'avoir eu qu'une incidence directe limitée sur la consommation, même si les critères d'octroi des prêts à la consommation ont été durcis au cours des derniers mois de l'année.

En outre, après avoir rebondi en 2006, la progression de l'investissement a graduellement décéléré en 2007 passant de 5,0% à 4,3%. Dans un contexte de ralentissement des prix de l'immobilier, c'est l'investissement résidentiel qui a enregistré l'infléchissement le plus important. Ceci est corroboré dans les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire au dernier trimestre de 2007 qui affiche une diminution considérable de la demande nette de prêts au logement.

Sur le plan externe, la progression des exportations nettes s'est redressée. En effet, le ralentissement de la croissance des exportations (de 7,9% en 2006 à 6,0% en 2007) qui s'explique à la fois par l'appréciation rapide de l'euro et la concurrence grandissante de la Chine et des autres pays asiatiques émergents est allé de pair avec un infléchissement plus marqué encore des importations (de 7,7% à 5,2%).

Dans une optique prospective, le scénario de base établi respectivement par l'Eurosystème, la Commission euro-

**TABLEAU 3 :**  
**STRUCTURE DE LA CROISSANCE DU PIB EN VOLUME**  
**(VARIATION EN POURCENTAGE, DONNÉES CVS)**

	Taux annuels					Taux trimestriels							
	2005	2006	2007	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4
<b>Produit intérieur brut en volume</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>
dont:													
<b>Demande intérieure</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>
Consommation privée	1,6	1,8	1,5	2,1	1,4	1,6	1,7	1,1	0,5	0,1	0,6	0,5	-0,1
Consommation publique	1,5	2,0	2,2	2,3	2,2	2,2	2,4	1,8	0,5	1,0	0,2	0,6	-0,1
Formation brute de capital fixe	3,0	5,0	4,3	5,5	6,3	3,5	3,9	3,2	1,5	1,3	0,0	1,1	0,8
<b>Exportations nettes</b>	<b>-9,4</b>	<b>11,4</b>	<b>24,1</b>	<b>60,9</b>	<b>21,8</b>	<b>27,0</b>	<b>37,6</b>	<b>14,2</b>	<b>40,6</b>	<b>-7,4</b>	<b>11,6</b>	<b>-5,3</b>	<b>16,7</b>
Exportations de biens et de services	4,7	7,9	6,0	9,0	6,6	6,0	7,2	4,4	3,3	0,8	0,9	2,0	0,6
Importations de biens et services	5,5	7,7	5,2	7,1	5,9	5,0	5,9	3,8	1,7	1,3	0,3	2,5	-0,3

Sources : Eurostat, calculs BCL

péenne, l'OCDE et le FMI, décrit toujours une décélération de la croissance annuelle du PIB au sein de la zone euro. Par ailleurs, ces prévisions sont moins optimistes que celles publiées précédemment.

Selon les dernières projections de juin 2008 de l'Euro-système, le rythme d'expansion annuel moyen du PIB en volume s'inscrirait entre 1,5% et 2,1% en 2008 et entre 1,0% et 2,0% en 2009. Par rapport aux projections de mars établies par les services de la BCE, la fourchette prévue actuellement pour la croissance du PIB en volume en 2008 se situe dans la partie supérieure de celle publiée en mars 2008, principalement en raison du résultat meilleur que prévu enregistré au premier trimestre. En effet, avec un taux de 0,8% en glissement trimestriel, la progression du PIB en volume au premier trimestre 2008 a été très supérieure aux prévisions. Ce dynamisme a reflété en partie des facteurs temporaires, notamment les conditions météorologiques inhabituellement clémentes observées cet hiver dans de nombreuses régions d'Europe, qui semblent avoir dopé l'activité dans la construction. Toutefois, le taux de croissance élevé du premier trimestre pourrait être partiellement annulé au deuxième trimestre. Il convient donc, afin d'éviter des erreurs d'interprétation sur des résultats trimestriels hautement volatils, de procéder à une évaluation d'ensemble des deux premiers trimestres 2008.

Puis, pour 2009, la fourchette a été légèrement révisée à la baisse, par suite de la hausse des prix des matières premières observée ces derniers mois. Néanmoins, ces taux de croissance annuels doivent être interprétés avec beaucoup de prudence car même s'ils indiquent que la croissance pourrait être plus faible en 2009 qu'en 2008, ils occultent le fait qu'en rythme trimestriel, la progression du PIB en volume devrait atteindre un creux en 2008, avant de se redresser progressivement par la suite.

Les risques pesant sur ces projections de croissance économique sont considérés comme orientés à la baisse et l'incertitude entourant ces perspectives demeurent élevée. En particulier, ces risques continuent d'être liés à l'éventualité que les turbulences observées sur les marchés de capitaux exercent une incidence plus négative que prévu sur l'économie réelle. Par ailleurs, des risques à la baisse découlent de l'effet modérateur sur la consommation et l'investissement de nouveaux renchérissements imprévus de l'énergie et des produits alimentaires ainsi que d'une possible apparition de pressions protectionnistes et de perturbations qui pourraient susciter les déséquilibres mondiaux.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La demande, à la fois intérieure et extérieure devrait continuer de soutenir la croissance du PIB au sein de la zone euro en 2008, dans une moindre mesure toutefois qu'en 2007. Plus en détail, la consommation privée devrait contribuer à l'expansion économique, dans le sillage de l'évolution du revenu réel disponible, qui a bénéficié de l'augmentation significative de l'emploi, du taux d'activité et de la baisse du taux de chômage qui est revenu à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis vingt-cinq ans et ceci, en dépit de l'incidence négative de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires sur le pouvoir d'achat.

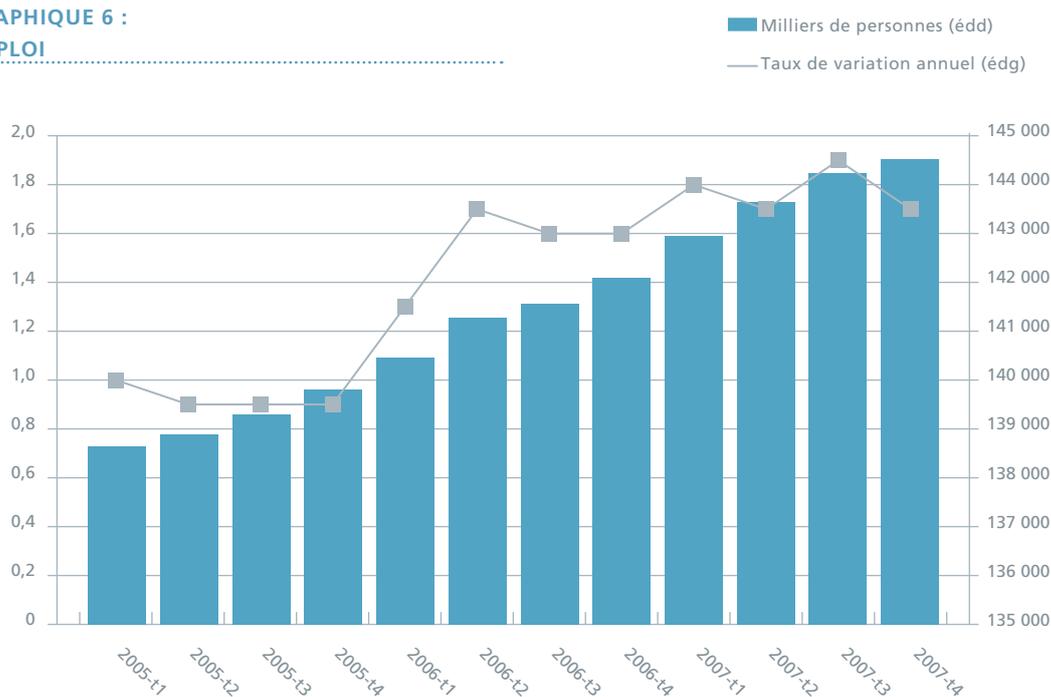
Ainsi, l'Eurosystème projette que la consommation privée enregistrerait une croissance en glissement annuel comprise entre 1,1% et 1,5% en 2008 et entre 0,9% et 2,1% en 2009. La consommation publique se placerait quant à elle sur un sentier de croissance modérée s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,3% et 2,3% en 2008 et entre 1,2% et 2,2% en 2009. La progression de la formation brute de capital fixe demeurerait un facteur de soutien en raison du niveau élevé du taux d'utilisation des capacités de production et de la forte rentabilité des sociétés

non-financières. Dès lors, le taux de croissance annuel moyen de la formation brute de capital fixe s'inscrirait dans un intervalle de 1,3% à 3,5% en 2008 et de -0,4% à 2,8% en 2009.

Sur le plan externe, tout en se modérant, l'activité économique mondiale devrait rester robuste, bénéficiant notamment de la persistance d'une croissance vigoureuse dans les pays émergents. Elle devrait donc continuer à soutenir les exportations dont le taux de variation annuel moyen serait compris entre 3,5% et 6,3% en 2008 et entre 2,4% et 5,6% en 2009. Parallèlement, le rythme de croissance annuel des importations totales devrait être quasiment du même ordre que celui des exportations, à savoir dans des fourchettes comprises entre 2,9% et 6,3% en 2008 et entre 2,2% et 5,6% en 2009. Par voie de conséquence, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement neutre sur l'horizon de projection.

La progression de l'emploi dans la zone euro s'est établie à +1,6% en 2007 (après +1,4% en 2006 et +0,6% en 2005), ce qui correspond environ à 4 millions de nouveaux postes créés. Selon la Commission euro-

**GRAPHIQUE 6 :**  
**EMPLOI**



Source : Eurostat

**TABLEAU 4 :**  
**PROJECTIONS ET PRÉVISIONS MACRO**  
**ÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO**

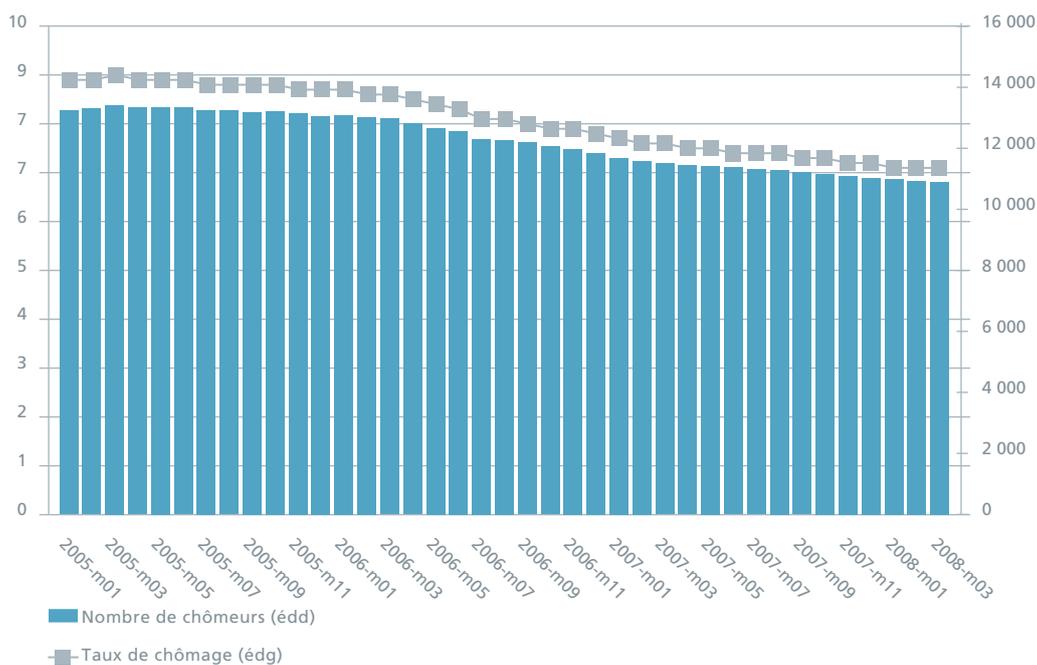
	2007	2008	2009
Prévisions de la Commission européenne - PIB réel	2,6	1,7	1,5
Projections de l'OCDE - PIB réel	2,6	1,7	1,4
Projections du FMI - PIB réel	2,6	1,4	1,2
Projections de juin de l'euro-système - PIB réel	2,6	1,5 - 2,1	1,0 - 2,0
Consommation privée	1,5	1,1 - 1,5	0,9 - 2,1
Consommation publique	2,2	1,3 - 2,3	1,2 - 2,2
Formation brute de capital fixe	4,3	1,3 - 3,5	-0,4 - 2,8
Exportations de biens et de services	6,0	3,5 - 6,3	2,4 - 5,6
Importations de biens et de services	5,2	2,9 - 6,3	2,2 - 5,6

Sources: Eurostat, Commission européenne, FMI, OCDE et Eurosysteme

péenne, la croissance de l'emploi ralentirait en 2008 et 2009 à respectivement +0,9% et +0,5%.

Les données disponibles sur le front du chômage étayent cette embellie puisque le taux de chômage a poursuivi sa baisse graduelle au cours de 2007 pour afficher 7,4% en moyenne après 8,3% en 2006. Soulignons que les données publiées pour le premier trimestre de 2008 confirment cette orientation favorable : le taux de chômage est ressorti à 7,1% en mars 2008 ce qui constitue le chiffre le plus bas enregistré depuis le début des années 1980. En termes absolus, le nombre de chômeurs s'établit désormais à moins de 11 millions de personnes en mars 2008 (10,9 millions plus exactement après 12,9 millions en mars 2007). Dans l'ensemble, la baisse du chômage entamée depuis le début de l'année 2005 reflète l'accélération de la progression de l'emploi liée à la situation conjoncturelle ainsi que l'incidence des réformes sur le marché du travail et la poursuite de la modération salariale.

**GRAPHIQUE 7 :**  
**CHÔMAGE**



Source : Eurostat

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

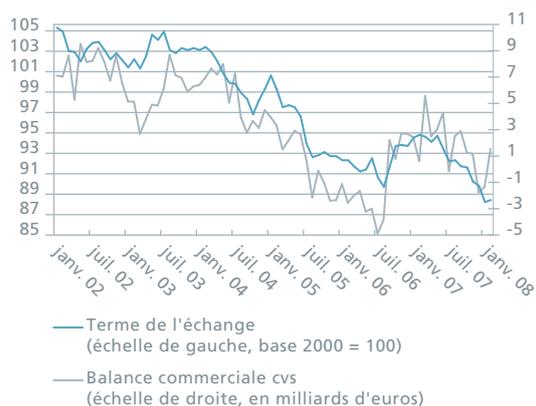
## 1.1.7 Le commerce extérieur

Après avoir progressé à un rythme exceptionnellement élevé en 2006, le commerce extérieur de la zone euro s'est ralenti en 2007. Les exportations de biens ont augmenté de 8,3% pour atteindre 1 493 milliards d'euros en 2007, alors qu'elles s'étaient accrues de 11,6% en 2006. La croissance des importations s'est quant à elle ralentie davantage, en passant de 13,7% en 2006 à 5,6% en 2007 (soit un niveau de 1 471 milliards). En conséquence, le solde commercial de la zone euro est redevenu excédentaire de 22,3 milliards d'euros en 2007 alors qu'il était déficitaire en 2006. Ce retournement de tendance s'explique donc par la croissance plus lente des importations de biens que celle des exportations.

La décomposition en volumes et prix des échanges de biens confirme d'ailleurs cette observation : sur toute l'année 2007, la croissance en volume des exportations (5,9%) s'est en effet avérée supérieure à celle des importations (3,9%, voir graphique). De même, au niveau des prix relatifs, les valeurs unitaires à l'exportation ont enregistré une croissance (2,2%) supérieure à celle des valeurs unitaires à l'importation (1,4%). L'amélioration des termes de l'échange qui en a résulté est partiellement liée à l'appréciation de l'euro qui a atténué la hausse de la facture énergétique (exprimée en euros) de la zone euro.

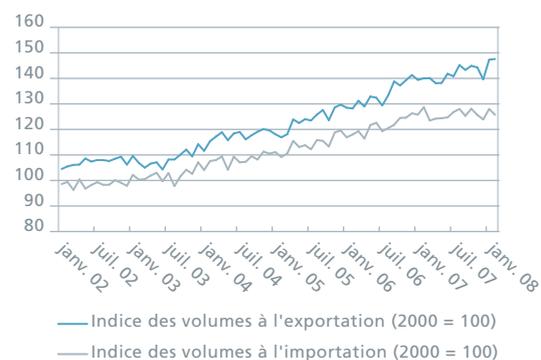
Après ce retournement de tendance observée sur toute l'année 2007, le solde commercial de la zone euro s'est à nouveau détérioré au premier trimestre de 2008 (voir graphique). Le déficit a ainsi atteint 12,2 milliards au premier trimestre de 2008 contre 1,3 milliard milliards au même trimestre de 2007. Cette évolution s'explique par une nouvelle détérioration des termes de l'échange résultant de la hausse du prix du pétrole et des matières premières, hausses que l'appréciation de l'euro n'a compensé que partiellement.

**GRAPHIQUE 8 :**  
EVOLUTIONS MENSUELLES DES TERMES DE L'ÉCHANGE ET DU SURPLUS COMMERCIAL DE LA ZONE EURO (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES, CVS)



Source : EUROSTAT

**GRAPHIQUE 9 :**  
EVOLUTION EN VOLUMES DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO



Source : EUROSTAT

La ventilation du commerce extérieur par principales catégories de biens montre que sur toute l'année 2007, les excédents sur les machines et matériels de transport (185 milliards d'euros) ainsi que sur les produits chimiques et connexes (88 milliards) ont respectivement progressé de 21,7% et de 9,4%. Par contre le surplus sur les produits manufacturés classés selon la matière première a poursuivi sa contraction (-34% à 19 milliards d'euros). Dans les échanges de biens pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde négatif, les produits pétroliers ont vu leur déficit se réduire de 5,9% à 231 milliards d'euros sur toute l'année 2007. Cette réduction est essentiellement due à un fléchissement (-3,5%) dans les volumes importés, dans un contexte où l'appréciation de l'euro n'a que partiellement compensé les fortes hausses des prix du pétrole. De même, le déficit en matières brutes, huiles et graisses s'est alourdi de 12,2% en 2007 (36,8 milliards) suite à la hausse généralisée des cours de ces produits.

Les évolutions du commerce extérieur selon les principaux partenaires de la zone euro montrent que l'excédent envers le Royaume-Uni a grimpé de 24% à 61 milliards d'euros en 2007. On note également une forte progression des excédents vis-à-vis des pays d'Europe Centrale et Orientale (Pologne, Bulgarie, Roumanie). Le surplus vis-à-vis des Etats-Unis s'est en revanche contracté de 13% à 64 milliards pour l'année 2007 suite à une réduction en volume des exportations vers ce pays. Quant aux déficits, ils se sont contractés dans les échanges avec les pays producteurs de pétrole : les pays membres de l'OPEP (-32% à 32,8 milliards d'euros), la Russie (-24,5% à 30 milliards) et la Norvège (-19,5% à 21 milliards). En revanche, les traditionnels déficits vis-à-vis de la Chine (110 milliards, soit le plus lourd déficit) et vis-à-vis du Japon (24 milliards) ont progressé respectivement de 21,4% et de 7,3%.

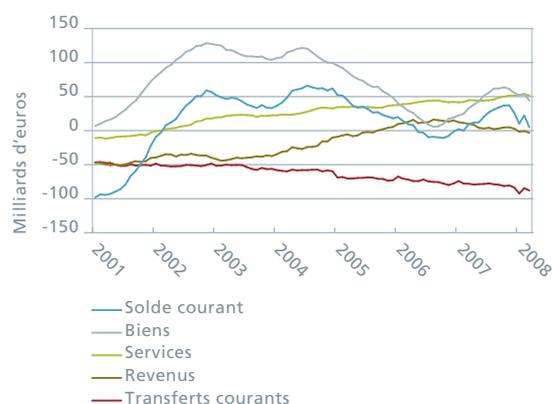
### 1.1.8 La balance des paiements

La balance courante de la zone euro s'est soldée par un excédent de 26,4 milliards d'euros au cours de l'année 2007, après avoir enregistré un léger déficit de 1,3 milliard en 2006. Cette forte amélioration s'explique en grande partie par l'embellie du surplus des marchandises. La forte hausse de l'excédent de biens, qui a atteint

55,6 milliards d'euros en 2007 contre 19 milliards en 2006, est due à une croissance plus importante des exportations de biens que celle des importations (cfr. section 1.1.7 ci-dessus). La zone euro a également bénéficié d'une évolution favorable dans le solde des services dont le surplus a progressé de 21,8% en atteignant 51,5 milliards d'euros en 2007. La balance courante a par contre été négativement affectée par le solde des revenus dont l'excédent a chuté à 3 milliards en 2007, contre 15 milliards en 2006. De même l'augmentation de 7,4% du déficit des transferts courants, qui a atteint un niveau record de 83,6 milliards d'euros sur toute l'année 2007, a eu un impact négatif non négligeable sur le solde courant de la zone euro.

D'après les dernières données disponibles, l'excédent courant de la zone euro s'est nettement amenuisé au premier trimestre de 2008 en s'établissant à 5 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en mars 2008 contre un surplus de 9,7 milliards sur la même période de 2007. Cette contraction est d'une part le résultat du retournement du solde des revenus (qui est passé d'un excédent cumulé de 11 milliards d'euros en mars 2007 à un déficit cumulé de 3 milliards en mars 2008) et d'autre part, le résultat de la croissance continue du déficit des transferts courants.

**GRAPHIQUE 10 :**  
**EVOLUTION DES SOLDES DU COMPTE**  
**COURANT CUMULÉS SUR DOUZE MOIS**



Source : BCE

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Dans les transactions du compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes cumulées de 103 milliards d'euros en 2007 contre 112 milliards en 2006. Ces entrées ont porté essentiellement sur les flux d'investissements de portefeuille et accessoirement sur les autres investissements, les investissements directs et les produits financiers dérivés ayant de leur côté enregistré des sorties nettes.

En général, dans les flux d'investissements de portefeuille, à la suite de la crise du subprime qui a débuté en août 2007, le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) s'est caractérisé par une grande méfiance, ce qui s'est traduit par une réduction de leurs placements en titres étrangers. Les entrées nettes sur investissements de portefeuille se sont ainsi réduites à 254 milliards d'euros en 2007 contre 266 milliards en 2006. Cette baisse, qui a affecté essentiellement les titres de créance, est la conséquence d'une forte réduction des placements des non-résidents dans les obligations de la zone euro. Dans les transactions sur titres de participation, la zone euro a en revanche subi une hausse des entrées nettes. Ces dernières entrées s'expliquent par d'importantes ventes nettes d'actions étrangères réalisées par les résidents de la zone euro.

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille ont été partiellement compensées par les sorties nettes d'investissements directs. Les perspectives de croissance relativement meilleures dans les pays émergents et dans les pays d'Europe de l'Est, ainsi que l'appréciation de l'euro qui a baissé la valeur des actifs libellés en dollar, ont poussé les entreprises résidentes à accroître leurs nouveaux investissements et leurs acquisitions à l'étranger. Dans les « autres investissements », les entrées nettes de 59 milliards d'euros en 2007 s'expliquent par une hausse des engagements nets des institutions financières monétaires (y compris l'Eurosystème).

## 1.2 La situation économique au Luxembourg

### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'Indice des prix à la consommation national (IPCN), s'est élevée à 2,3% en 2007, soit 0,4 point de pourcentage de moins que l'année précédente. Le recul de la moyenne annuelle masque toutefois le fait que le rythme de progression de l'IPCN s'est fortement accéléré à partir d'octobre 2007, passant à 3,4% en décembre, après avoir fluctué autour de 2% depuis le début de l'année sous examen (cf. graphique ci-dessous). L'apparition de pressions inflationnistes vers la fin de l'année s'explique essentiellement par la flambée du pétrole et des produits alimentaires au second semestre 2007, amplifiée par des effets de base défavorables liés au recul des prix de l'énergie au quatrième trimestre 2006.

L'impact des hausses mensuelles des prix des produits pétroliers observées au début de 2007 a été atténué par des effets de base favorables jusqu'en été et par l'appréciation de l'euro. En effet, les taux de variation annuels des prix des produits pétroliers ont été essentiellement négatifs, compris entre -4,9% et 0,4%, entre janvier et septembre 2007, malgré cinq hausses mensuelles consécutives enregistrées entre mars et juillet. Ensuite, les produits pétroliers ont largement contribué à l'accélération de l'inflation en raison, d'une part, de la flambée des prix de ces produits et, d'autre part, d'effets de base défavorables.

La hausse des prix des « produits alimentaires et des boissons non alcoolisées » s'est intensifiée vers la fin de l'été. En effet, le taux annuel de cette composante est passé à 5,3% en décembre, après avoir fluctué autour de 3% jusqu'en septembre. Cette évolution reflète essentiellement la flambée de certaines matières premières agricoles au niveau mondial, comme le lait et les céréales.

Le taux de variation annuel de l'IPCN hors produits pétroliers a été très soutenu, compris entre 2,2% et 2,6% au cours de l'année sous revue et s'est établi à 2,4% en moyenne annuelle en 2007, après 2,2% en 2006. La contribution des prix autres que ceux des produits pétroliers à l'inflation a donc été relativement vive au cours de l'année sous revue.

**GRAPHIQUE 11 :**  
**VENTILATION DE L'INDICE DES PRIX À LA**  
**CONSOMMATION NATIONAL**



Source : STATEC

Le plus récent dépassement de la cote d'échéance de l'échelle mobile des salaires a été observé en novembre 2007. Cependant, la date d'application effective a été reportée du 1er décembre 2007 au 1er mars 2008 conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires.

L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'indice harmonisé (IPCH), qui est moins représentatif des habitudes de consommation des résidents en raison de la pondération démesurée du tabac et des produits pétroliers, dont une proportion importante est consommée par des non-résidents, s'est établie à 2,7% en moyenne en 2007, soit un recul de 0,3 point de pourcentage par rapport au taux enregistré l'année précédente.

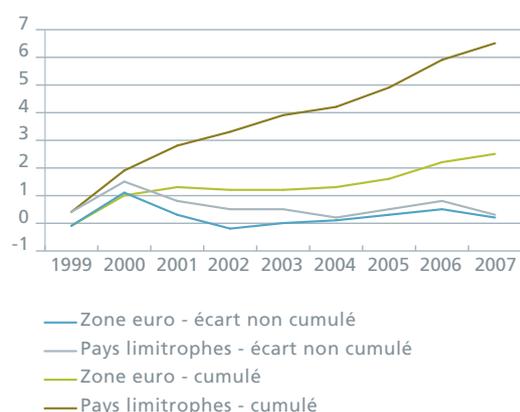
En 2007, les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg<sup>2</sup> par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes demeurent défavorables, quoique en recul par rapport à l'année précédente. Ainsi, la moyenne annuelle du différentiel d'inflation non cumulé s'est passée de 0,5 pp en 2006 à 0,2 pp en 2007 pour la zone euro et de 0,8 pp à 0,3 pp pour les pays limitrophes. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 à la fin 2007, ont atteint 2,5 et 6,5 points de pourcentage par rapport à respectivement la zone euro et la moyenne des pays limitrophes (cf. graphique).

2

Taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) du Luxembourg moins taux annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) respectivement de la zone euro et des pays limitrophes.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 12 :**  
**DIFFÉRENTIELS D'INFLATION**  
**(EN POINTS DE POURCENTAGE)**



Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL

A noter dans ce contexte que l'Eurosystème est responsable pour maintenir la stabilité des prix dans la zone euro dans son ensemble, sans tenir compte des écarts d'inflation qui pourraient exister entre États membres. L'Eurosystème ne dispose, d'ailleurs, d'aucun instrument pouvant réduire les différentiels éventuels. Il appartient, par conséquent, aux États membres dont l'évolution des prix s'écarte significativement de la moyenne de la zone euro ou de leurs plus importants partenaires commerciaux, d'identifier les raisons de ces différentiels d'inflation excessifs et de prendre des mesures adéquates. Cette analyse est particulièrement pertinente pour une petite économie ouverte comme le Luxembourg, en raison du fait que tout écart d'inflation défavorable implique en général une appréciation réelle et, donc, une perte de compétitivité. Les différentiels peuvent s'expliquer par des relèvements des impôts indirects et des tarifs publics, de développements salariaux non alignés sur les pays partenaires, par des évolutions défavorables de la productivité ainsi que par des inefficiences structurelles enracinées. Ces problèmes sont à résoudre au plan national. Pour plus d'informations au sujet de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise, le lecteur peut se reporter à deux encadrés intitulés respectivement « Coûts salariaux unitaires et productivité : comparaison avec les pays limitrophes » et « Les indicateurs de compétitivité prix/coûts, peuvent-ils expliquer la croissance des exportations ? » qui sont inclus dans le présent Rapport annuel.

En ce qui concerne l'évolution des prix à la consommation au début de 2008, l'IPCN annuel s'est maintenu à des niveaux supérieurs à 3%. En mai 2008, le taux annuel s'est même établi à 4,0%, soit la progression la plus élevée depuis l'introduction de la série en 1995. Cette évolution est surtout imputable au renchérissement du pétrole et des matières premières alimentaires sur les marchés mondiaux. L'inflation mesurée par l'IPCH a été nettement plus élevée au cours des derniers mois, avec des taux annuels compris entre 4,2% et 4,8%. La divergence entre les taux annuels de l'IPCN et de l'IPCH s'explique par la pondération plus élevée des produits pétroliers et du tabac dans l'IPCH en raison du fait qu'une forte proportion de ces produits est exportée.

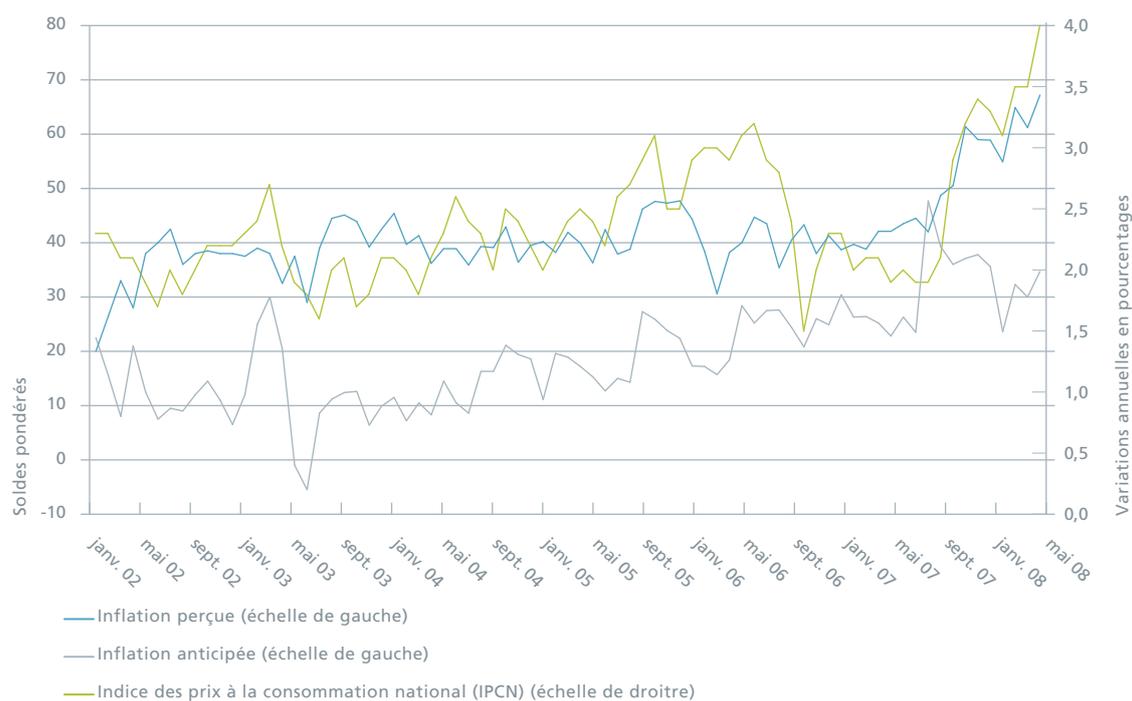
Selon l'enquête de la BCL auprès des consommateurs, les perceptions qualitatives de l'inflation par les consommateurs relatives aux douze mois précédents ont fortement augmenté depuis août 2007 pour atteindre leur niveau le plus élevé depuis l'introduction de l'enquête en 2002 (cf. graphique ci-après).

Les anticipations qualitatives des consommateurs concernant les évolutions de l'inflation au cours des douze mois à venir ont également nettement progressé en août 2007. Depuis septembre, elles sont revenues en deçà de leur valeur d'août, tout en restant assez élevées dans une perspective historique.

Les corrélations glissantes entre les perceptions d'inflation et les indicateurs de l'inflation effective (« IPCN global », « alimentation et boissons non alcoolisées », « produits pétroliers ») ont été assez faibles sur une grande partie de la période couverte par l'enquête ce qui suggère que la façon dont les consommateurs forment leurs perceptions ne semble pas toujours être directement liée à l'inflation effective mais à d'autres facteurs.

Cependant, l'évolution des prix de la composante « Alimentation et boissons non alcoolisées », semble avoir eu récemment une incidence très directe sur les perceptions d'inflation des consommateurs. En effet, les prix de cette division de l'IPCN ont fortement augmenté au cours des derniers mois et ces hausses ont été suivies de près par celles du niveau perçu de l'inflation. Ceci est confirmé par le fait que

**GRAPHIQUE 13 :**  
**PERCEPTIONS ET ANTICIPATIONS**  
**QUALITATIVES D'INFLATION DES**  
**CONSUMMATEURS DU LUXEMBOURG**  
**ET INFLATION OBSERVÉE**



Sources : BCL et STATEC

les corrélations glissantes observées plus récemment tranchent nettement avec celles de la période antérieure et atteignent des niveaux records. La division « l'Alimentation et boissons non alcoolisées » ne représente que quelque 14% du panier de l'IPCN. Toutefois, l'incidence de la récente flambée de ces prix sur les perceptions a encore pu être amplifiée par la couverture médiatique très importante réservée à ces hausses. Les corrélations glissantes entre les perceptions qualitatives, d'une part, et l'IPCN et les produits pétroliers, d'autre part, ont aussi fortement progressé au cours de la période récente, sans pour autant atteindre le niveau observé pour la division « Alimentation et boissons non alcoolisées ». On peut conclure que les indicateurs de l'inflation effective

expliquent bien les perceptions des consommateurs au cours de la période récente.

Sur l'ensemble de période couverte par notre enquête, depuis janvier 2002, les prix de la composante « Alimentation et boissons non alcoolisées », ont présenté une corrélation moins étroite (coefficient de corrélation de 0,41) avec les perceptions de l'inflation que l'IPCN global (coefficient de 0,57). La conclusion est la même pour les prix des produits pétroliers (coefficient de 0,40). En général, les variations annuelles des prix de « l'alimentation et (des) boissons non alcoolisées » et des « produits pétroliers » ont été corrélées aux perceptions d'inflation de manière largement similaire à l'IPCN global, ce qui tend à indiquer qu'elles ne sont

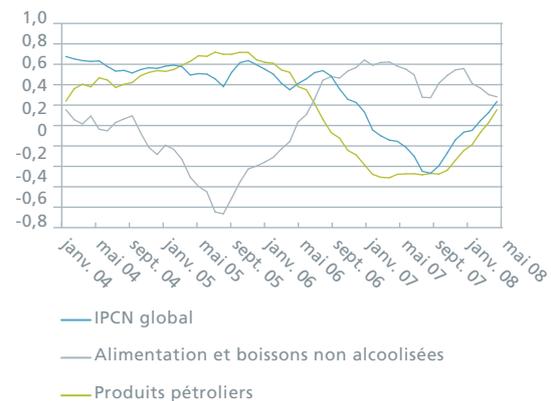
# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

guère plus à même d'expliquer les perceptions des consommateurs que l'IPCN global.

Les corrélations glissantes sur deux années entre les anticipations d'inflation des consommateurs et l'IPCN global et les deux composantes ont été assez volatiles sur toute la période couverte par l'enquête auprès des consommateurs. Il n'est donc pas aisé de tirer des conclusions au sujet de la formation des anticipations par les consommateurs.

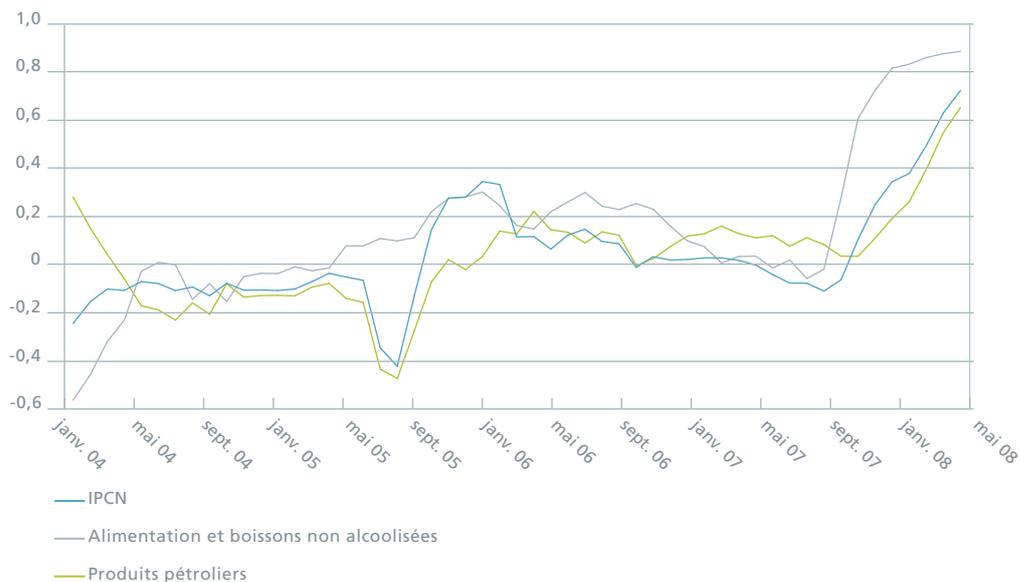
Le renforcement des perceptions et des anticipations d'inflation dans l'actuel contexte de hausses des prix des produits alimentaires et des produits pétroliers peut affecter l'économie. En effet, l'inflation élevée pourrait être l'une des raisons à l'origine de la baisse de la confiance des consommateurs au Luxembourg constatée ces derniers mois. Rappelons dans ce contexte qu'il y a une corrélation positive et significative entre la croissance de la consommation privée et la confiance des consommateurs.

**GRAPHIQUE 15 :**  
CORRÉLATION ENTRE LES ANTICIPATIONS QUALITATIVES DE L'INFLATION ET LES INDICATEURS DE L'INFLATION EFFECTIVE (COEFFICIENT DE CORRÉLATION SUR UN ÉCHANTILLON GLISSANT DE 2 ANS)

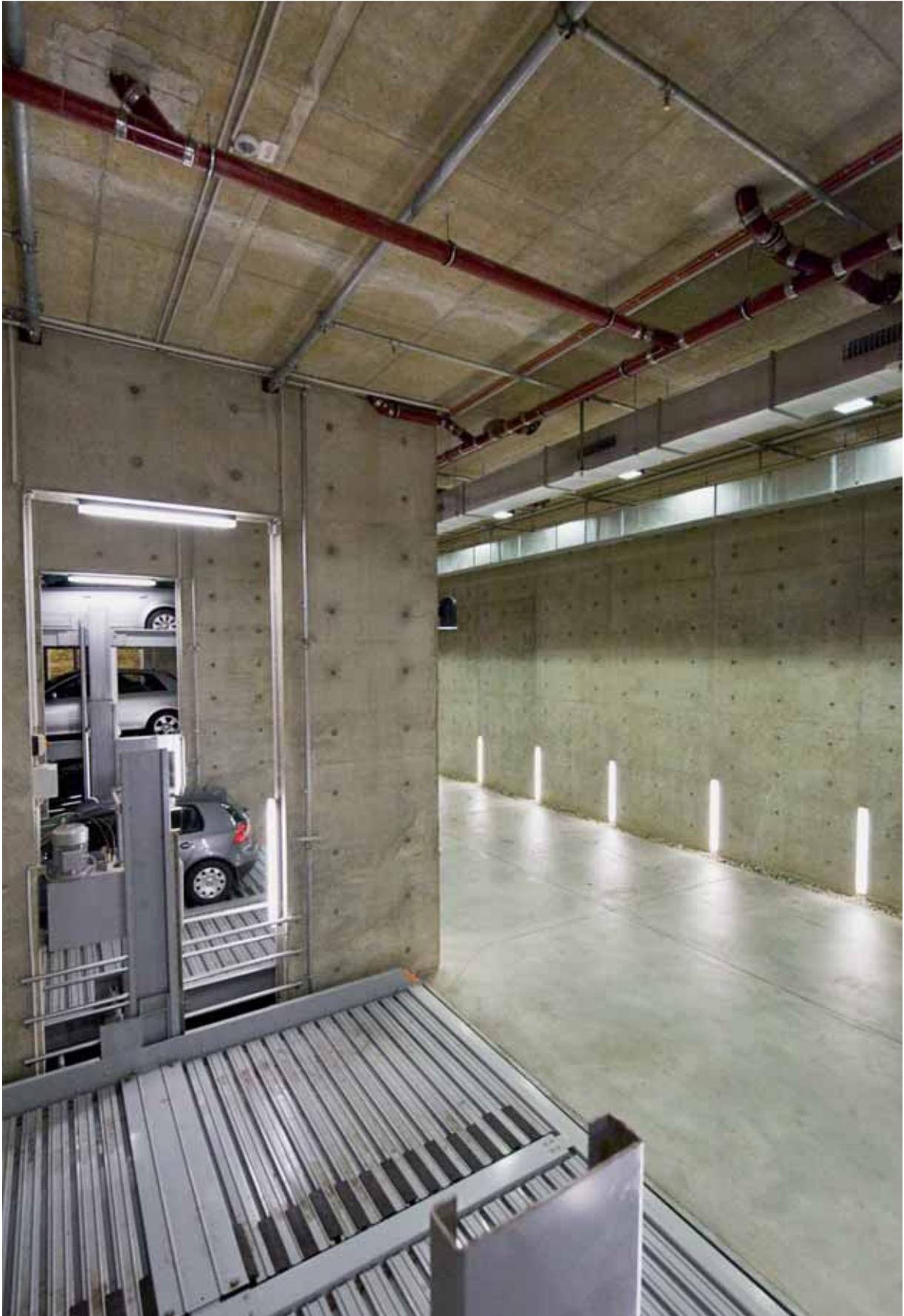


Sources : BCL et STATEC

**GRAPHIQUE 14 :**  
CORRÉLATION ENTRE LES PERCEPTIONS QUALITATIVES DE L'INFLATION ET LES INDICATEURS DE L'INFLATION EFFECTIVE (COEFFICIENT DE CORRÉLATION SUR UN ÉCHANTILLON GLISSANT DE 2 ANS)



Sources : BCL et STATEC



# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## Projections d'inflation

### Hypothèses

Fin mai, l'euro cotait aux environs de 1,54 USD/EUR, soit un niveau nettement plus élevé que lors des projections datant de mars 2008<sup>3</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment autour de 126\$/bl et les marchés à terme anticipent une stabilisation du prix à ce niveau jusqu'en juin 2009. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar progresserait de 60% en 2008 par rapport à 2007. Au total, l'appréciation de l'euro par rapport à la devise américaine depuis les projections de mars 2008 est insuffisante pour compenser l'envolée du prix du pétrole exprimé en dollar et les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont donc à nouveau été revues à la hausse, en moyenne de 26%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Les mesures fiscales du gouvernement demeurent inchangées par rapport à l'exercice précédent.

L'inflation à l'exclusion de l'énergie a récemment connu une évolution en ligne avec nos projections précédentes. Ainsi, en avril, l'IPCH à l'exclusion de l'énergie s'est établi à 2,9%, et l'IPCN à l'exclusion de l'énergie, avec un taux de 2,4%, s'est maintenu au niveau moyen observé au cours des mois précédents. Même si l'inflation ne s'est plus accélérée davantage récemment, elle persiste à des niveaux historiquement élevés.

Plusieurs facteurs militent pour une inflation à l'exclusion de l'énergie à un niveau élevé. Ainsi, suite à la forte

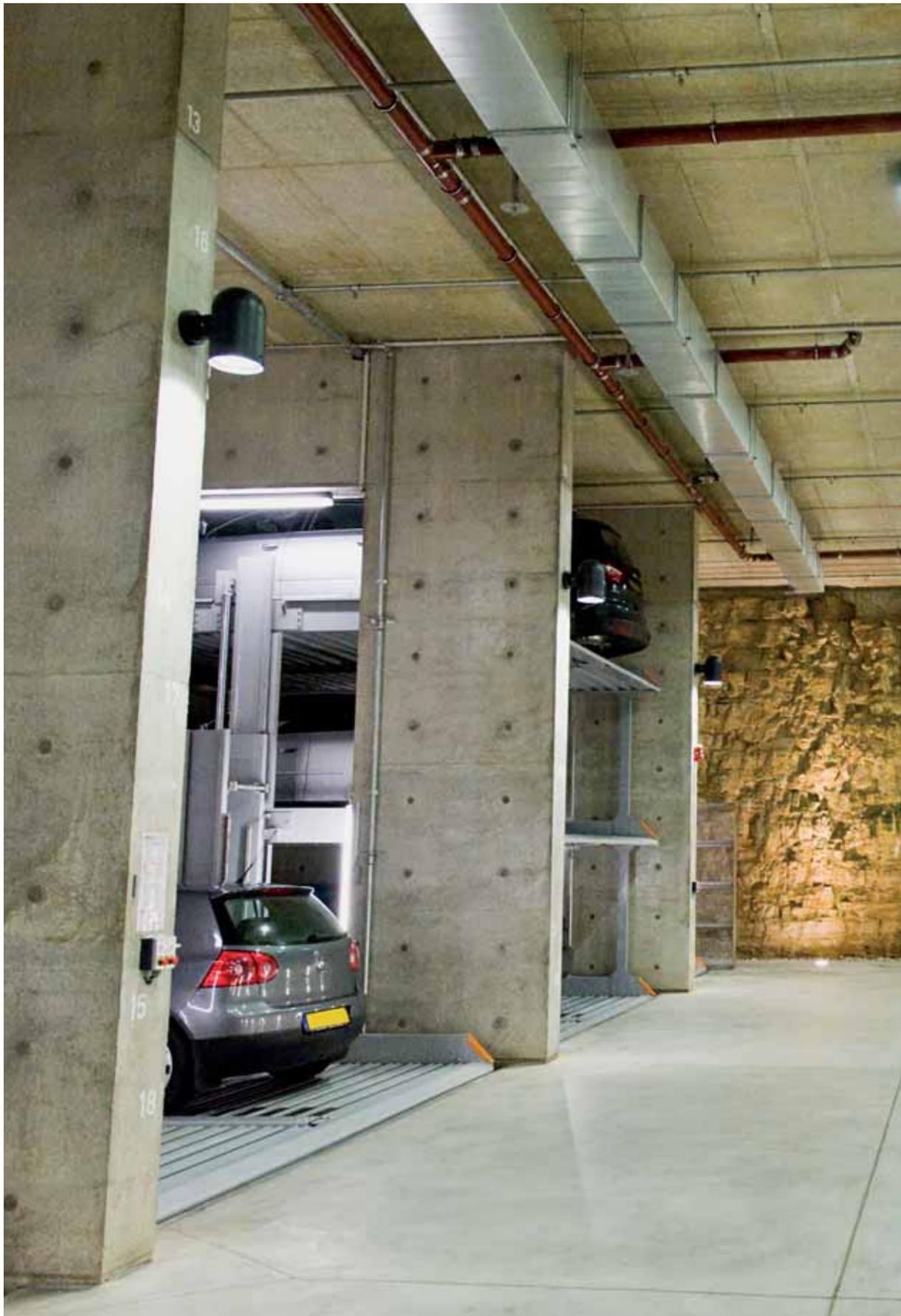
hausse des prix des matières premières agricoles, telles que le blé et le lait, les prix à la consommation des biens alimentaires transformés ont connu un renchérissement sensible au cours des derniers mois. Même si les prix internationaux ont baissé par rapport à leurs sommets observés au tournant de l'année 2007/2008, il n'est pas dit que ces développements se répercuteront en une baisse des prix à la consommation. Les turbulences financières ont assombri le climat conjoncturel au Luxembourg. Par contre, la zone euro a fait preuve d'une résistance remarquable et, même si le tassement des indicateurs des enquêtes de conjoncture en début 2008 laisse entrevoir un fort ralentissement de la croissance au deuxième trimestre 2008, un effondrement persistant de la conjoncture n'est pas prévu. Ces développements sont propices aux effets indirects sur les prix à la consommation émanant de la forte hausse du prix du pétrole. La bonne tenue du marché du travail avec une croissance de l'emploi et une baisse du taux de chômage à 7,1% s'est aussi poursuivie, et, elle est de nature à entretenir l'accélération déjà perceptible des salaires dans la zone euro. Au Luxembourg par contre, les salaires pourraient se modérer en 2008 sous l'effet d'une moindre contribution de l'échelle mobile des salaires et d'un salaire minimum réel inchangé. Néanmoins, l'inflation des services s'est considérablement accélérée suite au paiement au mois de mars de la tranche indiciaire échue fin 2007. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de s'accélérer en 2008. Selon les projections de l'Eurosystème, l'inflation dans la zone euro devrait s'établir entre 3,2% et 3,6% en 2008 et entre 1,8% et 3,0% en 2009 contre 2,1% en 2007. De plus, selon le Conseil des Gouverneurs, les risques en matière d'inflation sont clairement orientés à la hausse.

<sup>3</sup> Voir BCL, Revue de stabilité financière 2008, pp. 17-18

**TABLEAU 5 :  
HYPOTHÈSES SOUS-JACENTES AUX PRÉVISIONS  
D'INFLATION**

	2006	2007	2008	08-T1	08-T2	08-T3	08-T4	09-T1	09-T2
Prix du pétrole (Brent) en \$	65,4	72,7	116,7	96,4	118,5	126	126	126	126
Taux de change \$/€	1,26	1,37	1,54	1,50	1,55	1,54	1,54	1,54	1,54
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	18,6	1,4	43,7	45,1	49,6	49,4	32,9	26,9	7,0

Source : BCL



# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 6 :**  
**PRÉVISIONS D'INFLATION ET RÉVISIONS PAR**  
**RAPPORT AUX PRÉVISIONS PRÉCÉDENTES (EN**  
**TAUX DE VARIATION ANNUEL, RESPECTIVEMENT**  
**EN POINTS DE POURCENTAGE)**

	2007	2008	2008-1er sem	2008-2e sem	2009-1er sem
IPCN	2,3	3,6 (0,6)	3,5 (0,3)	3,7 (1,0)	2,7
IPCN hors énergie	2,3	2,4 (-0,1)	2,4 (-0,1)	2,4 (-)	2,3
IPCH	2,7	4,5 (1,1)	4,4 (0,6)	4,6 (1,5)	3,3
IPCH énergie	2,7	16,9 (8,9)	16,2 (5,1)	17,5 (12,5)	7,3
IPCH hors énergie	2,7	2,8 (-)	2,9 (-)	2,8 (0,1)	2,7
Impact des mesures gouvernementales <sup>1</sup> sur l'IPCN, en pp	0,8	0,4			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,2	0,8			

Source : BCL

1 Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. La composition de l'indice des prix administrés tels que présentés dans le Bulletin

de la BCL 2004/3 (pp.76-81) a été légèrement adapté afin de tenir compte des résultats des travaux récents menés dans le cadre d'un groupe de travail au sein de l'Eurosystème (voir aussi Bulletin mensuel de la BCE, mai 2007, pp.38-39).

## Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, la forte accélération de l'inflation des produits énergétiques depuis la mi-2007 pourrait avoir culminé en mai 2008. En revanche, la hausse des prix des produits énergétiques resterait supérieure à 15% jusqu'en octobre 2008 pour ralentir, d'abord autour des 10% en début 2009 et puis, étant donné l'hypothèse d'une quasi-stabilisation du prix du pétrole, autour de zéro vers la mi-2009. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale serait largement positive jusqu'au début de l'année 2009 et elle ne baisserait qu'au deuxième trimestre 2009, ceci quasi exclusivement suite à des effets de base favorables (voir graphique 16). Etant donné que les hypothèses relatives au prix du pétrole ont été fortement révisées à la hausse, les projections relatives à l'inflation de l'IPCH énergie l'ont été également, en moyenne de 7,8pp sur l'horizon de projection.

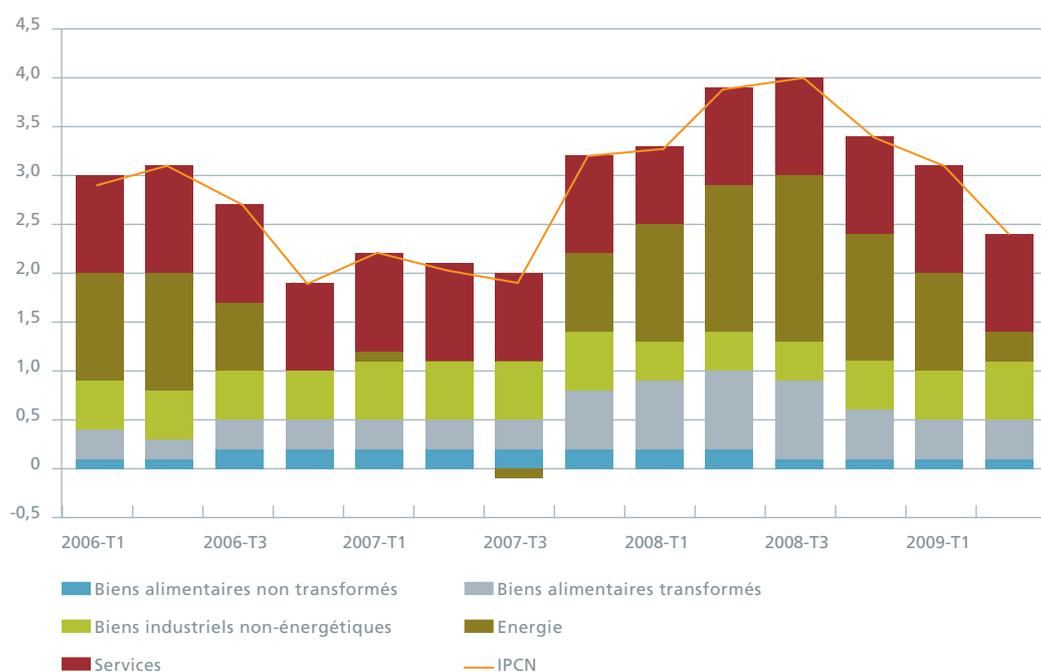
Le scénario anticipé dans nos projections antérieures pour l'inflation à l'exclusion de l'énergie demeure par

contre largement inchangé, aussi bien pour la version IPCN que pour son pendant IPCH. L'inflation pourrait se maintenir aux niveaux actuels élevés jusqu'à la fin de l'année 2008 avec une légère baisse par la suite.

L'inflation mesurée par l'IPCN global s'est accélérée à 4,0% en mai. Des taux proches de 4% seraient atteints jusqu'à la fin du troisième trimestre 2008 en raison de la persistance d'une contribution très élevée en provenance des prix de l'énergie (voir graphique). Ce n'est que vers la fin du premier trimestre 2009, lorsque les effets liés au choc du prix du pétrole s'estomperont, qu'un ralentissement de l'inflation en-dessous de 3% serait possible.

Cette forte accélération de l'inflation globale a lieu en dépit du fait que l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait baisser en 2008 par rapport à 2007. D'une part, contrairement à ce qui s'est observé en 2007, les prix de l'électricité n'ont pas été ajustés en début d'année 2008. D'autre part, l'inflation des prix administrés à l'exclusion de l'électricité est également orientée à la baisse depuis quelques mois.

**GRAPHIQUE 16 :**  
**CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DE L'IPCN<sup>1</sup> .....**



Sources : STATEC, projections BCL

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

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, le paiement de la tranche indiciaire échue fin 2007 a été reporté à mars 2008. Sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévue pour la mi-2008. Etant donné l'évolution anticipée du prix du pétrole à un niveau en moyenne supérieur à 63\$/bl, la hausse automatique des salaires serait postposée au 1er mars 2009, conformément à ces mêmes dispositions.

### Analyse des risques

Sur base de la déclaration du gouvernement sur la situation économique, sociale et financière, le gouvernement a réitéré sa volonté de freiner la hausse des prix

administrés. L'étendue de nouvelles mesures demeure en revanche imprécise, aussi bien en termes de la couverture des services publics dont les tarifs seraient gelés que de l'horizon temporel. Ainsi, elles ne font pas partie du scénario de base, mais elles constituent un risque à la baisse pour les projections.

## L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires ?

L'inflation s'est considérablement accélérée au cours des derniers mois. Alors que la variation annuelle de l'IPCN fluctuait autour de 2,0% vers la mi-2007, elle est passée à 4,0% en mai 2008. Ces développements rappellent ceux d'il y a quelques années, lorsque l'inflation s'était envolée de 1,0% en moyenne en 1999 à 3,7% en novembre 2000. Comme à l'époque, l'accélération de l'inflation de nos jours est en grande partie imputable à la hausse du prix du pétrole. La BCL avait alors mis en garde contre un éventuel auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires<sup>4</sup>. Cet encadré se propose de revenir sur cette thématique.

L'auto-allumage de l'inflation correspond à une situation où, dans une première étape, la hausse des prix à la consommation fait progresser les salaires via l'indexation automatique et, lors d'une deuxième étape, les entreprises répercutent cette hausse du coût salarial sur leur prix de vente, ramenant ainsi à l'origine de la boucle prix-salaires.

Dans une petite économie ouverte, comme celle du Luxembourg, qui importe plus de 50% de sa consommation privée, l'inflation est en grande partie déterminée par les développements des prix à l'extérieur. L'inflation importée, essentiellement des pays limitrophes, constitue donc une source inévitable des variations des prix à la consommation observées au Luxembourg. Mais, les facteurs domestiques, et notamment les conditions du marché de travail, peuvent également jouer un rôle important en cette matière.

Cet effet s'observe essentiellement à travers les prix des « Services », une composante purement domestique de l'indice des prix à la consommation. Les services se caractérisent aussi par leur forte intensité en main d'œuvre attribuant à l'évolution du coût salarial un rôle clé dans la détermination de leurs prix. Par conséquent, les prix des services manifesteront en premier les conséquences des hausses salariales en particulier celles imputables à l'indexation automatique des salaires. Ceci est à l'évidence le cas pour les prix de certains services qui sont indexés d'office sur l'évolution de l'échelle mobile des salaires.

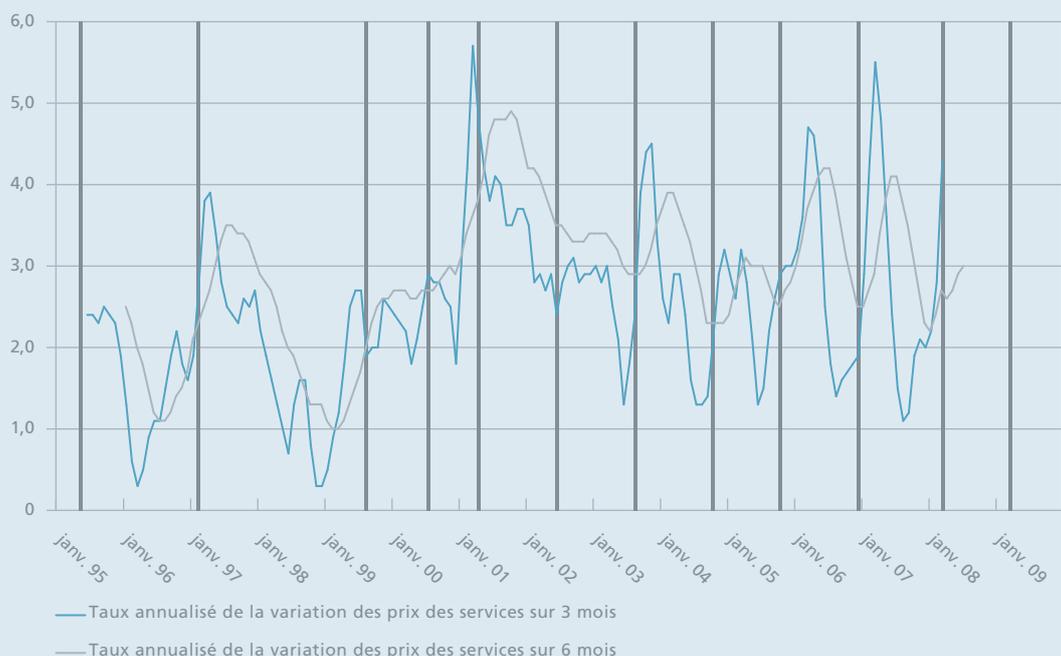
Les développements depuis 2001 semblent en accord avec l'analyse publiée à ce moment. Le graphique 17 montre que les prix des services avaient tendance à s'accélérer après le paiement d'une tranche indiciaire. Plus récemment, en mars 2008, le paiement de la tranche indiciaire a été suivi d'une progression de l'ordre de 1,0% des prix des services entre février et avril. Mais cette fois-ci, le processus s'est déjà déclenché au mois de mars. Contrairement aux années précédentes, il n'y a donc pas eu de décalage entre le paiement de la tranche indiciaire et l'accélération des prix des services. Le paiement effectif de la tranche indiciaire échue au mois de décembre 2007 a été reporté au mois de mars 2008, impliquant que, contrairement à l'ancien régime, le timing de la hausse des salaires ne constituait plus une surprise pour les prestataires de services. Ceux-ci pouvaient par conséquent ajuster suffisamment à l'avance leur politique de prix à l'évolution de leur coût salarial.

Le lien apparent entre l'évolution des prix des services d'une part et le mécanisme d'indexation des salaires d'autre part, se manifeste davantage sur le graphique 18. Il semble que la hausse des salaires imputable au mécanisme de l'indexation automatique des salaires agit comme une borne inférieure à l'évolution des prix des services. Depuis 2002, et hormis quelques périodes de deux mois, la progression de la cote d'application de l'échelle mobile des salaires est restée constante à 2,5%, ce qui a probablement empêché l'inflation des services de baisser en-dessous les 2,5%. De même, l'expérience des années 1996 et 1998 montre que si l'espacement entre le paiement de deux tranches indiciaires augmente, l'inflation des prix des services peut également baisser de manière plus conséquente, renforçant ainsi le processus du ralentissement de l'inflation globale.

Des outils économétriques ont été appliqués afin de quantifier l'effet de l'application d'une tranche indiciaire sur l'inflation globale. En utilisant des données mensuelles sur la période de janvier 1996 à mai 2008, une équation explique l'inflation mensuelle (corrigée

4 Voir BCL, Rapport Annuel 2000, pp.33-34

**GRAPHIQUE 17 :**  
**EVOLUTION DES PRIX DES SERVICES<sup>1</sup>**



Sources: STATEC, calculs BCL

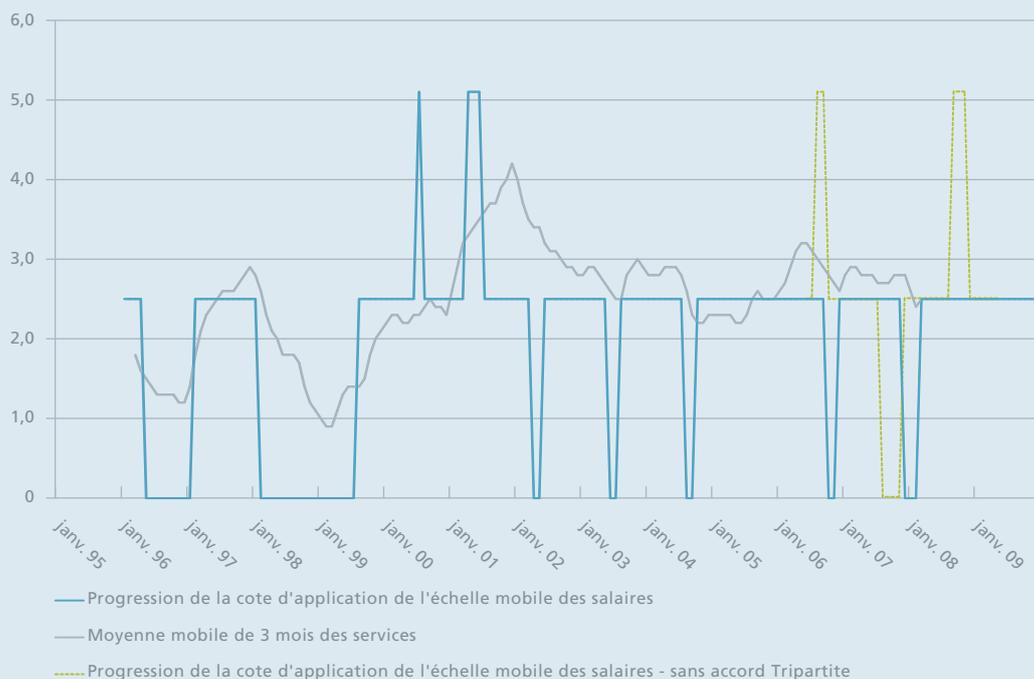
1

Les barres verticales indiquent les dates des hausses des salaires imputables au mécanisme d'indexation.

Les variations à court terme (inférieures à 12 mois) sont souvent présentées sous forme de taux annualisés. Ceux-ci indiquent le taux de croissance annuel moyen dans le cas où la dynamique à court terme se poursuivrait à un rythme inchangé pour le restant de l'année. Les taux de croissance intra-annuels - les variations à court terme - sont généralement très volatiles. D'où le choix de lisser les séries sous-jacentes à l'aide de moyennes mobiles, de respectivement 3 et 6 mois.

pour les variations saisonnières) par une variable indicatrice égale à l'unité lors des mois d'application de l'échelle mobile des salaires et égale à zéro pour les autres mois. La progression mensuelle du prix du pétrole (en euros) figure également dans l'équation avec un mois de retard. Les résultats obtenus sont statistiquement significatifs. Lors de l'application d'une tranche indiciaire, l'inflation mensuelle augmente de 0,18 point de pourcentage en moyenne, soit un taux annualisé de plus de 2,1%. L'effet d'une tranche indiciaire demeure statistiquement significatif après quatre mois et il est prolongé ultérieurement par l'inertie de l'inflation. L'impact cumulé sur douze mois représente une hausse supplémentaire de 0,42 point de pourcentage pour l'année entière. Il faut souligner que cette estimation représente seulement une borne inférieure, vu qu'elle repose entre autres sur l'hypothèse d'une seule tranche indiciaire dans l'année. De plus, cette

**GRAPHIQUE 18 :**  
**INDICE DES SERVICES ET ÉCHELLE MOBILES DES SALAIRES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)**



Sources: STATEC, calculs BCL

analyse est limitée à l'impact à court terme d'une tranche indiciaire et ne considère pas les effets à long terme que peut avoir l'existence d'un mécanisme d'indexation lors des négociations salariales.

L'accord de la Tripartite de mai 2006 ayant trait à la modulation de l'indexation automatique des salaires a vraisemblablement contribué à temporiser cet effet de l'auto-allumage sur l'inflation globale. Le report du paiement des tranches indiciaires à des dates préétablies a assuré un espacement d'au moins 12 mois entre deux hausses automatiques des salaires permettant d'éviter, sur base annuelle, une superposition de deux tranches indiciaires, tel que cela aurait été le cas au troisième trimestre 2006 et le serait également vers la fin 2008 (ligne verte sur le graphique 18). Dans ce scénario hypothétique, l'inflation des prix des services aurait accéléré davantage à l'instar de ce qu'on a pu observer vers la fin 2001-début 2002, lorsqu'elle dépassait même les 4%.

A moins qu'un nouvel accord soit négocié ou que l'accord en vigueur soit reconduit, la modulation de l'indexation automatique des salaires se terminera fin 2009. Sur base des projections d'inflation actuelles, la superposition de deux hausses automatiques des salaires se présenterait à deux reprises en 2010 (voir aussi sous 1.2.10). Les salaires seraient augmentés en janvier ainsi qu'en juillet 2010 portant à 4,2pp la contribution de l'indexation automatique des salaires à la progression des salaires nominaux, la contribution la plus élevée depuis 1984. Ceci provoquerait une nouvelle accélération de l'inflation à l'exclusion de l'énergie à travers une forte progression des prix des services, tandis que dans les pays limitrophes, cette composante de l'inflation pourrait baisser. Tel est en tout cas le scénario sous-jacent à nos projections macro-économiques qui se base sur l'hypothèse d'une politique gouvernementale inchangée.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle se sont accélérés en 2007 par rapport à 2006, une dynamique qui s'est également poursuivie au premier trimestre 2008. La hausse de 9% égale celle de 2004 et prolonge une période de progression moyenne supérieure à 7% pour la quatrième année consécutive. Comme lors des années précédentes, ce sont les prix des biens intermédiaires qui sont principalement à l'origine de cette envolée. Mais les prix de l'énergie et des biens d'équipement témoignent également de fortes hausses, voire d'accélération. Seuls les prix à la consommation ont connu une évolution assez modeste.

Les facteurs à la base de cette inflation émanent de la hausse du prix du pétrole du côté des coûts et de la consommation robuste dans les économies émergentes du côté de la demande. Malgré le ralentissement international qui a été entamé au tournant de l'année 2007/2008, il semble que la demande en provenance de l'Asie du Sud-est, particulièrement accentuée sur les biens intermédiaires, n'en a guère été affectée.

Si les prix à la production des biens de consommation semblent à la traîne par rapport à d'autres catégories de biens, la sous-composante des prix des biens alimentaires s'en distingue en revanche nettement. Son taux d'inflation annuel s'est fortement accéléré, de 2% en début d'année 2007 à 13% en début d'année 2008, vraisemblablement dans le sillage du renchérissement sur les marchés internationaux des prix des matières premières agricoles comme le blé et le lait. Cette dynamique n'est pas restée sans conséquences pour les prix à la consommation (voir aussi sous 1.2.1.1).

Le profil des taux de variation annuels de l'indice global s'est infléchi au début de l'année 2007, et l'inflation est retombée autour de 7% au début de l'année 2008. Par contre, selon les enquêtes de conjoncture harmonisées, cette tendance baissière pourrait se renverser au cours des prochains mois. L'indicateur relatif aux perspectives d'évolution des prix s'est notamment abruptement réorienté à la hausse depuis fin 2007, laissant présager une reprise de l'accélération de l'inflation (voir graphique).

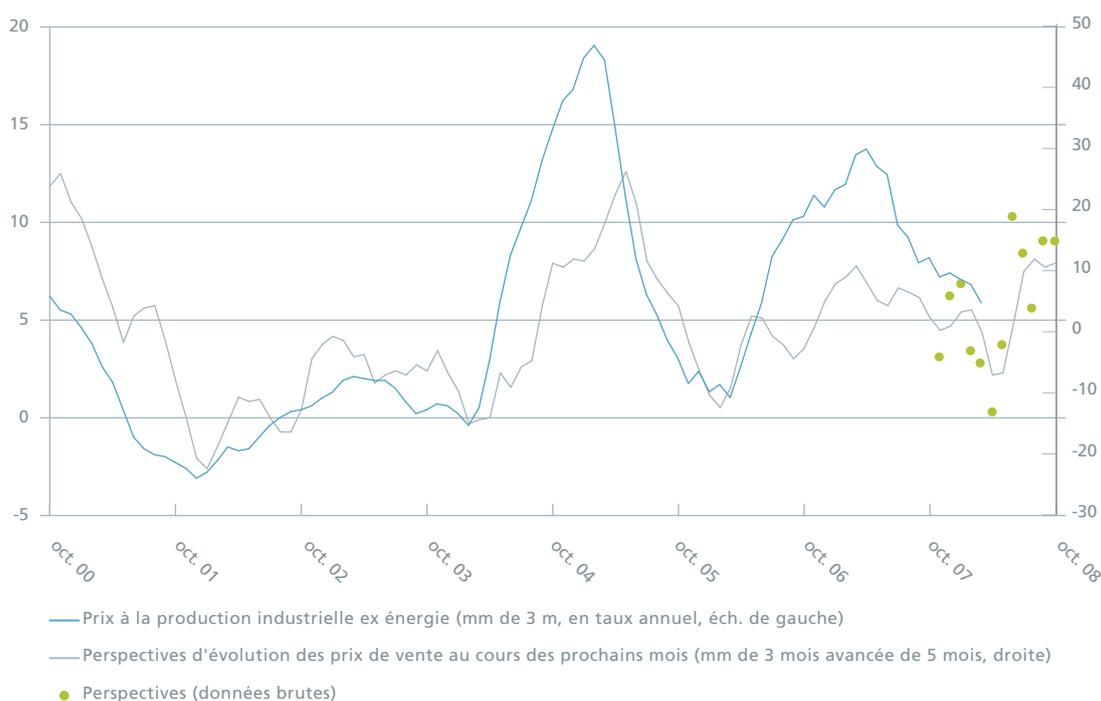
**TABLEAU 7 :**  
**PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE**  
**(EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE**  
**PRÉCÉDENTE)**

	2006	2007	2007-T2	2007-T3	2007-T4	2008-T1
Ensemble des produits industriels	7,7	9,0	2,4	-0,1	1,7	2,3
Biens intermédiaires	8,8	12,1	3,0	-0,6	0,3	3,9
Biens d'équipement	0,9	5,1	1,1	1,6	-0,2	2,7
Biens de consommation	1,2	0,6	0,8	-0,1	0,4	0,5
Energie	19,9	8,5	2,0	2,0	0,2	3,4

Source : STATEC

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 19 :**  
**PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE,**  
**ÉVOLUTIONS EFFECTIVE ET ANTICIPÉE<sup>1</sup>**



Sources : Eurostat, calculs BCL

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

## 1.2.1.3 Les prix à la construction

En 2007, les prix à la construction, qui recensent les tarifs pratiqués par les différents corps de métiers dans le bâtiment, se sont accélérés en moyenne de 3,1%. Cette évolution des prix reflète vraisemblablement davantage la variation du coût salarial que la position cyclique de la branche. Comme les prix des services<sup>5</sup> consommés par les ménages luxembourgeois, les prix à la construction sont probablement aussi largement déterminés par le coût salarial en raison de leur forte intensité en facteur travail. Ainsi, il n'est pas surprenant que l'inflation des prix à la construction n'arrive guère à baisser en-dessous la progression de l'échelle mobile des salaires.

5 Voir encadré « L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires » aux pages 38-40.

**GRAPHIQUE 20 :**  
**PRIX À LA CONSTRUCTION**



Source : STATEC

## 1.2.2 Les activités sectorielles

### 1.2.2.1 Industrie

Les indicateurs conjoncturels ont présenté un bilan mitigé pour l'industrie en 2007. La valeur de la production et le chiffre d'affaires affichent des taux de progression relativement confortables, quoiqu'en décélération par rapport à 2006. Mais cette performance tient avant tout à la forte hausse des prix à la production industrielle. La production par jour ouvrable, corrigée de l'évolution des prix, a stagné en 2007, ce qui l'amène nettement en-dessous de la croissance du secteur manufacturier dans la zone euro.

La ventilation sectorielle de la production par jour ouvrable indique des évolutions très hétérogènes dans les différentes branches. D'une part, grâce à la reprise de l'investissement des entreprises, la production des biens d'équipement affiche une hausse de plus de 10% en 2007. Mais les biens intermédiaires, la sidérurgie en particulier, sont passés par une période de stagnation. Les branches de l'énergie et des biens de consommation connaissent de leur côté des évolutions nettement moins favorables avec des baisses de leur volume d'activité de respectivement 4,3% et 6,3%.

Dans son ensemble et ceci depuis la mi-2006, l'évolution de l'activité économique dans l'industrie s'est avérée nettement inférieure à ce qu'avaient laissé préfigurer les enquêtes de conjoncture (voir graphique 21). Les enquêtes n'ont cessé de signaler une croissance au-dessus de la moyenne historique alors que la production effective a évolué nettement en-dessous de son régime normal.

L'indicateur de confiance basé sur les enquêtes mensuelles de conjoncture avait atteint son sommet en février 2007 pour décélérer par la suite. Cependant, même si les chefs d'entreprises ont légèrement tempéré leur optimisme, l'indicateur s'est maintenu au-delà de la moyenne historique tout au long de l'année 2007 ainsi qu'au début de l'année 2008. Ceci pourrait indiquer que l'activité de l'économie réelle a été à ce stade peu affectée par les turbulences observées sur les marchés financiers. Les enquêtes trimestrielles confirment le scénario d'un sentiment de confiance certes robuste, mais en manque de nouvelles impulsions. Ainsi, le niveau de l'utilisation des capacités de production s'est récemment établi à 86% contre 89% vers la mi-2007 et la production assurée en nombre de mois n'a guère bougé, passant de 4,3 mois au tournant de l'année 2007/2008 à 4,2 mois au deuxième trimestre 2008. En revanche, au mois d'avril, les perspectives de croissance se sont nettement assombries dans les pays voisins selon les enquêtes de conjoncture et ceci dans tous les secteurs recensés. Ceci n'est pas de bon augure pour l'activité économique, aussi bien dans la zone euro qu'au Luxembourg.

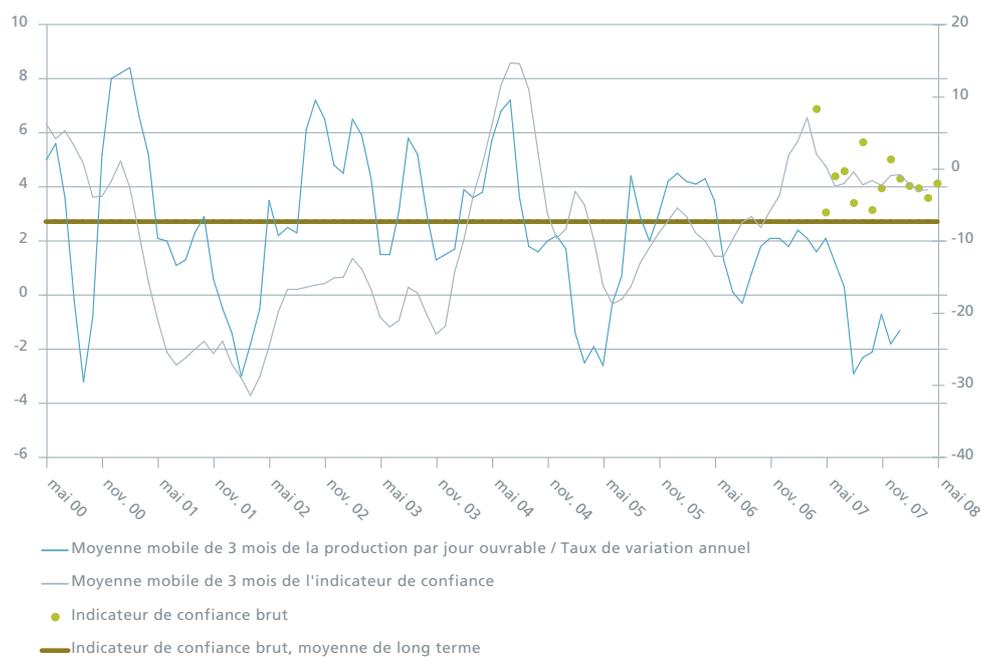
**TABLEAU 8 :**  
**INDICATEURS RELATIFS À L'INDUSTRIE (EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)**

	2006	2007	2007-T1	2007-T2	2007-T3	2007-T4
Valeur de la production	9,7	7,1	9,5	9,0	3,8	6,0
Chiffre d'affaires	14,7	4,9	7,9	8,1	4,8	-0,9
Production par jour ouvrable	2,4	0,3	2,4	2,1	-2,9	-0,7
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	0,3	0,4	1,1	1,5	-0,9	-0,1
Biens intermédiaires (ppjo)	6,1	1,1	8,3	5,3	-5,5	-3,8
Biens d'équipement (ppjo)	1,3	12,2	12,8	10,0	16,7	9,9
Biens de consommation (ppjo)	-4,3	-6,3	-4,0	-3,4	-9,6	-8,1
Energie (ppjo)	-1,5	-4,3	-16,9	-15,1	6,8	14,3

Source : STATEC

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 21 :**  
**INDICATEUR DE CONFIANCE ET**  
**PRODUCTION INDUSTRIELLE<sup>1</sup>**



Sources : Eurostat, calculs BCL

1 Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance

**TABLEAU 9 :**  
**INDICATEURS RELATIFS AU SECTEUR DE LA**  
**CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)**

	2006	2007	2007-T1	2007-T2	2007-T3	2007-T4	2008-T1
Chiffre d'affaires - Total	5,3	5,7	25,3	11,6	-1,8	-5,1	-
Production par jour ouvrable -Total	2,5	1,4	13,0	1,6	-3,2	-4,4	-
Production par jour ouvrable -Bâtiment	2,3	0,3	9,8	-0,3	-3,9	-3,4	-
Production par jour ouvrable -Génie civil	3,2	5,7	28,8	9,0	-0,3	-8,4	-
Permis de bâtir <sup>2</sup>	-5,9	12,1	-6,5	37,2	-9,4	25,5	-
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	13,8	22,1	22,3	22,0	21,9	22,0	12,2
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	9,4	19,4	14,4	18,4	-0,4	43,5	16,7
Taux hypothécaires	4,1	4,7	4,6	4,6	4,9	4,9	4,9

Sources : STATEC, BCL

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

### 1.2.2.2 Construction

Le bilan 2007 du secteur de la construction se présente légèrement meilleur que celui de l'industrie. Le chiffre d'affaires affiche une modeste accélération de son taux de croissance à 5,7% tandis que la production par jour ouvrable, bien qu'en décélération, progresse de 1,4%. La dynamique de la croissance du secteur repose en revanche largement sur le génie civil. Les données disponibles, mais sujettes à révisions, signalent en effet une quasi-stagnation de l'activité dans la branche du bâtiment. Pourtant, les indicateurs précurseurs ne sont pas vraiment orientés à la baisse. L'évolution des crédits immobiliers accordés aux ménages résidents, aussi bien les nouveaux contrats que les encours, atteste d'une accélération en 2007 et d'un dynamisme robuste en début d'année 2008. Les efforts pour contrarier la hausse des prix immobiliers à travers un agrandissement du parc des logements se sont poursuivis en 2007. Le nombre des permis de bâtir pour les logements s'est établi à 4500 unités en moyenne au cours des trois dernières années, ce qui tranche nettement avec les années précédentes. Bien que cette évolution soit de bon augure pour l'activité du secteur au cours des prochains trimestres, il reste à voir si la hausse des autorisations se concrétise à terme par une augmentation de l'activité de construction et donc du nombre de logements.

Les taux hypothécaires ont notamment progressé de 4,1% en moyenne en 2006 à 4,9% en début d'année 2008, ce qui risque d'atténuer la demande. La hausse des charges mensuelles sur prêts à taux variables pèsera sur l'achat et la construction de logements par certains ménages et ceci d'autant plus que les indicateurs traduisant les difficultés d'accès au logement ont déjà atteint des niveaux historiquement élevés<sup>6</sup>. Sur une note plus rassurante, les problèmes apparus dans le marché monétaire depuis le deuxième semestre 2007, - le taux Euribor à 3 mois s'étant écarté considérablement et de manière persistante du taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement - n'ont à ce stade pas affecté les taux hypothécaires. Dans le cadre de l'enquête de la BCL sur la distribution du crédit, les banques commerciales ne signalent pas non plus un durcissement des conditions financières pour

les ménages. En revanche, un assouplissement des conditions d'attribution de crédits n'est guère envisageable non plus, puisque les banques ont déjà agi en ce sens par le passé dans le cadre de la forte hausse des prix immobiliers.

### 1.2.2.3 Commerce et autres secteurs

Les différentes branches du commerce ont présenté un bilan globalement positif en 2007. Le commerce de gros et le commerce de détail ont maintenu leurs taux de progression élevés de l'an 2006. En revanche, l'évolution du chiffre d'affaires dans le commerce de détail est à nuancer à l'aune de l'impact disproportionné engendré par les ventes par correspondance. Ces ventes ont gagné en ampleur au cours des années récentes et exercent un impact favorable sur les recettes fiscales. Par contre, elles ne sont guère le reflet de la consommation privée des ménages résidents, mais elles attestent davantage de l'intérêt croissant du consommateur européen pour le commerce électronique. Corrigé de cet effet, les ventes du commerce de détail auraient certes connu une hausse de 3,8% en 2007, mais néanmoins en décélération par rapport aux 5,4% affichés en 2006. Le chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile s'est replié en 2007 tandis que les immatriculations de voitures sont passées par une année de modeste hausse. En tenant compte du bémol pour le commerce de détail, ces résultats témoignent donc plutôt d'un comportement attentiste des consommateurs étant donné les fondements macroéconomiques très favorables. La croissance de l'emploi s'est considérablement accélérée et la dynamique des salaires a été à la hauteur de l'année 2006. Finalement, le chiffre d'affaires s'est accéléré dans l'hôtellerie et les restaurants, témoignant vraisemblablement d'un nombre accru de visites de touristes attirés par les manifestations organisées dans le cadre de « Luxembourg et Grande-Région: Capital Européenne de la culture 2007 ».

6 Voir l'encadré « Evolution des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg » dans Bulletin BCL 2007/1, pp.37-40

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 10 :**  
**IMMATRICULATIONS DE VOITURES ET CHIFFRE**  
**D'AFFAIRES DANS DIFFÉRENTS SECTEURS**  
**(EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)**

	2006	2007	2007-T1	2007-T2	2007-T3	2007-T4	2008-T1
Immatriculations de voitures	4,7	1,0	1,4	-8,7	5,4	11,4	-6,5
Commerce - total	11,0	9,5	8,2	3,3	9,0	16,6	--
Commerce et réparation automobile	5,6	-3,1	-2,5	-8,3	-0,3	-0,5	--
Commerce de gros	10,7	10,1	7,9	4,4	9,9	22,3	--
Commerce de détail	17,1	19,6	19,3	12,5	14,9	25,6	--
Hôtels et restaurants	1,8	3,4	1,7	3,3	3,9	6,4	--
Transport - total	8,6	-0,9	-3,6	15,5	-5,3	-7,1	--
Postes et télécommunications	13,8	7,5	5,8	2,9	3,8	21,2	--
Activités informatiques	68,8	-58,2	-41,6	-64,3	-67,8	-59,4	--
Services fournis principalement aux entreprises	12,0	13,0	15,0	7,9	24,2	7,9	--

Source : STATEC

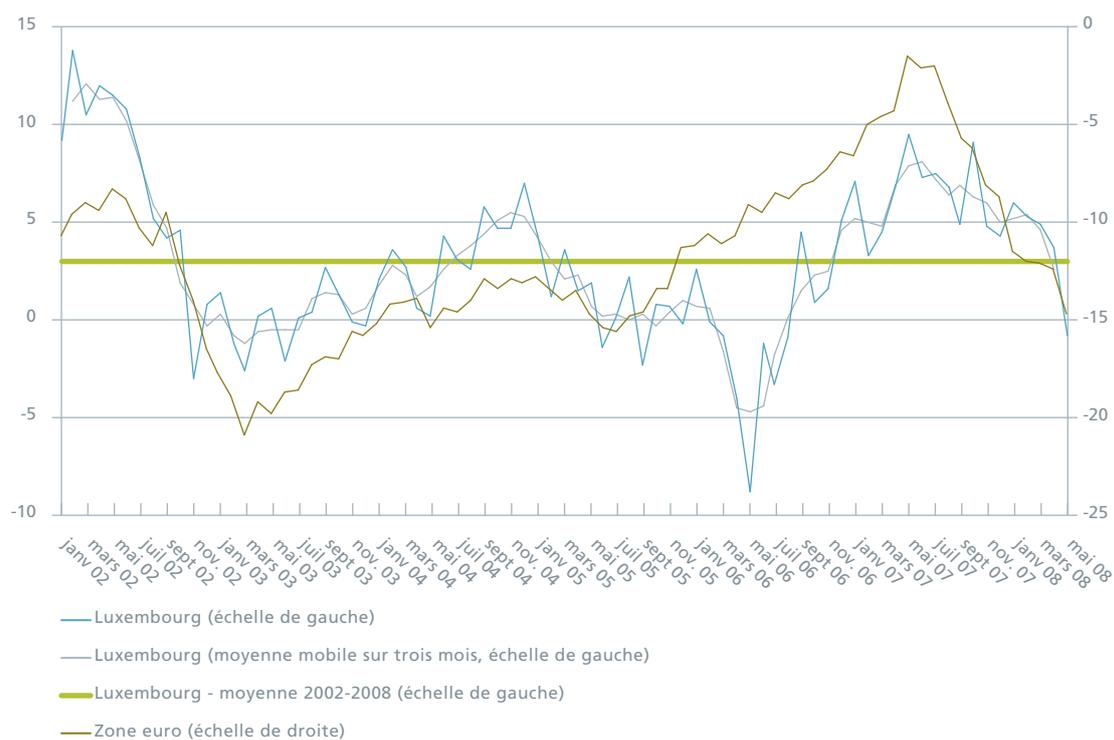
Le cycle des activités dans les autres secteurs de services est largement dépendant de la demande des secteurs phares de l'économie, à savoir l'industrie et les services financiers. En revanche, les différentes branches n'affichent guère des dynamiques synchronisées. Ainsi, en 2007, l'évolution du chiffre d'affaires rend compte d'une accélération des activités dans les services aux entreprises, d'une décélération dans les postes et télécommunications, d'une stagnation dans les transports ainsi que d'un repli marqué dans les activités informatiques.

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

Les perspectives relatives à la situation économique générale et au chômage ont poussé la confiance des consommateurs<sup>7</sup> du Luxembourg à la hausse à partir de la mi-2006. La confiance a ainsi pu atteindre un niveau particulièrement élevé vers la mi-2007. Cependant, cette forte tendance haussière s'est inversée à partir de l'été 2007. Cet affaiblissement progressif de la confiance des consommateurs résidents au Luxembourg paraît être lié aux turbulences sur les marchés financiers et à la hausse de l'inflation. La confiance des consommateurs a moins reculé au Luxembourg depuis l'été 2007 que dans l'ensemble de la zone euro.

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

**GRAPHIQUE 22 :**  
**INDICATEURS DE CONFIANCE DES**  
**CONSUMMATEURS (DONNÉES CORRIGÉES**  
**DES VARIATIONS SAISONNIÈRES)**



Sources : BCL, Commission européenne

En ce qui concerne l'évolution des composantes de l'indicateur de confiance depuis la mi-2007, il convient de noter que les ménages sont devenus nettement plus pessimistes au sujet des perspectives relatives à la situation économique générale du Luxembourg ce qui est sans doute lié aux retombées anticipées des turbulences financières observées depuis août 2007.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 11 :**  
**INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS**  
**DU LUXEMBOURG ET SES COMPOSANTES (DONNÉES**  
**CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES)**

ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS						
		Indicateur de confiance des consommateurs	Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2006	mai	-9	-21	43	-9	38
	juin	-1	-12	37	-2	46
	juillet	-3	-13	36	-4	39
	août	-1	-9	34	-1	40
	septembre	5	2	31	0	47
	octobre	1	-8	31	0	42
	novembre	2	-6	31	3	40
	décembre	5	-6	26	2	50
2007	janvier	7	1	25	0	52
	février	3	-6	28	2	46
	mars	5	1	25	1	41
	avril	7	0	22	3	47
	mai	9	5	18	3	48
	juin	7	2	22	2	47
	juillet	7	3	19	4	42
	août	7	0	21	1	47
	septembre	5	-7	22	-2	50
	octobre	9	1	20	4	52
	novembre	5	-8	15	-1	44
	décembre	4	-8	16	-1	41
2008	janvier	6	-7	19	0	50
	février	5	-11	19	1	51
	mars	5	-11	15	-1	47
	avril	4	-17	13	-2	47
	mai	-1	-20	19	-9	45

Source : BCL

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

## 1.2.4 La croissance économique

La première estimation des comptes nationaux annuels pour 2007, devenue disponible à la mi-mai, dresse l'image d'une nette décélération de la croissance durant l'année sous revue. Après 5,0% et 6,1% d'augmentation du PIB respectivement en 2005 et en 2006, la croissance n'atteint plus que 4,5% en 2007.

Cette décélération est essentiellement due à une évolution moins dynamique des exportations de biens et services. Tandis que les exportations de services se sont néanmoins encore développées de manière relativement favorable, les exportations de biens ont carrément baissé, même si ce ne fut que de manière limitée (-0,6%). Dans le cas des services comme des biens, il faut admettre qu'en 2006, les deux agrégats avaient réalisés des taux de progressions particulièrement élevés ; par conséquent, l'évolution relative moins dynamique en 2007 peut en partie être considérée comme une normalisation par rap-

port à la croissance exceptionnelle de l'année précédente. Du côté des importations, tandis que les achats de biens à l'étranger se seraient établis exactement au même niveau que l'année précédente, les importations de services, par opposition aux exportations, ont encore accéléré en 2007, de sorte que la balance des services s'est détériorée.

La consommation finale n'a que relativement peu contribué à la croissance, son impact correspondant à celui recensé en 2006, tout en étant relativement faible en comparaison historique. La formation brute de capital fixe, quant à elle, a été particulièrement dynamique, contribuant à elle seule 2,8 p. p. à la croissance. Les contributions respectives des exportations et des importations de biens sont pratiquement neutres (-0,2 et 0,0%), de sorte que l'impact des exportations nettes (1,9 p.p.) résulte quasi-exclusivement de l'échange international de services.

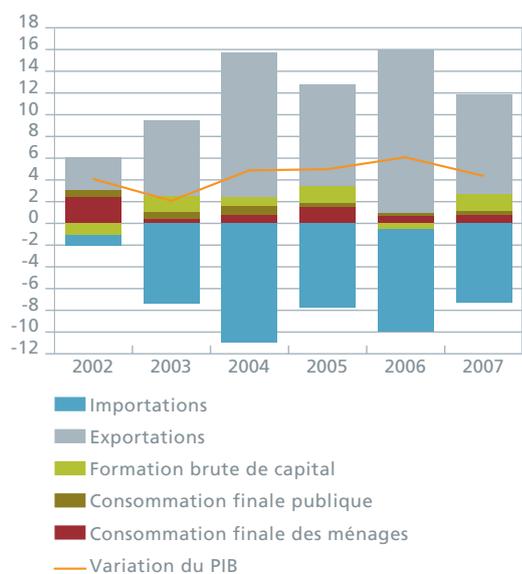
**TABLEAU 12 :**  
**COMPTES NATIONAUX ANNUELS**

	TAUX DE VARIATION ANNUELS						CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB (en p. p.)					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Dépense de consommation finale	5,5	2,0	3,0	3,3	2,1	2,1	3,2	1,2	1,7	1,9	1,1	1,1
Dépense de consommation finale des ménages	5,7	0,7	1,9	3,6	1,7	2,1	2,3	0,3	0,7	1,4	0,6	0,7
Dépense de consommation finale des ISBLSM	9,3	10,2	6,8	6,4	10,2	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0
Dépense de consommation finale des Admin. Publiques	4,6	4,4	5,1	2,4	2,1	2,4	0,7	0,7	0,8	0,4	0,3	0,4
Formation brute de capital	-4,4	6,2	4,2	7,3	-2,3	8,0	-1,1	1,4	0,9	1,6	-0,5	1,5
dont : Formation brute de capital fixe	5,5	2,4	2,1	2,1	3,1	15,2	1,2	0,5	0,5	0,4	0,6	2,8
Exportations de biens et de services	2,1	5,0	9,8	6,3	9,6	5,5	3,0	7,0	13,3	9,3	15,0	9,2
Exportations de biens	2,4	2,3	8,4	-1,5	10,1	-0,6	1,0	0,9	3,1	-0,6	4,0	-0,2
Exportations de services	1,9	6,0	10,4	9,2	9,4	7,4	2,0	6,1	10,1	9,9	11,0	9,4
Importations de biens et de services	0,8	6,1	9,7	6,1	7,2	5,3	-1,0	-7,4	-11,0	-7,8	-9,5	-7,3
Importations de biens	-1,4	4,2	6,8	0,9	9,1	0,0	0,8	-2,1	-3,2	-0,5	-4,6	0,0
Importations de services	2,4	7,5	11,7	9,7	6,0	8,3	-1,8	-5,3	-7,7	-7,3	-4,9	-7,3
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>4,1</b>	<b>2,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>6,1</b>	<b>4,5</b>						
Déflateur du PIB	2,1	5,0	1,7	4,2	6,2	2,2						
Emploi salarié	3,4	1,9	2,4	3,0	4,0	4,4						
Emploi total	3,2	1,8	2,2	2,9	3,7	4,2						
Rémunération moyenne par salarié	3,1	2,2	3,9	3,8	4,5	3,5						
Productivité du travail	0,8	0,3	2,6	2,1	2,3	0,3						
Coût unitaire du travail	2,2	1,9	1,3	1,7	2,2	3,2						
Marge de profit	-0,1	3,1	0,4	2,5	4,1	-1,0						

Source : STATEC, calculs BCL

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 23 :**  
**CONTRIBUTION DES DIFFÉRENTS AGRÉGATS**  
**À LA CROISSANCE DU PIB RÉEL**



Sources : STATEC, calculs BCL

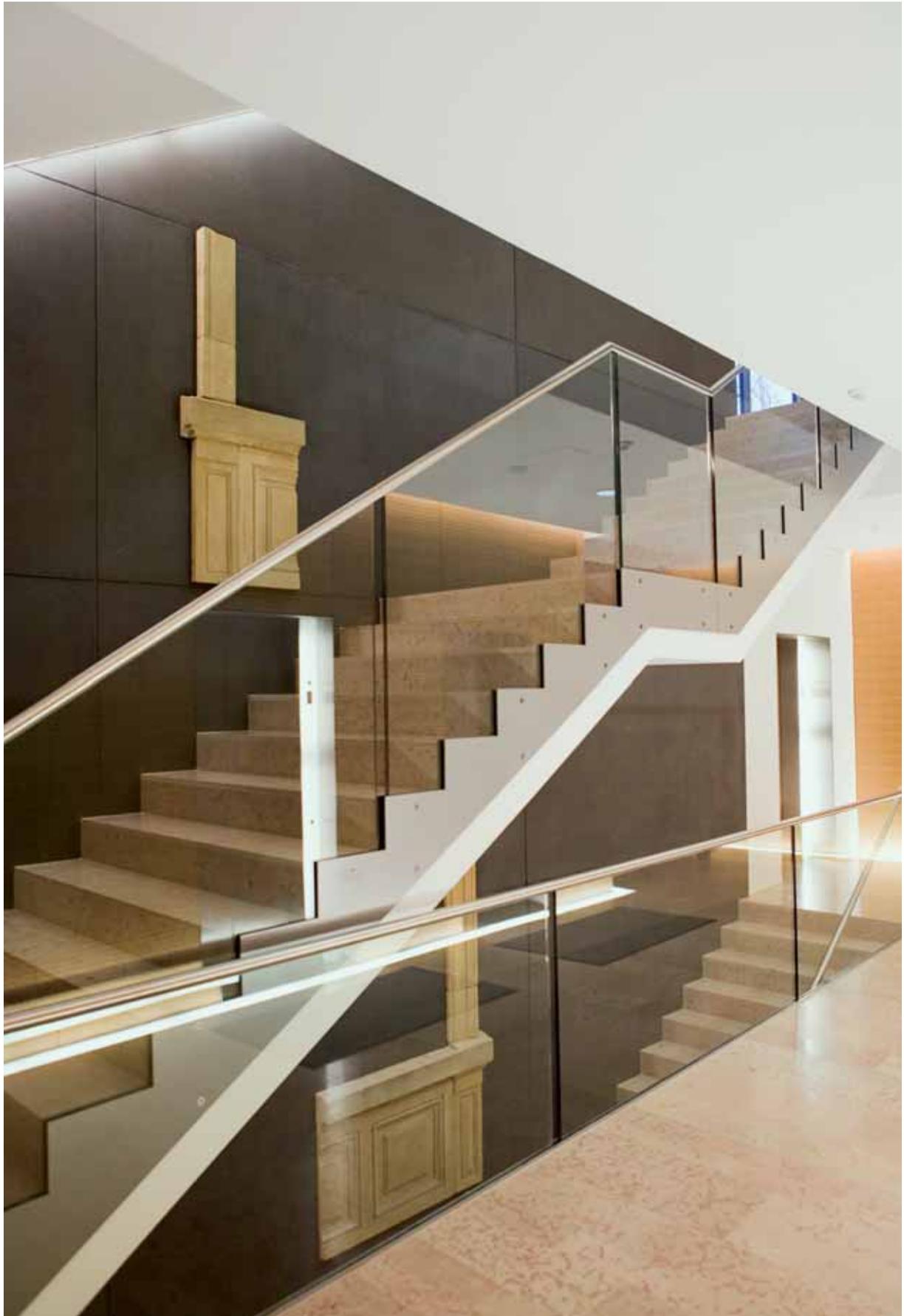
Dans ce contexte de décélération de la croissance économique, la création d'emplois a continué à accélérer. Ainsi, l'emploi salarié progresse de 4,4%, ce qui représente la plus forte croissance depuis 2001. Cette évolution semble en ligne avec le développement souvent observé lors d'un ralentissement cyclique de la croissance, à savoir que l'emploi continue d'abord à se développer de manière favorable et n'imite ce ralentissement qu'avec un certain délai. Ceci se traduit alors en une diminution mécanique ou bien au moins un ralentissement de la productivité. Celle-ci s'est en effet développée de manière particulièrement faible en 2007 (+0,3%), après 3 années de progression assez favorable. Comme la rémunération moyenne par salarié n'a que peu ralenti (de 4,5 à 3,5%), les coûts unitaires du travail (CSU) ont accéléré de 2,2% en 2006 à 3,2% en 2007. Cette accélération des CSU, combinée à la faible progression du déflateur du PIB mènent à la première baisse de la marge de profit depuis 2002 (-1%).

Les chiffres trimestriels de la comptabilité nationale situent la décélération du PIB déjà à partir du premier trimestre 2006, qui s'est ensuite renforcée en 2007 (graphique 24). L'emploi, qui a réagi avec retard à la reprise observée en 2005, a accéléré ensuite au cours de 2006, pour maintenir ce rythme de croissance au début de 2007 et puis accélérer à nouveau pendant la seconde moitié de 2007. Au 4<sup>ème</sup> trimestre, la progression annuelle de l'emploi a ainsi dépassé celle du PIB. De manière rétrospective, la progression de la productivité du travail au cours des deux dernières années est en déclin constant pour aboutir à une baisse de la productivité en fin 2007. De manière prospective, un scénario de stabilisation, voire de ralentissement cyclique de la croissance économique débouchera dès lors en un net ralentissement de la création d'emploi, afin d'assurer une évolution plus soutenable de la productivité du travail.

**GRAPHIQUE 24 :**  
**PIB ET EMPLOI TOTAL (VAR. ANNUELLE EN %, DONNÉES TRIMESTRIELLES)**



Source : STATEC



## Estimations de l'écart de production et de la croissance potentielle

Cet encadré fournit une mise à jour des estimations de l'écart de production et de la croissance potentielle publiés dans le rapport annuel 2006. Il est bien connu que ces estimations sont sujettes à des importantes révisions, surtout pour les observations les plus récentes. Afin de limiter ce problème de fiabilité réduite, les séries sont prolongées jusqu'en 2010 à l'aide des résultats du dernier exercice de prévision.

Par rapport aux estimations publiées en juin 2007, il est maintenant clair à travers les nouveaux résultats que la production était inférieure à son niveau potentiel pendant la période 2003-2005 (écart négatif pour l'ensemble des méthodes). Par contre, pour l'année 2006 toutes les méthodes trouvaient un écart négatif en juin 2007, mais avec les nouvelles données l'écart de production en 2006 est positif pour cinq des six méthodes considérées. Ce changement est en partie le résultat des nouvelles données de comptabilité nationale publiées en octobre 2007. Celles-ci ont augmentée la croissance du PIB en 2004 et 2005 de plus d'un point de pourcentage. Maintenant, l'écart en 2006 est négatif seulement pour le modèle Apel-Jansson (-2,4%). Ceci s'explique par le fait que cette méthode prend en compte les fluctuations du chômage pour identifier la partie cyclique de la production. Par conséquent, la hausse du chômage de 2001 à 2006 se traduit par l'apparition d'un écart négatif plus important selon cette méthode, qui commence à être résorbé seulement en 2006.

Pour l'année 2007, la situation est inchangée par rapport à 2006 selon une méthode (filtre HP), se détériore selon trois méthodes (de 0,5% du PIB), et s'améliore selon les autres deux (entre 0,2% et 1,1% du PIB). Pour les années qui suivent, les projections anticipent un ralentissement en 2008 et une reprise graduelle en 2009-2010, ce qui implique un écart négatif pour cinq des six méthodes. L'approche par la fonction de production est moins pessimiste sur l'horizon de prévision, et ceci en partie grâce à la diminution récente du chômage et aux anticipations d'une progression soutenue des investissements en capital fixe.

Ces estimations (et spécialement celles pour les périodes courantes ou futures) sont entourées d'une incertitude importante, comme le rappelle l'ampleur des révisions intervenues depuis la dernière publication en juin 2007. Notons que le niveau du PIB a été également révisé de plus de 1% dans chacun des années 2003-2007. Par conséquent, selon la tendance linéaire l'écart de production a augmenté entre un et deux points de pourcentage sur les années 2004-2007. L'écart estimé pour l'année 2003 a été révisé vers le bas pour quatre des six méthodes (par presque deux points de pourcentage pour le modèle de Kuttner). Pour les années 2004-2007 les révisions sont presque toujours positives (écart négatif moins important, ou écart positif plus important). L'approche par la fonction de production affiche les révisions les plus réduites en valeur absolue (fiabilité plus élevée). Les méthodes univariés, qui se limitent à analyser l'évolution du PIB, ont subi les révisions les plus importantes en valeur absolue. En particulier, la tendance linéaire se révèle la méthode la moins fiable (sujette aux plus grandes révisions).

Les estimations de la croissance potentielle ont généralement subi une légère révision vers le haut. Pour la tendance linéaire, le taux de croissance potentielle reste à 5,0%. Pour les autres méthodes, la moyenne de la croissance potentielle depuis 1981 a augmenté de 0,1 point de pourcentage en trois cas. La moyenne depuis 2001 a augmenté de 0,2 à 0,8 point de pourcentage. La croissance potentielle semble ainsi rester dans la fourchette 4% à 5% pour l'horizon de prévision 2008-2010 (avec la possible exception du modèle Apel-Jansson). Toutefois, il faut rappeler que les résultats pour la période de projection sont à interpréter avec une précaution particulière.

**TABLEAU 13 :**  
**ESTIMATIONS DE L'ÉCART DE PRODUCTION**  
**ET LA CROISSANCE POTENTIELLE**

	PIB réel (mia EUR)	Tendance linéaire	Hodrick- Prescott	Harvey- Jaeger	Kuttner	Apel- Jansson	Fonction Production
		Estimations de l'écart de production					
2003	23,97	-0,9%	-1,2%	-0,3%	-0,6%	-1,0%	-1,9%
2004	25,14	-1,0%	-1,0%	-0,4%	-0,6%	-2,3%	-1,5%
2005	26,40	-1,0%	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-2,9%	-0,9%
2006	28,02	0,1%	1,0%	0,6%	0,7%	-2,4%	0,7%
2007	29,27	-0,4%	1,0%	0,3%	0,3%	-1,4%	0,9%
2008	30,22	-2,1%	-0,2%	-1,1%	-1,2%	-0,4%	0,0%
2009	31,43	-3,1%	-0,6%	-2,0%	-2,0%	-0,9%	-0,1%
2010	32,81	-3,7%	-0,7%	-2,5%	-2,5%	-0,2%	0,3%
	Révisions	Révisions de l'écart de production par rapport aux estimations en 2007					
2003	1,0%	0,2%	-0,2%	0,5%	-1,7%	-0,9%	-0,2%
2004	2,2%	1,4%	0,8%	1,6%	-0,8%	1,2%	0,7%
2005	3,2%	2,3%	1,6%	1,9%	0,3%	1,7%	1,4%
2006	3,2%	2,2%	1,4%	1,8%	2,0%	1,5%	1,2%
2007	2,6%	1,7%	0,8%	0,9%	1,8%	0,7%	0,6%
	Croissance du PIB réel	Estimations de la croissance potentielle					
2003	2,1%	5,0%	4,7%	4,4%	4,9%	5,1%	4,6%
2004	4,9%	5,0%	4,6%	4,9%	4,9%	6,2%	4,4%
2005	5,0%	5,0%	4,6%	5,0%	4,9%	5,7%	4,4%
2006	6,1%	5,0%	4,5%	5,1%	4,9%	5,6%	4,5%
2007	4,5%	5,0%	4,5%	4,9%	4,9%	3,5%	4,3%
2008	3,2%	5,0%	4,5%	4,7%	4,9%	2,1%	4,2%
2009	4,0%	5,0%	4,4%	4,9%	4,8%	4,6%	4,1%
2010	4,4%	5,0%	4,4%	4,9%	4,8%	3,6%	4,0%
	Moyenne croissance réelle	Moyenne croissance potentielle					
1981-2006	4,8%	,0%	4,8%	5,0%	4,9%	4,9%	4,8%
2001-2006	4,1%	5,0%	4,7%	4,7%	4,9%	5,1%	4,7%

Sources : calculs BCL, données STATEC

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.5 Le secteur financier

La crise de l'immobilier américain s'est nettement propagée au secteur financier à l'échelle mondiale, empruntant deux canaux majeurs; d'une part, elle a directement affecté les établissements engagés dans les crédits immobiliers aux Etats-Unis ou détenant des valeurs mobilières représentant des créances titrisées; d'autre part, elle a agi indirectement par la baisse importante des indices boursiers observée surtout au cours du dernier trimestre de l'année 2007.

Ainsi, le secteur financier luxembourgeois, à l'instar de celui d'autres pays, a vécu une année mouvementée, marquée par de vifs contrastes tant en ce qui concerne les résultats des établissements de crédit qu'en ce qui concerne le développement de l'industrie des organismes de placement collectif. Alors que le premier semestre de l'année sous revue s'est parfaitement inscrit dans le prolongement des développements observés au cours de l'année 2006, avec des taux de croissance importants pour les indicateurs majeurs de la place financière (tels que l'emploi, les résultats des banques ou encore la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif), le second semestre témoigne d'un net revirement de tendance. Celui-ci, pour l'instant du moins, n'a épargné que l'emploi du secteur financier.

L'impact de cette dégradation sur la place financière est indéniable. Toutefois, il importe de mentionner qu'elle ne se répercute pas de manière uniforme sur les différents indicateurs.

La valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif, quant à elle, affiche un taux de croissance annuel de 11,6% par rapport à fin 2006, nettement inférieur à ceux observés en 2005 et 2006. L'emploi dans le secteur bancaire s'est accru de 1.387 unités au cours de l'année 2007, soit un taux de croissance de 5,6%, en léger recul par rapport au taux de 6,6% observé en 2006. La somme de bilan des banques a augmenté de 9% pour s'élever à 915 448 millions d'euros au 31 décembre 2007. Par contre les résultats nets des établissements de crédit affichent une baisse importante, nettement supérieure à celle observée en 2002 à la suite des turbulences sur les marchés financiers initiées début 2001 et amplifiées par les attentats de septembre 2001. En effet, le résultat net est en baisse de 35,8% par rapport à 2006. A noter dans ce contexte que la baisse se limite à 23,7% si on neutralise les plus-values non

récurrentes de 904 millions d'euros réalisées en 2006. La baisse significative du résultat net des établissements de crédit s'explique essentiellement, voire exclusivement, par l'importance des corrections de valeur et provisions que les établissements de crédit luxembourgeois ont dû constituer pour couvrir les risques.

Finalement, la poursuite de l'incertitude sur les principales bourses mondiales ainsi que le ralentissement économique important aux Etats-Unis qui commence à affecter également d'autres économies, font qu'une dégradation supplémentaire n'est plus à écarter en 2008.

### 1.2.5.1 Le bilan des établissements de crédit

A l'exception du mois de décembre 2007, au cours duquel la somme des bilans des banques a reculé de 25 296 millions d'euros, une dynamique de croissance du volume des activités pratiquement ininterrompue depuis 2003 peut être observée. Ainsi, entre le 31 décembre 2006 et le 31 décembre 2007, la somme des bilans des banques a augmenté de 75 883 millions d'euros, soit 9,0% pour atteindre à un encours 915 448 millions d'euros. Le premier trimestre 2008 ne déroge pas à la règle puisqu'entre le 31 décembre 2007 et le 31 mars 2008, cette hausse a atteint 2,6%. Ainsi, la somme des bilans des banques luxembourgeoises se chiffre à 939 299 millions d'euros à la fin du premier trimestre 2008. La progression de l'activité concerne en premier lieu les créances et les dettes aussi bien interbancaires qu'en provenance ou à destination de la clientèle non bancaire.

Il convient de mentionner que malgré l'introduction des normes IAS / IFRS pour toutes les banques luxembourgeoises, les crédits (72,0% de la somme de bilan) et les dépôts (82,9% de la somme de bilan) demeurent exprimés à leur valeur nominale dans les rapports statistiques de la BCL. Par contre, au niveau des titres détenus ou émis le changement des normes comptables a évidemment un impact sur l'évolution des encours. En effet, alors qu'auparavant seule une petite partie des titres étaient évalués au prix de marché, l'application des normes IAS/IFRS implique que la majorité des titres sont maintenant évalués à la juste valeur. Finalement, il importe également de mentionner que les nouvelles normes comptables exigent la comptabilisation des produits dérivés au bilan

**TABLEAU 14 :**  
**PRINCIPAUX CHIFFRES RELATIFS AUX DIFFÉRENTS**  
**POSTES DE L'ACTIF DU BILAN ET LEUR ÉVOLUTION**  
**(ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE)**

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				<sup>1</sup> Poids relatif
	2006/12	2007/12	2008/03	2006/12 - 2007/12		2007/12 - 2008/03		2008/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	417 943	455 682	471 086	37 739	9,0	15 404	3,4	50,2
Créances sur la clientèle	161 250	195 350	204 367	34 100	21,1	9 017	4,6	21,8
Portefeuille titres	233 602	236 700	230 632	3 098	1,3	-6 068	-2,6	24,6
Autres actifs	26 770	27 717	32 214	946	3,5	5 497	18,8	3,5
<b>Total de l'actif</b>	<b>839 565</b>	<b>915 448</b>	<b>939 299</b>	<b>75 883</b>	<b>9,0</b>	<b>23 851</b>	<b>2,6</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

1. Poids relatif par rapport au total des actifs

et non plus au hors-bilan comme cela était encore le cas en 2007. Dans la mesure où le reporting statistique utilisé par la Banque centrale du Luxembourg, prévoit que la comptabilisation de ces positions se fasse sous les rubriques des autres actifs et des autres passifs, ces rubriques sont sujet à un certain gonflement durant le premier trimestre 2008.

A l'actif, un accroissement en volume de 37 739 millions d'euros (9,0%) des créances interbancaires entre fin décembre 2006 et fin décembre 2007 a pu être observé. Celles-ci ont encore progressé de 15 404 millions d'euros (3,4%) au cours des trois premiers mois de l'année 2008, pour atteindre 471 086 millions d'euros au 31 mars 2008. A cette date, le financement d'autres banques représentait près de la moitié (50,2%) de l'activité des banques luxembourgeoises.

Le poste des créances sur la clientèle a affiché une croissance annuelle de 34 100 millions d'euros (21,1%), passant de 161 250 millions d'euros fin 2006 à 195 350 millions d'euros fin 2007. Au cours du premier trimestre de l'année en cours, elles ont progressé de 4,6% pour atteindre 204 367 millions d'euros au 31 mars 2008.

Alors que la valeur du portefeuille titres avait légèrement augmenté au cours de l'année 2007 (1,3%),

les chiffres du premier trimestre 2008 reflètent d'une part, l'impact d'une évolution moins favorable sur les marchés boursiers puisque le volume des portefeuilles de titres a diminué de 6 068 millions d'euros (-2,6%) et d'autre part l'application des nouvelles méthodes d'évaluation. De même au passif, une baisse des dettes représentées par un titre à hauteur de 12,2%, survenue au premier trimestre (11 394 millions d'euros) s'observe; partie de celle-ci peut être mise en relation avec l'application des nouvelles normes comptables, en raison de l'application de la juste valeur.

Sur le volet d'actif, après avoir crû modestement de 946 millions d'euros (3,5%) au cours de l'année 2007, le poste des autres actifs a nettement progressé de 5 497 millions d'euros (19,8%) au premier trimestre 2008, en raison notamment de la migration des normes comptables de LuxGAAP vers IFRS / IAS. Finalement, il ressort qu'au 31 mars 2008, le poids relatif des autres actifs a atteint 3,5% tandis que celui des autres passifs s'établissait à 8,6%. Compte tenu des éléments exposés, les parts relatives de ces deux postes devraient progresser de manière assez forte dans les mois à venir.

Au passif du bilan la majeure partie de la hausse du volume d'activités provient du refinancement interbancaire;

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

après une hausse de 14,9% (57 710 millions d'euros) au cours de l'année 2007, ce poste a progressé de 4,5% (20 179 millions d'euros) au cours du premier trimestre 2008. En termes relatifs, près de la moitié (49,4%) du passif des banques luxembourgeoises est constitué de dettes interbancaires.

Les dettes vis à vis de la clientèle non-bancaire, qui représentent la seconde source de financement la plus importante avec 33,3% des passifs, n'ont progressé que de 2,9% sur l'ensemble de l'année 2007, puis de 2,4% au cours du premier trimestre de l'année 2008.

Après une année 2007 marquée par une croissance mesurée de 3,9%, l'encours de dettes représentées par

un titre s'est fortement contracté de 12,2% au premier trimestre 2008. Il atteignait 82 180 millions d'euros en fin de période.

En revanche, l'encours des autres passifs a connu une hausse qui est en ligne avec l'accroissement de la somme des bilans des banques avec 9,3% (6 166 millions d'euros) au cours de l'année 2007. La hausse encore plus remarquable de 10,8% sur les trois premiers mois de l'année 2008 (7 854 millions d'euros) est largement imputable aux effets de la migration de la comptabilité bancaire vers les normes IAS/IFRS. Au 31 mars, ce poste représentait un encours de 80 651 millions d'euros.

**TABLEAU 15 :**  
**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 %				<sup>1</sup> Poids relatif	
	2006/12	2007/12	2008/03	2006/12 - 2007/12		2007/12 - 2008/03			2008/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %		
Dettes interbancaires	386 088	443 797	463 976	57 710	14,9	20 179	4,5	49,4	
Dettes envers la clientèle	296 803	305 279	312 492	8 476	2,9	7 212	2,4	33,3	
Dettes représentées par un titre	90 043	93 574	82 180	3 531	3,9	-11 394	-12,2	8,7	
Autres passifs	66 631	72 797	80 651	6 166	9,3	7 854	10,8	8,6	
<b>Total du passif</b>	<b>839 565</b>	<b>915 448</b>	<b>939 299</b>	<b>75 883</b>	<b>9,0</b>	<b>23 851</b>	<b>2,6</b>	<b>100,0</b>	

Source: BCL

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

Finalement, on remarque une croissance de 9 428 millions d'euros (1,0%) par rapport au 31 mars 2008, la tendance pour avril 2008 confirme le renforcement de la somme de bilans observé au premier trimestre 2008.

## Faut-il craindre un rationnement du crédit au Luxembourg ?

### 1. Introduction

La crise des prêts hypothécaires à risques (dits « sub-prime »), apparue sur le marché du crédit immobilier américain en décembre 2005, s'est peu à peu propagée à l'ensemble du système financier américain. Elle est aussi à l'origine des turbulences observées sur les marchés financiers du Luxembourg et de la zone euro depuis août 2007. Dans ce contexte, il convient de s'interroger sur la possibilité d'un rationnement du crédit au Luxembourg, à l'instar de celui qui est actuellement observé aux Etats-Unis. Cet encadré discute d'une part les différentes définitions du rationnement du crédit. D'autre part, il exploite les informations issues des statistiques bilantaires des banques, de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit dans la zone euro réalisée au Luxembourg et des indicateurs de performance du secteur bancaire pour voir dans quelle mesure des signes de rationnement du crédit peuvent être observés au Luxembourg.

### 2. Une multitude de définitions

Il n'existe pas de définition unique du rationnement du crédit, qui fasse l'unanimité. Pour Bernanke et Lown<sup>8</sup>, le rationnement du crédit correspond à un changement significatif dans l'offre de prêts bancaires, à taux d'intérêt réel et qualité des emprunteurs potentiels constants. Pour Owens and Schreft<sup>9</sup>, le rationnement du crédit s'apparente à une période de soudains rationnements non tarifaires (c'est à dire non liés à une augmentation de primes de risque). Cette dernière définition rejoint celle de Green et Oh<sup>10</sup>. Ces derniers qualifient également le rationnement du crédit de situation d'inefficience caractérisée par des emprunteurs solvables ne pouvant obtenir de crédits – ou ne pouvant en obtenir à des conditions raisonnables ; et des prêteurs montrant une prudence excessive.

Une définition plus étroite du rationnement du crédit repose sur une situation marquée par l'érosion des fonds propres des banques, ce qui les force à entamer un processus de désendettement afin de maintenir leurs ratios de solvabilité aux niveaux réglementaires. Aussi, les banques sont dans l'incapacité de fournir des crédits, et ce quel que soit le prix qu'elles chargent ou la notation attribuée à l'emprunteur. Dans ce cas, on parle aussi de « rationnement du capital<sup>11</sup> ».

Enfin, suivant une définition plus large, l'origine du rationnement du crédit peut provenir non seulement du bilan des banques (érosion des fonds propres), mais aussi de problèmes dans le bilan des emprunteurs (solvabilité détériorée). De manière plus générale, le rationnement du crédit peut être dû à une asymétrie d'information entre les prêteurs et les emprunteurs. Dans un tel cas, les banquiers ne disposent généralement que d'une information réduite par rapport aux emprunteurs ; ou, dit autrement, les emprunteurs ont une meilleure connaissance de leur solvabilité que les banquiers. En conséquence, ces derniers sont dans l'incapacité de quantifier correctement les risques encourus par les prêteurs et donc, sont moins prompts à accorder des crédits<sup>12</sup>.

Notons aussi que le rationnement du crédit peut intervenir à différents niveaux. Il peut avoir lieu sur le marché interbancaire, mais aussi au niveau des crédits que les banques allouent aux tiers. Ces derniers représentent les agents économiques non bancaires, qu'il s'agisse des sociétés non financières (SNF) ou des ménages par exemple. En outre, le rationnement du crédit peut toucher un segment seulement du marché (comme le marché immobilier par exemple), ou une catégorie particulière des emprunteurs.

8 Bernanke and Lown (1991) "The Credit Crunch", Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1991, No. 2, pp. 205-247.

9 Owens and Schreft (1995) "Identifying Credit Crunches", Contemporary Economic Policy, April, Vol. 13, No. 2, pp. 63-76.

10 Green et Oh (1991) "Can a 'Credit Crunch' Be Efficient?", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 15, No. 4, pp. 3-17.

11 Voir Peek and Rosengren (1995) "The Capital Crunch: Neither a Borrower nor a Lender Be", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 27, No. 3, pp. 625-638.

12 Voir par exemple Stiglitz et Weiss (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", American Economic Review, Vol. 71, No. 3, pp. 393-410.

Dans la suite, nous utiliserons, sauf mention contraire, la définition suivante : le rationnement du crédit se manifeste avant tout au niveau de l'offre et inclut les situations dans lesquelles : les banques renforcent de manière significative et non-tarifaire les critères d'octroi des crédits ; les banques se couvrent en introduisant des contraintes supplémentaires dans les termes des contrats de prêts ; ou, lorsque le niveau élevé de l'incertitude se traduit par des probabilités de défaut des emprunteurs particulièrement élevées et donc par un coût d'utilisation du capital plus élevé. Nous nous intéresserons en particulier à la possibilité d'occurrence d'un rationnement du crédit des établissements de crédit luxembourgeois et destinés aux SNF et aux ménages du monde entier.

### **3. Les dernières statistiques bilantaires montrent que l'évolution des crédits est dynamique au Luxembourg...**

Au 31 décembre 2007, les établissements de crédits luxembourgeois détenaient un total de 77 702 millions d'euros de créances – sous forme de crédits - sur les SNF. Ce dernier chiffre s'inscrit en progression de 13 742 millions d'euros (soit +21,5%) par rapport à décembre 2006. La contribution la plus importante en termes nominaux vient des SNF situées dans les autres pays de la zone euro. Les crédits destinés à ces dernières ont progressé de 6 135 millions d'euros sur un an (soit +18,6%). Les crédits destinés aux SNF implantées dans le reste du monde – hors zone euro - ont augmenté de 4 337 millions d'euros (soit +19,5%). Enfin, les crédits destinés aux SNF situées au Luxembourg ont progressé de 3 270 millions d'euros entre décembre 2006 et décembre 2007, enregistrant une hausse de 37,8%. Les dernières données disponibles pour le mois d'avril 2008 montrent que la croissance sur 12 mois des crédits destinés aux entreprises établies dans la zone euro (hors Luxembourg) a poursuivi sa progression, atteignant +24,3%. La croissance des crédits à destination des entreprises implantées au Luxembourg est apparue en revanche plus volatile. Elle s'est établie à +37,7% en avril, après +19,9% en mars, +35,7% en février et +28,5% en janvier. En somme, l'encours des crédits accordés aux SNF de la zone euro a progressé de 27,2% sur 12 mois.

Les dernières évolutions des crédits accordés aux ménages sont plus contrastées. Au 31 décembre 2007, l'encours des crédits qui leur sont destinés s'élevait à 34 251 millions d'euros et, enregistrant une hausse

de 10% sur un an. Les crédits accordés aux résidents luxembourgeois et du reste du monde (hors zone euro) progressaient de respectivement 19,7% et 17,2%. Ceux destinés aux ménages de la zone euro (hors Luxembourg) enregistraient quant à eux un recul de 4%, à 11 642 millions d'euros. Au cours des quatre premiers mois de l'année 2008, la progression des crédits accordés aux résidents luxembourgeois a progressé à des rythmes annuels compris entre 10,3% et 11,5%. L'encours des crédits destinés aux résidents européens (hors Luxembourg) s'est pour sa part inscrit en retrait sur un an tout au long du premier trimestre 2008. Au total, l'encours des crédits accordés aux ménages de la zone euro a progressé de 3,1% en avril.

### **4. ... tandis que les banques interrogées en avril signalent un durcissement des critères d'octroi des crédits aux entreprises !**

Les résultats de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit dans la zone euro réalisée au Luxembourg indiquent que depuis le troisième trimestre 2007, les banques ont en moyenne durci les critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux entreprises. Le durcissement a été d'autant plus important pour les grandes entreprises. Il devrait en outre se poursuivre au second trimestre. Ces résultats sont à considérer avec précaution, le lien entre les critères d'octroi et le taux de croissance annuel des prêts aux SNF n'étant pas toujours évident. Entre les troisièmes trimestres 2005 et 2006 par exemple, le durcissement des critères d'attribution qui ressortait de l'enquête bancaire coïncidait avec une nette accélération de la progression annuelle des crédits.

### **5. Les indicateurs de performances bancaires sont plus que satisfaisants**

Les indicateurs de performance du secteur bancaire ne permettent pas d'envisager non plus que les banques établies au Luxembourg rationnent le crédit pour des raisons liées à leur position en fonds propres (rationnement du capital). Le ratio de solvabilité moyen des banques continue d'évoluer largement au-dessus du minimum requis (8%), même s'il a reculé quelque peu en 2007 à 14,2% (après 14,9% en 2006). La rentabilité des actifs, qui mesure la productivité des banques en termes de revenus générés par rapport au total de la somme des bilans, s'est quelque peu réduite en 2007, après quatre années de raffermissement. Elle s'est établie à 0,68% (après 0,79% en 2006). La rentabilité du capital, qui correspond au ratio entre les revenus et le

capital souscrit libéré, s'est également réduite en 2007 à 47,0%, après 55,6% en 2006. Enfin, le ratio de liquidité, soit le rapport entre les actifs liquides et le passif exigible, reste largement au-dessus de la norme prudentielle de 30%. En 2007, ce ratio était de 63,3%.

#### **6. Les emprunteurs restent globalement solvables.**

Enfin, si on adopte une définition plus large du rationnement du crédit, alors, il convient aussi de s'interroger sur la solvabilité des emprunteurs. La détérioration des finances de ces derniers pouvant être à l'origine d'un rationnement du crédit, au même titre que la dégradation du bilan des banques émettrices (voir définition large du rationnement du crédit). Les résultats de la dernière enquête bancaire suggèrent qu'un rationnement du crédit, s'il avait lieu au Luxembourg, affecterait en premier lieu les entreprises ayant un degré de bonité inférieur. De plus, compte-tenu des évolutions récentes dans les critères d'octroi des crédits, il apparaît que les grandes entreprises sont particulièrement vulnérables.

En revanche, en l'absence de données de prêts bancaires accordés aux entreprises ventilées par branche d'activité, il est impossible de tirer des conclusions sur les secteurs d'activité susceptibles d'être plus touchés. Les ménages, pour leur part, ont largement été protégés des évolutions défavorables sur les marchés financiers. A moyen terme, il n'y a aucune raison que cet état de fait change.

#### **7. Conclusion**

In fine, l'expansion des crédits s'est poursuivie au premier trimestre 2008. L'offre totale des crédits aux SNF et aux ménages émanant des établissements luxembourgeois n'a donc pas été affectée par les turbulences financières apparues à la mi-2007. A ce stade, il n'y a aucun signe indiquant que les établissements de crédits luxembourgeois ont entrepris de rationner les crédits accordés tant aux entreprises qu'aux ménages.



# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.5.2 Les taux d'intérêt des banques

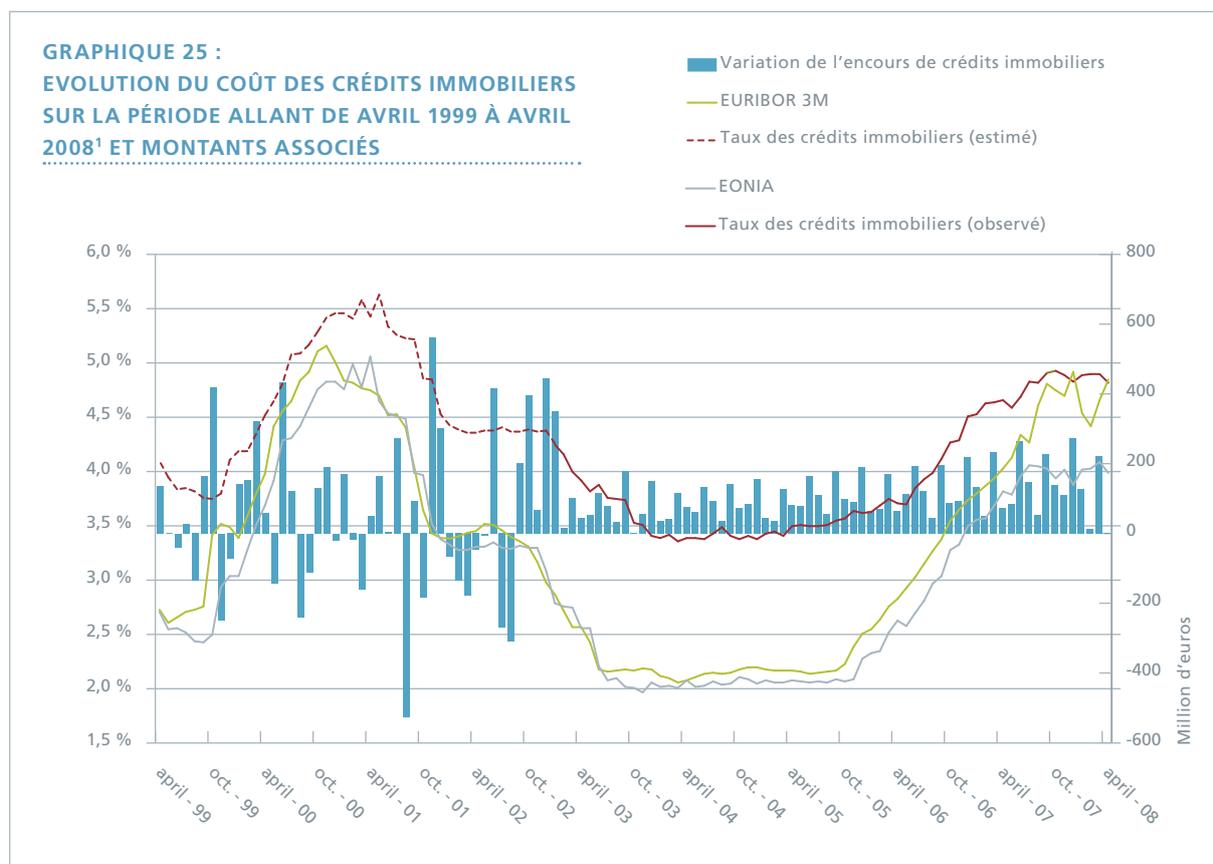
Après avoir progressé de manière ininterrompue depuis décembre 2005, le coût des crédits offerts par les banques luxembourgeoises aux ménages de la zone euro s'est stabilisé dès le second semestre 2007. A l'inverse, les conditions de financement offertes aux sociétés non-financières se sont durcies jusqu'en fin d'année 2007, pour ensuite se détendre au premier trimestre 2008.

Le coût des crédits immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro, après avoir progressé de manière assez rapide entre décembre 2006 (4,51%) et juillet 2007 (4,83%), a évolué entre 4,82% et 4,93% durant le second semestre 2007. Il est resté relativement stable au premier trimestre de l'année 2008, passant de 4,89% en janvier à 4,90% en mars, pour ensuite redescendre à 4,82%.

Les perturbations observées sur les marchés monétaires et obligataires depuis l'été 2007, qui se traduisent par une déformation de la courbe des taux (et une décorrélation assez nette des taux interbancaires avec le taux de refinancement de l'Eurosystème/l'EONIA), sont restés sans effet sur les taux des crédits immobiliers. Ces derniers demeurent indexés de manière assez forte au taux au jour le jour, lui-même lié aux taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Le niveau actuel des taux des crédits immobiliers demeure inférieur à ceux observés en 2000 et 2001.

Parallèlement, le montant des crédits immobiliers accordés au Luxembourg est en progression tendancielle depuis le début de la décennie. Durant la période allant du premier trimestre 2001 au dernier trimestre 2005 cette hausse pouvait être expliquée à la fois par des conditions

**GRAPHIQUE 25 :**  
**ÉVOLUTION DU COÛT DES CRÉDITS IMMOBILIERS SUR LA PÉRIODE ALLANT DE AVRIL 1999 À AVRIL 2008<sup>1</sup> ET MONTANTS ASSOCIÉS**



Source : BCL

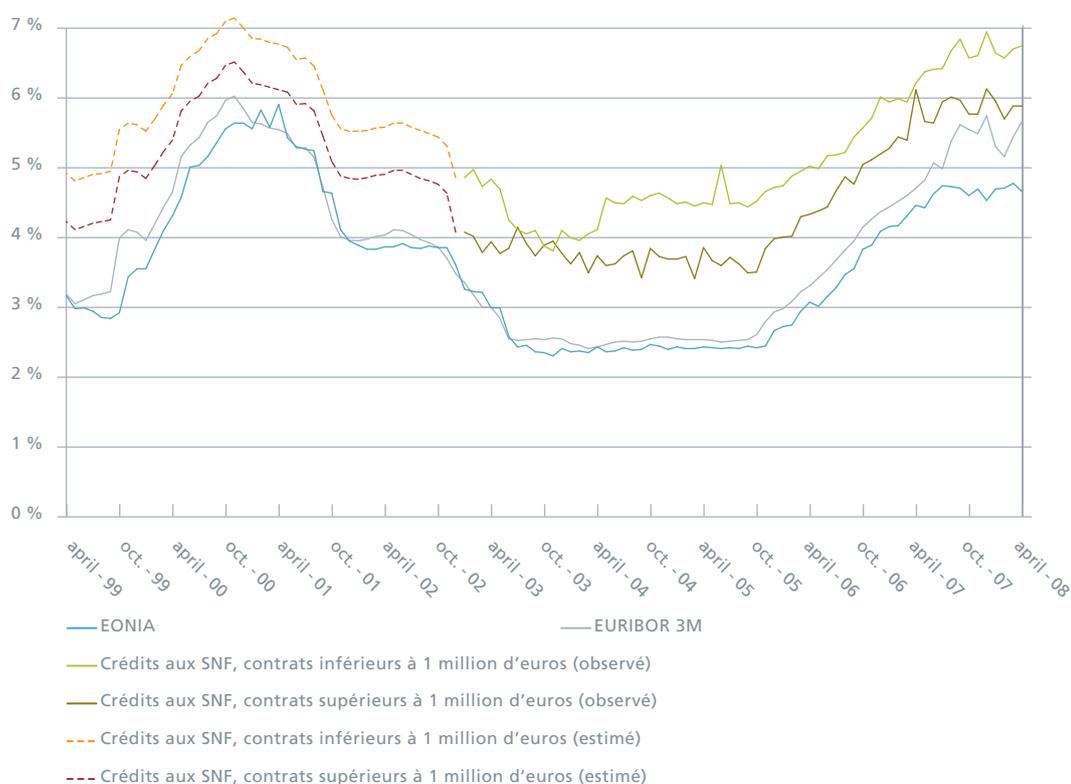
1 La série relative aux taux des crédits immobiliers pour les périodes antérieures à janvier 2003 a été estimée à l'aide d'une régression linéaire du taux des crédits immobiliers pour la période 2003 - 2008 sur le taux EONIA, pour la même période

favorables offertes aux emprunteurs et par une progression continue des prix des biens à financer. Depuis le début de l'année 2006 l'environnement macroéconomique a considérablement évolué (hausse du coût de financement), mais les prix ont continué leur progression (+8% pour les appartements et +13% pour les maisons entre fin 2004 et fin 2006<sup>13</sup>). En outre, malgré cette situation, les banques luxembourgeoises n'anticipent qu'un léger durcissement des critères d'octroi pour les mois à venir. La situation observable sur les crédits aux sociétés non-financières (SNF) est très différente de celle ob-

servée au niveau des crédits immobiliers. Ainsi, les taux des crédits aux SNF sont indexés sur ceux du marché interbancaire (en particulier sur l'EURIBOR 3 mois) et non directement sur le taux de refinancement de l'Eurosystème. Par ailleurs, l'enquête relative à l'allocation de crédits par les banques (BLS) souligne que les contraintes liées à l'équilibre du bilan conduisent à un durcissement des critères d'octroi. Les perturbations observées sur les taux interbancaires se traduisent par une grande volatilité des taux des crédits aux SNF, en particulier dans le cas des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros.

13 Chiffres fournis par l'observatoire de l'habitat basés sur les offres publiées, note n°8, juin 2007.

**GRAPHIQUE 26 :**  
**ÉVOLUTION DU COÛT DES CRÉDITS AUX**  
**SNF SUR LA PÉRIODE ALLANT DE AVRIL**  
**1999 À AVRIL 2008<sup>1</sup>**

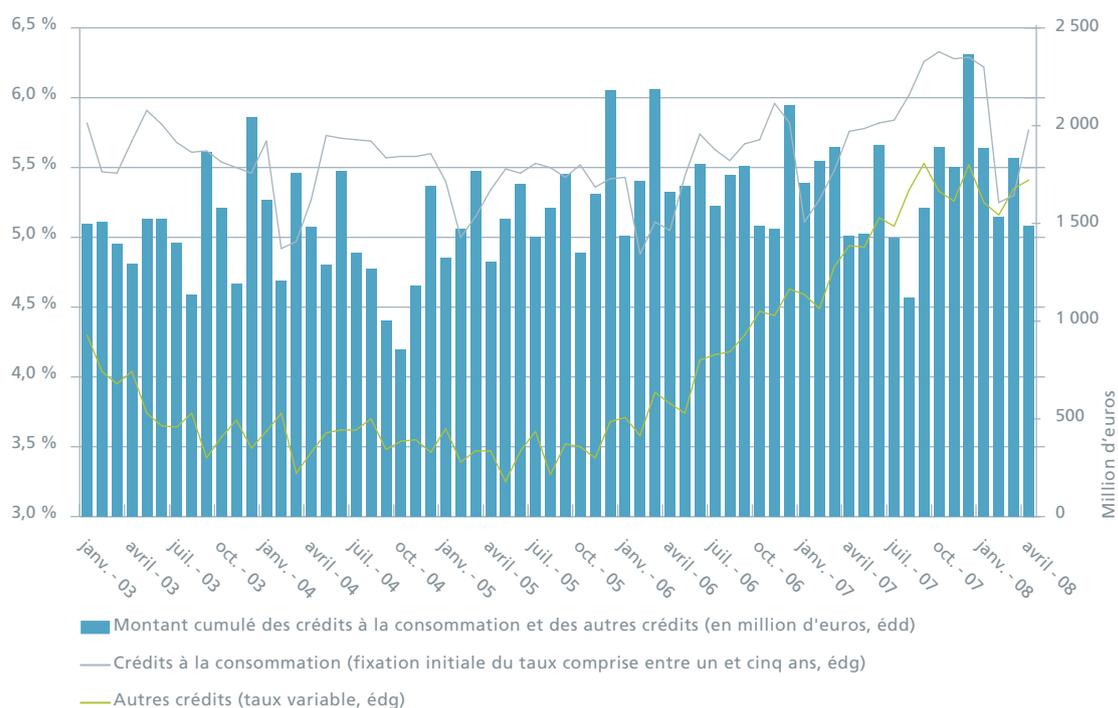


Source : BCL

1 La série relative au taux des crédits aux SNF a été régressée sur celle du taux EURIBOR à trois mois, en moyenne mensuelle, avec un retard d'une période, pour la période 2003 – 2008 et ainsi estimé une série historique pour la période 1999 – 2002.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 27 :**  
**ÉVOLUTION DU COÛT DES CRÉDITS À LA**  
**CONSUMMATION ET DES AUTRES CRÉDITS**  
**SUR LA PÉRIODE ALLANT DE JANVIER 2003**  
**À AVRIL 2008 ET MONTANTS ASSOCIÉS**



Source : BCL

Ainsi, ces derniers ont diminué de 21 points de base entre décembre 2007 (5,25%) et mars 2008 (5,04%). Cette évolution fait cependant suite à une hausse de 31 points de base entre novembre (4,94%) et décembre 2007, dans le sillage de la forte progression du taux interbancaire à trois mois sur cette période (22 points). En outre, l'écart type du différentiel entre le taux des crédits aux SNF (pour les contrats supérieurs à un million d'euros) et le taux EONIA, qui permet de mesurer la volatilité de cette série par rapport aux conditions de financement offertes au jour le jour par le marché, est passé de sept points de base en 2006 à 17 points de base en 2007.

En ce qui concerne les crédits aux SNF d'un montant inférieur à un million d'euros, leur coût est passé de 5,95% en décembre 2007 à 5,75% en mars 2008. Ces deux catégories de taux sont restées stables entre mars et avril à respectivement 5,78% et 5,04%.

En ce qui concerne les crédits à la consommation à destination des ménages de la zone euro, dont la période fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, leur coût a diminué de 52 points de base entre décembre 2007 (6,29%) et avril 2008 (5,77%). Toutefois, le taux offert pour cette catégorie de crédits était tombé à 5,25% en février 2008 en raison

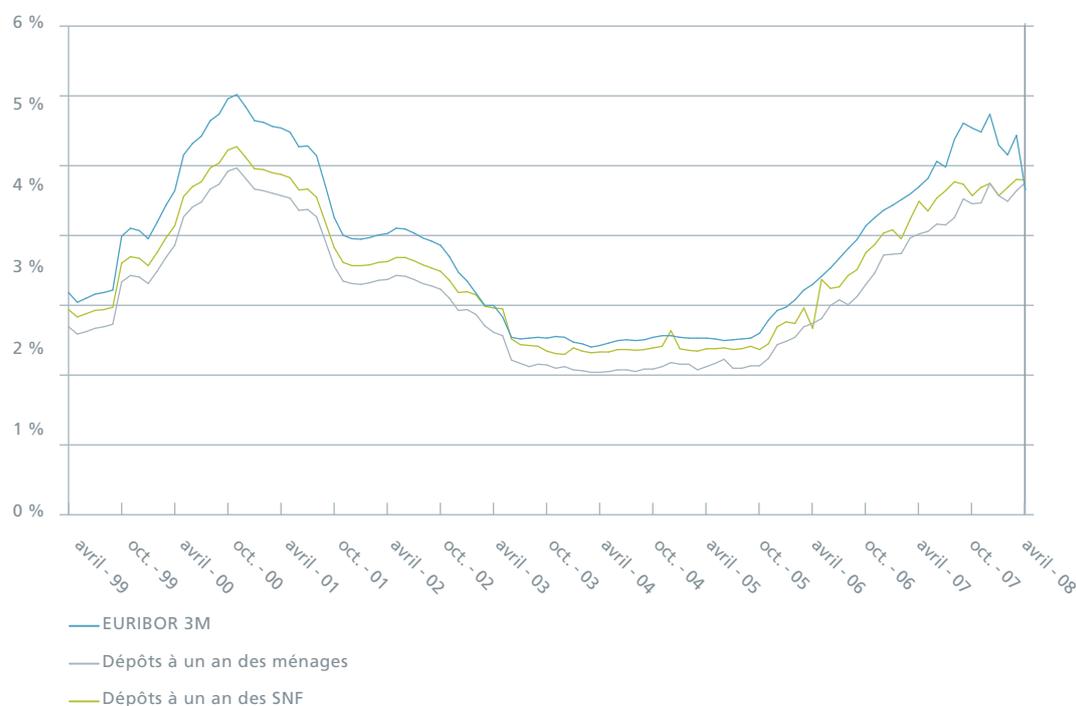
notamment de la tenue du festival automobile annuel et des conditions spécifiques afférentes. Sur l'ensemble de l'année 2007, le coût des crédits à la consommation avait progressé de 47 points de base.

La catégorie des autres crédits à taux variables était également en recul de 11 points de base entre décembre 2007 (5,52%) et avril 2008 (5,41%). Cependant, cette catégorie de taux subit les effets de la dégradation de l'environnement financier international à travers deux canaux : la hausse du coût de refinancement à court terme et la hausse du risque de défaut de la contrepartie. Ainsi, en décembre 2007, au plus fort des

tensions sur le marché interbancaire, la progression du coût des autres crédits par rapport à novembre 2007 (5,26%) était de 26 points de base.

Cette situation se retrouve dans les évolutions récentes de la rémunération des dépôts à terme, de maturité inférieure à un an, aussi bien des ménages que des SNF. En effet, après avoir progressé de 24 points de base entre octobre et décembre 2007, les taux des dépôts à terme des ménages se sont légèrement détendus entre décembre 2007 (4,07%) et mars 2008 (3,98%), pour ensuite revenir à 4,08% en avril. Au contraire, la rémunération des dépôts des SNF a progressé sur cette période, passant de 4,07% en décembre 2007 à 4,11% en avril 2008, soit quatre points de base supplémentaires.

**GRAPHIQUE 28 :**  
**EVOLUTION DE LA RÉMUNÉRATION DES DÉPÔTS**  
**DES MÉNAGES ET DES SNF SUR LA PÉRIODE**  
**ALLANT DE AVRIL 1999 À AVRIL 2008<sup>1</sup>**



Source : BCL

1 Pour estimer les valeurs historiques des dépôts à terme des ménages et des SNF, les deux séries ont été régressées sur celle du taux EURIBOR à trois mois.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.5.3 L'emploi dans les banques

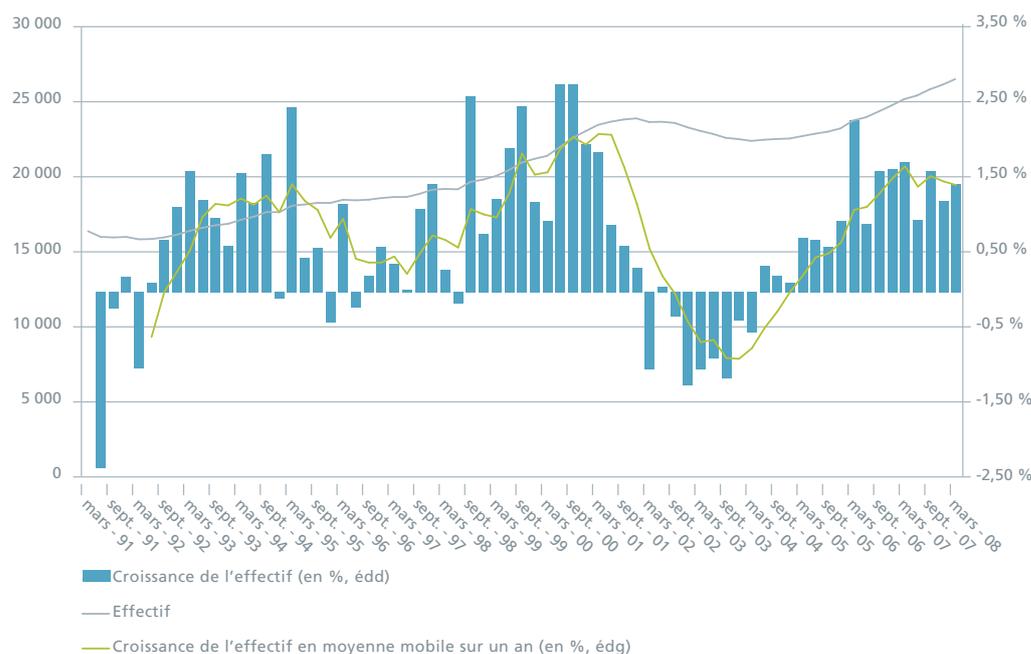
Au 31 mars 2008, 26 513 personnes étaient employées dans les banques luxembourgeoises, un chiffre en hausse de 1,43% par rapport au 31 décembre 2007. En dépit d'un environnement macro-économique et financier international délicat (réévaluation des risques, hausse des coûts de financement, incertitudes, volatilité élevée des indices boursiers...) les banques luxembourgeoises ont étoffé leurs effectifs. Cela est d'autant plus significatif que depuis le second semestre 2005, le nombre d'établissements de crédit est demeuré relativement stable (compris entre 153 et 157). En outre, le secteur bancaire luxembourgeois est créateur net d'emplois depuis le second semestre 2004.

Il convient cependant de rester prudent dans la mesure où quelques banques ont récemment annoncé leur

volonté de mettre en place des plans sociaux. Il semble toutefois que ces décisions soient motivées par des réorganisations d'activités intra groupe plus que par une problématique purement locale. Il convient aussi de souligner que certains groupes bancaires internationaux ont récemment annoncé leur volonté de mener une politique de réduction des coûts.

Par ailleurs, le graphique ci-dessous montre que dans le contexte économique et financier difficile du premier semestre 2001, le secteur bancaire luxembourgeois a continué à créer des emplois. Ce n'est qu'au premier trimestre 2002 qu'une correction a pu être observée, mais celle-ci s'est avérée assez forte et durable puisqu'il a fallu attendre deux ans avant d'assister à de nouvelles créations nettes d'emplois. Il existe donc un décalage entre le déclenchement d'une crise et la concrétisation de ses effets sur l'emploi dans les banques.

**GRAPHIQUE 29 :**  
**ÉVOLUTION DE L'EFFECTIF DES**  
**BANQUES LUXEMBOURGEOISES**  
**ENTRE MARS 1991 ET MARS 2008**



Source : BCL



# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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

En 2007, d'après les chiffres révisés, les établissements de crédit ont dégagé, un résultat net agrégé de 3 670 millions d'euros, en baisse de 35,8% par rapport à l'année précédente. Si les deux premiers trimestres de 2007 laissaient espérer une suite de l'année exceptionnelle 2006, les résultats des trimestres suivants ont été marqués par les effets internationaux de la crise de l'immobilier et des crédits « subprime » aux Etats-Unis.

Le calcul des résultats au 31 décembre 2007 des établissements de crédit publiés et commentés dans la Revue de stabilité financière 2008 avait été réalisé sur base de données encore provisoires qui laissaient apparaître un résultat net agrégé en baisse de 11,5%, en comparaison annuelle, soit 656 millions d'euros, à 5 060 millions d'euros. Il s'est avéré que les montants finaux à allouer aux corrections de valeur et/ou provisions n'étaient pas encore définitivement arrêtés par toutes les banques. En outre, les données des banques clôturant leur année fiscale en mars n'étaient pas encore disponibles. La prise en compte de ces données dans le cadre du présent Rapport annuel a engendré un très net renforcement de la tendance par rapport aux données compilées vers la mi-février 2008 dans le cadre de la Revue de stabilité financière.

Avec 7 364 millions d'euros, contre 7 215 millions d'euros, le résultat avant corrections de valeur et provisions n'a que marginalement augmenté par rapport à celui calculé vers la mi-février. Cependant, la constitution nette de provisions est passée de 1 331 millions d'euros à 2 899 millions d'euros ; le résultat net est par conséquent passé de 5 060 millions d'euros à 3 670 millions d'euros. En comparaison annuelle, ceci représente une baisse de 2 046 millions ou 35,8%.

A la fin de l'année 2007<sup>14</sup>, la marge sur intérêts des banques luxembourgeoises s'est distinguée par une croissance de 24,5%, soit 1 199 millions d'euros, par rapport au 31 décembre 2006. L'évolution du montant global des revenus nets a été marquée par un accroissement de 275,5%, soit 259 millions d'euros, des revenus nets sur réalisation de titres et un recul de 760 millions d'euros,

soit 45,4%, des revenus nets sur divers. La remarquable progression de la marge sur intérêts a compensé la légère diminution des revenus nets globaux de 2,3% et a permis au produit bancaire de croître de 9,8% en comparaison annuelle. En termes de composantes du produit bancaire, la marge sur intérêts représente une part relative de 51,1%, contre 48,9% pour les autres revenus nets.

Les frais généraux administratifs ont progressé de 11,2% sur une année. Les facteurs explicatifs sont d'une part, la croissance des frais de personnel de 10,1% en raison des ajustements salariaux et de l'accroissement de l'effectif de 1 387 personnes, et d'autre part, par une augmentation notable des frais d'exploitation de 12,5%.

Les banques ont dégagé en 2007 un résultat avant provisions de 7 364 millions d'euros, en hausse de 8,9% par rapport à l'année 2006, où il avait atteint 6 761 millions d'euros. Cette dernière avait déjà été exceptionnelle avec une progression de 46,7% du résultat avant provisions par rapport à 2005.

Cependant, les établissements de crédit se sont vus dans l'obligation d'étoffer leurs constitutions nettes de corrections de valeur et/ou de provisions de 1 402%, pour les porter à 2 899 millions d'euros ; ces dernières représentent 24,3% du produit bancaire, alors qu'elles ne représentaient seulement 1,8% l'année antérieure. Ce mouvement s'explique notamment par des corrections de valeur que quelques banques ont dû appliquer à certaines valeurs mobilières à revenu fixe placées dans leur portefeuille des immobilisations financières.

Après l'exercice exceptionnel de 2006, les résultats des banques luxembourgeoises sont retombés au niveau de 2005 avec un résultat net après impôts de 3 670 millions d'euros.

Si certaines banques ont subi des pertes importantes liées à la détention de titres dérivés du « subprime », il apparaît que la grande majorité des banques de la place financière du Luxembourg a assez bien résisté aux effets que la crise du marché du « subprime » américain a eus sur les marchés financiers internationaux.

Depuis janvier 2008 un nouveau reporting prudentiel comptable de la CSSF est produit sur base des normes comptables internationales IAS/IFRS par tous les

14 Une analyse détaillée de l'exercice 2007 peut être trouvée dans la Revue de stabilité financière 2008.

**TABLEAU 16 :**  
**COMPTE DE PROFITS ET PERTES AGRÉGÉ EN FIN**  
**D'ANNÉE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT**  
**LUXEMBOURGEOIS, Y COMPRIS LES SUCCURSALES**  
**À L'ÉTRANGER DES ÉTABLISSEMENTS**  
**LUXEMBOURGEOIS <sup>1)2)</sup>**

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

Rubrique des débits et des crédits	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1 Intérêts et dividendes perçus	50 694	52 993	42 681	35 300	30 241	36 515	49 972	62 452
2 Intérêts bonifiés	47 081	48 524	38 441	31 129	26 241	32 531	45 069	56 350
3 Marge sur intérêts (1-2)	3 613	4 469	4 240	4 171	4 000	3 984	4 903	6 102
4 Revenus nets: sur réalisation de titres	290	189	172	297	415	376	94	353
5 sur commissions	3 102	2 830	2 655	2 575	2 831	3 285	3 761	4 115
6 sur opérations de change	300	290	316	285	296	335	446	455
7 sur divers	463	413	948	430	64	503	1 674	914
8 Revenus nets (4+5+6+7)	4 155	3 722	4 091	3 587	3 606	4 499	5 975	5 837
9 Produit bancaire (3+8)	7 768	8 190	8 331	7 758	7 606	8 483	10 878	11 939
10 Frais de personnel	1 677	1 806	1 864	1 807	1 860	2 016	2 208	2 432
11 Frais d'exploitation	1 444	1 498	1 412	1 381	1 413	1 518	1 628	1 832
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3 121	3 304	3 276	3 188	3 273	3 534	3 836	4 264
13 Impôts divers, taxes et redevances	99	95	50	40	36	38	46	54
14 Amortissements sur immobilisé non financier	315	402	314	295	296	286	235	257
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	4 232	4 390	4 691	4 235	4 001	4 625	6 761	7 364
16 Provisions et amortissements sur disponible, réalisable, et immobilisé financier	1 584	1 381	1 912	1 318	1 004	1 007	712	3 587
17 Extourne de provisions	719	627	526	593	622	630	519	688
18 Constitution nette de provisions	864	754	1 386	725	382	377	193	2 899
19 Résultats après provisions (15-18)	3 368	3 635	3 305	3 510	3 619	4 248	6 568	4 465
20 Impôts sur revenu et le bénéfice	936	834	630	657	747	775	852	795
21 Résultat net (19-20)	2 432	2 802	2 675	2 853	2 872	3 473	5 716	3 670
22 Somme moyenne des bilans	639 043	696 961	700 099	668 088	687 486	754 825	837 148	896 069
	en % de la somme moyenne des bilans							
23 Frais généraux (lignes 10 à 14)	0,55	0,55	0,52	0,53	0,52	0,51	0,49	0,51
24 Résultat avant provisions (ligne 15)	0,66	0,63	0,67	0,63	0,58	0,61	0,81	0,82
25 Provisions et amortissements (ligne 18)	0,14	0,11	0,20	0,11	0,06	0,05	0,02	0,32
26 Résultat après provisions (ligne 19)	0,53	0,52	0,47	0,53	0,53	0,56	0,78	0,50

Source : BCL

1. Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.
2. 2007 données provisoires

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

établissements de crédit de droit luxembourgeois et par toutes les succursales établies au Luxembourg. Etant donné que l'intégralité des rapports n'était pas disponible au moment de la rédaction de ces lignes, le compte de résultat des établissements de crédit luxembourgeois ne peut être commenté et analysé que dans le prochain bulletin de la BCL.

Cependant, sur base des rapports reçus jusqu'à présent, les résultats du premier trimestre 2008 s'annoncent moins bons que ceux enregistrés au 31 mars 2007.

## 1.2.5.5 Les organismes de placement collectif

Le secteur des organismes de placement collectif a connu une année 2007 contrastée. En effet, le climat boursier étant favorable lors de la première moitié de l'année 2007, les OPC luxembourgeois ont poursuivi leur croissance à un rythme soutenu en termes d'évolution en nombre, de valeur nette d'inventaire et d'investissement net en capital. A la suite des problèmes survenus sur le marché hypothécaire aux Etats-Unis, le deuxième semestre de l'année 2007 a été marqué par un apport net en capital modéré ainsi que par la stabilisation de la valeur d'inventaire net à un niveau élevé. Le premier trimestre de l'année 2008, quant à lui, a été marqué par une baisse de la valeur d'inventaire nette qui s'explique essentiellement par les mauvaises performances sur les marchés boursiers.

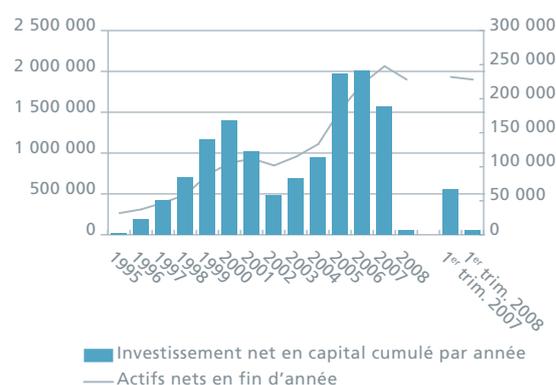
### L'évolution en nombre

Au 31 décembre 2007, la liste officielle comptait 2 868 unités contre 2 238 unités à la fin de l'année 2006, soit une création nette de 630 unités au cours de l'année 2007. Cette tendance à la hausse, qui se confirme au premier trimestre 2008 avec la création nette de 144 unités, montre que la crise de l'immobilier américain n'a pas eu d'impact sur l'évolution en nombre des fonds de placement.

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

Au courant de l'année 2007, le patrimoine global net des organismes de placement collectif a dépassé le niveau historique de 2 000 000 millions d'euros en mai 2007 pour atteindre en octobre le sommet de 2 123 519

**GRAPHIQUE 30 :**  
**EVOLUTION DES ACTIFS NETS ET DE L'INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL (EN MILLIONS D'EUROS)**



Source : CSSF

1. Pour l'année 2008, il s'agit de la VNI au 31 mars 2008 et de l'investissement net en capital du premier trimestre de l'année 2008
2. Pour les 1er trim 2007 et 2008, il s'agit de la VNI au 31 mars ainsi que de l'investissement net en capital cumulé du premier trimestre

millions d'euros. Au 31 décembre 2007, il s'est élevé à 2 059 395 millions d'euros contre 1 844 850 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une hausse de 11,6%. Ainsi, le taux de croissance observé en 2007, quoiqu'appréciable, est pourtant nettement moins important que celui des 3 années antérieures.

Au cours du premier trimestre de l'année en cours la valeur nette d'inventaire affiche également une baisse importante pour tomber à 1 895 445 millions d'euros au 31 mars 2008. Cette baisse, de 163 950 millions d'euros par rapport au 31 décembre 2007, s'explique essentiellement par les mauvaises performances des marchés boursiers en janvier et mars 2008. De plus, le développement défavorable de la majorité des indices boursiers permet également d'expliquer l'apport net en capital très faible puisque les mauvaises performances sur les marchés financiers incitent les investisseurs à garder des liquidités en attendant que de nouvelles opportunités d'investissement se présentent.

**TABLEAU 17 :**  
**EVOLUTION DE LA SITUATION GLOBALE**  
**DES OPC LUXEMBOURGEOIS**

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compartis,	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital <sup>1) 2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>2) 3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6
2007							
jan.	2 260	9 563	1 895 810	30 749	20 211	312 566	19,7
fév.	2 278	9 637	1 908 707	29 083	-16 186	270 601	16,5
mars	2 248	9 680	1 927 360	6 378	12 275	252 100	15,0
avril	2 276	9 793	1 966 996	22 233	17 403	264 757	15,6
mai	2 302	9 900	2 024 662	21 578	36 088	366 985	22,1
juin	2 352	10 042	2 047 022	20 598	1 762	394 896	23,9
juil.	2 407	10 194	2 052 977	23 771	-17 816	373 459	22,2
août	2 460	10 336	2 035 294	166	-17 849	327 888	19,2
sep.	2 501	10 415	2 059 144	-607	24 457	326 114	18,8
oct.	2 618	10 644	2 123 519	24 630	39 745	342 402	19,2
nov.	2 761	10 924	2 063 797	6 860	-66 582	264 272	14,7
déc.	2 868	11 115	2 059 395	3 049	-7 451	214 545	11,6
2008							
jan.	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9
fév.	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7

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

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.5.6 Les OPC monétaires

Les OPC monétaires, contrairement à l'ensemble des OPC, ont connu une année 2007 favorable.

### *Nombre de compartiments*

Au 31 décembre 2007, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 463 unités ce qui représente une hausse de 12 compartiments par rapport au 31 décembre 2006. Au premier trimestre 2008, le nombre de compartiments est resté stable avec 464 unités au 31 mars 2008.

### *La somme de bilan*

Au 31 décembre 2007, la somme de bilan des OPC monétaires s'est élevé 253 641 millions d'euros contre 190 242 millions d'euros au 31 décembre 2006, soit un taux de croissance de 33%. Cette évolution, se confirme au cours du premier trimestre de l'année 2008 avec une somme de bilan de 286 092 millions d'euros au 31 mars 2008.

Cet accroissement de la somme de bilan pendant l'année 2007 et l'année en cours s'explique en partie par un élargissement de la population déclarante au début de l'année 2007. Cependant l'augmentation importante de la somme de bilan des OPC monétaires fait croire que, dans un environnement boursier peu favorable, les investisseurs adoptent un comportement plus prudent face au risque et s'orientent vers des produits qui promettent un rendement plus stable. En effet depuis le début de l'année 2007, l'augmentation de la somme bilan se chiffre à 95 850 millions d'euros ce qui correspond à un taux de croissance de plus de 50% en quinze mois.

## 1.2.5.7 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'Eurosystem. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions

portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande.

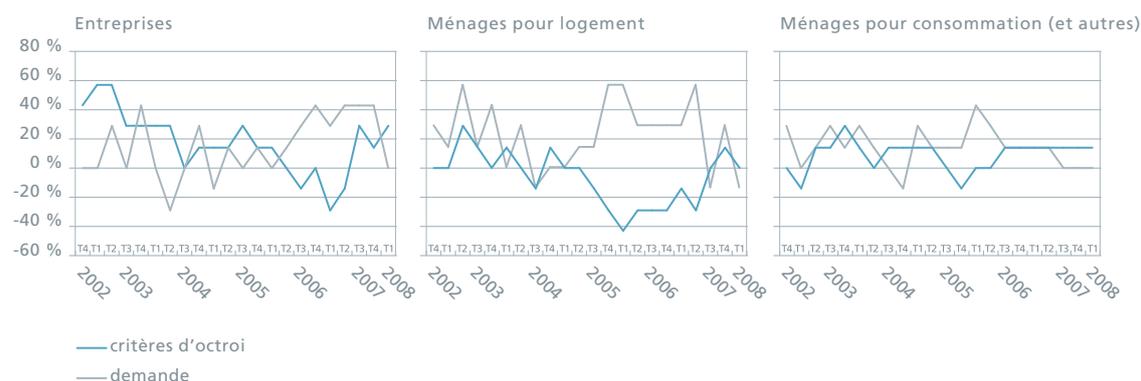
Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en «pourcentages nets» dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire: pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé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

Les données les plus récentes datent du premier trimestre 2008; comme pour les deux trimestres précédents, cette enquête comprenait plusieurs questions supplémentaires afin de permettre à l'Eurosystem d'évaluer l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi et sur l'accès au financement des banques. Pour l'ensemble de la période sous revue (janvier 2007 à mars 2008), les résultats obtenus pour le secteur des ménages luxembourgeois se différencient considérablement de ceux de la zone euro dans son ensemble, notamment pour ce qui est de la période qui suit le déclenchement des turbulences de marché au troisième trimestre 2007; en général, les résultats luxembourgeois sont nettement plus optimistes. Néanmoins, les résultats relatifs au secteur des entreprises sont plus ou moins en lignes dans les deux échantillons, ce qui est toutefois partiellement attribuable à la composition de l'échantillon luxembourgeois. On constate d'ailleurs que l'incidence des perturbations de marché sur les critères des crédits aux entreprises s'est intensifiée depuis le troisième trimestre 2007, tandis que les résultats indiquent que les critères aux ménages n'ont guère été affectés au Luxembourg.

Quant à l'impact des turbulences sur l'accès au financement, on constate que les banques de l'échantillon luxembourgeois ainsi que celles de l'échantillon de la zone euro continuent à rencontrer des difficultés à lever des fonds.

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

**GRAPHIQUE 31 :**  
**EVOLUTION DES CRITÈRES D'OCTROI ET**  
**DE LA DEMANDE AU LUXEMBOURG,**  
**POURCENTAGES NETS**



Source : BCL

**Entreprises:** Alors que les critères d'octroi des crédits aux entreprises se sont encore assouplis en net lors des deux premiers trimestres de l'année passée, plusieurs banques ont signalé un revirement en matière de politique de crédit suite au déclenchement des turbulences de marché en août. Dans une grande mesure, ces résultats sont en lignes avec ceux de la zone euro où les pourcentages nets relatifs aux critères d'attribution appliqués aux entreprises suivent une trajectoire haussière depuis trois trimestres, bien qu'au Luxembourg les résultats nets n'affichent pas de tendance à la hausse. Si l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi s'est intensifiée depuis le troisième trimestre 2007, d'autres éléments explicatifs - tels les coûts liés aux fonds propres, la position de liquidité des banques ou encore leurs perceptions de risques - sont aussi à l'origine du revirement précité qui s'est essentiellement traduit sur les marges appliqués aux prêts plus risqués. Les critères d'attribution aux grandes entreprises ont d'ailleurs été affectés plus que les critères aux PME.

L'orientation globale de la demande nette des entreprises enregistrée au Luxembourg s'avéra d'abord robuste, même après l'apparition des turbulences sur les marchés, alors que dans la zone euro elle commença déjà à se replier dès le troisième trimestre. Néanmoins,

au premier trimestre de l'année en cours les banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé que la demande nette émanant des entreprises a stagné, alors qu'elle a atteint son creux historique à -43% pour ce qui est des grandes entreprises ; ces développements découlent d'un moindre besoin de financement lié aux fusions, acquisitions et restructurations d'entreprises, ainsi qu'à la restructuration de dettes. Au niveau de la zone euro, l'orientation globale de la demande nette a chuté au premier trimestre.

**Ménages pour habitat:** Dans l'échantillon de la zone euro, les pourcentages nets relatifs aux critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers se sont constamment accrus pour atteindre un sommet historique au premier trimestre de l'année en cours. Au Luxembourg cependant, les résultats sont nettement plus propices pour les emprunteurs : alors que la période de deux ans lors de laquelle les banques avaient signalé des assouplissements nets consécutifs s'est achevée au troisième trimestre, un seul durcissement net a été enregistré depuis lors. Les questions supplémentaires relatives aux turbulences de marché incluses dans le questionnaire depuis plusieurs trimestres font d'ailleurs ressortir que ces perturbations n'ont guère eu d'incidence sur la politique de crédit des banques de l'échantillon luxembourgeois.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Dans la zone euro dans son ensemble, les durcissements nets observables depuis le troisième trimestre s'expliquent par le double effet des turbulences de marché et d'une détérioration des perceptions de risques découlant des prévisions sur l'activité économique générale ainsi que des perspectives sur le marché du logement. Il est d'ailleurs important de souligner que pour le secteur immobilier en particulier les résultats intra-zone euro affichent des divergences considérables.

Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont également beaucoup plus propices : alors que la demande nette pour les crédits à l'habitat au Luxembourg n'affiche plus les niveaux élevés enregistrés pendant environ deux ans, ayant même été négative au troisième trimestre 2007 et au premier trimestre de l'année en cours, dans la zone euro dans son ensemble elle s'est inscrite à son creux historique de presque -60% entre janvier et mars 2008. Les sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont toutefois signalé que les perspectives sur le marché du logement ont exercé un effet baissier sur la demande.

**Ménages pour consommation (et autres):** Les banques de l'échantillon luxembourgeois rapportent, depuis le troisième trimestre 2006, des durcissements nets successifs des critères d'attribution relatifs aux crédits à la consommation (et autres). Néanmoins, il faut impérativement préciser qu'il s'agit bien des résultats non-pondérés et il serait faux de conclure qu'au cours des sept derniers trimestres les banques luxembourgeoises ont resserré leur politique de crédit de façon généralisée pour les prêts à la consommation. Pour ce qui est de l'échantillon de la zone euro, les résultats font apparaître deux durcissements nets successifs depuis le dernier trimestre de l'année passée ; cette évolution découle d'une dégradation des perceptions de risques et, dans une certaine mesure, de l'incidence des perturbations de marché.

Pour ce qui est de la demande nette, elle a stagné au Luxembourg à partir du troisième trimestre 2007, faisant suite à une période prolongée lors de laquelle elle s'était inscrite en hausse. Dans une certaine mesure, cette évolution est liée à un recul de la confiance des consommateurs. Dans la zone euro, la demande nette est négative depuis deux trimestres, notamment en raison d'un effritement de la confiance des consommateurs.

**Questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations de marché sur l'accès au financement des banques:** Outre les questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi, les trois dernières enquêtes comprenaient plusieurs questions relatives à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement des banques. Les banques de l'échantillon luxembourgeois ont surtout rencontré des difficultés à lever des fonds sur le marché monétaire ; ces difficultés se sont d'ailleurs accrues, dans une certaine mesure, depuis le troisième trimestre. Les banques n'ont signalé que quelques difficultés de financement relatifs à l'émission de titres de créance, mais il faut dire aussi qu'un nombre de banques n'ont pas eu recours à ce moyen de financement, alors qu'elles n'ont pratiquement pas été actives dans le domaine de la titrisation. Les banques de l'échantillon de la zone euro ont cependant signalé avoir rencontré des difficultés sur tous les segments de marché, notamment pour ce qui est de la titrisation, bien que ces difficultés aient été plus modestes pour ce qui est du marché monétaire à très court terme (c'est-à-dire pour les financements dont la maturité ne dépasse pas une semaine).

Au Luxembourg ainsi que dans la zone euro dans son ensemble, les difficultés rencontrées se sont répercutées sur les montants que les banques sont disposées à prêter, mais surtout sur leurs marges. L'incidence des turbulences de marché sur les fonds propres des banques, ainsi que sur leur propension à accorder des prêts, demeure très faible au Luxembourg. Les banques de l'échantillon de la zone euro ont cependant indiqué une certaine incidence sur leurs fonds propres et, dans une moindre mesure, sur leur propension à accorder des crédits.

## 1.2.6 L'activité boursière au Luxembourg

En 2007, l'indice LuxX a progressé de 11,1%, passant de 2 176,92 à 2 419,28. Lors des cinq premiers mois de l'année en cours, l'indice luxembourgeois a reculé de 4,5%, pour s'établir à 2 311,54 points en fin de période. Par rapport aux principaux indices boursiers, la progression du LuxX demeure toutefois impressionnante.

Ces chiffres globaux masquent cependant une évolution hétérogène au niveau des différentes actions incluses dans l'indice. La progression du LuxX est dans une grande mesure imputable à ArcelorMittal, qui

### GRAPHIQUE 32 : L'ÉVOLUTION DU LUXX ET DES INDICES BOUSIERS ÉTRANGERS

(INDICE : 01/01/2007 = 100 SAUF INDICATION CONTRAIRE ;  
DONNÉES QUOTIDIENNES)



Source : Bloomberg

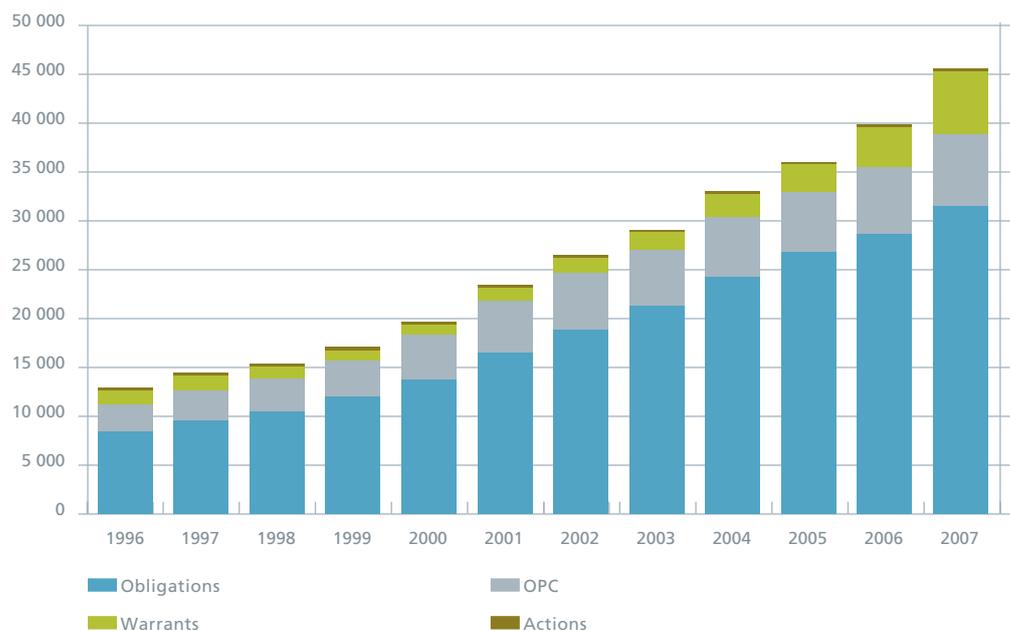
intervient avec un poids de plus de 20% et dont la valeur de marché par action est passée d'environ 32 EUR à 55 EUR au cours de douze mois ; depuis le début de l'année, le prix des actions ArcelorMittal s'est accru davantage. Les actions SES S.A., dont le poids dans l'indice LuxX est proche de 20%, ont clôturé l'année à 18 EUR, soit une progression de plus de 36% ; au cours des cinq premiers mois de 2008, leur valeur de marché a cependant globalement fléchi. Les autres composantes principales de l'indice luxembourgeois font partie du secteur financier et il est sans doute peu surprenant de constater que leur performance est nettement moins favorable ; en effet, le prix des actions KBC Groupe, Dexia Bank S.A. et surtout Fortis SA/NV s'est fortement replié.

Globalement, l'année sous revue affiche une forte activité de cotation en bourse. La Bourse de Luxembourg a introduit 13 353 titres, dont 2 305 au marché alternatif Euro MTF ; suite au retrait de 7 639 titres, la Bourse de Luxembourg comptait donc 45 573 valeurs au total à la date du 31 décembre 2007, soit une progression supérieure à 14% par rapport à l'année précédente.

La ventilation du nombre des valeurs cotées met en évidence une légère diminution de la part des obligations (de 71,8% en fin-2006 à 69,1% fin-2007), des OPC (de 17,3% à 16,2%) et des actions (de 0,7% à 0,6%). En revanche, le nombre de warrants a progressé de manière significative, affichant un taux de progression annuel de presque 60% ; leur part s'est accrue de 10,2% à 14,1%.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 33 :**  
**NOMBRE DE VALEURS COTÉES**



Source : Bourse de Luxembourg

Si le nombre de valeurs cotées est en hausse, le volume des échanges a toutefois très fortement diminué en 2007, passant de 1 500,5 millions d'euro à 652 millions seulement ; cette évolution est attribuable à une baisse considérable (-65%) du volume d'échange des obligations, qui constituent toutefois toujours une part très importante du volume d'échange total.

**TABLEAU 18 :**  
**VENTILATION DU VOLUME DES ÉCHANGES**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Obligations</b>	70,0%	47,9%	49,5%	87,8%	86,1%	68,8%
<b>Actions</b>	16,7%	29,4%	27,1%	9,3%	12,5%	27,0%
<b>OPC</b>	13,2%	16,5%	16,2%	2,7%	1,4%	4,1%
<b>Warrants</b>	0,0%	6,2%	7,2%	0,2%	0,0%	0,1%
<b>Total</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Source : Bourse de Luxembourg

Outre ces développements, il convient de souligner que le marché alternatif Euro MTF lancé en juillet 2005 et soumis au règlement intérieur de la Bourse de Luxembourg et non pas aux directives européennes, a gagné du terrain international surtout auprès des émetteurs hors Union européenne. Pour rappel, ce marché alternatif fut créé pour satisfaire aux besoins des émetteurs n'ayant pas besoin du passeport européen en matière de prospectus, ou qui souhaitent profiter d'un régime plus flexible en matière d'états financiers à publier en conformité avec la directive transparence. Fin-2007, 4 259 titres étaient cotés au marché Euro MTF ; entre juillet 2005 et fin-2007, 942 titres ont été transférés du marché régulier vers le marché alternatif.

En mars 2007, Euronext N.V. (filiale de NYSE Euronext) et la Bourse de Luxembourg avaient annoncé la signature d'un accord-cadre (Master Agreement). Deux mois plus tard, cet accord s'est traduit par la création d'un Groupement Européen d'Intérêt Economique (GEIE), ayant pour objectif de faciliter ou de développer les activités économiques des membres du GEIE par la mise en commun de ressources, d'activités et de compétences. Le 2 mai 2007, la Bourse de Luxembourg a migré l'ensemble des valeurs admises à ses deux marchés (c'est-à-dire au marché réglementé et au marché Euro MTF) sur la plate-forme de négociation NSC® d'Euronext. Depuis le 19 mars 2008, un nouveau service de règlement-livraison des transactions est opérationnel ; ce système de contrepartie centrale est géré par LCH. Clearnet et opère avec Clearstream et Euroclear.

A noter aussi que le marché de l'or à la Bourse de Luxembourg a été fermé fin-2007.

## 1.2.7 Le marché du travail

### 1.2.7.1 L'emploi

En dépit du ralentissement de l'activité, la situation sur le marché du travail au Luxembourg s'est encore nettement améliorée en 2007 : l'emploi a progressé à un rythme annuel soutenu de 4,5 % en moyenne après 3,9% en 2006 et le chômage s'est stabilisé à 4,4%. Ces résultats favorables correspondent pour partie, à la réaction décalée du facteur travail à l'évolution de l'activité économique mais ils s'expliquent également du fait que les secteurs

porteurs en termes de créations d'emplois continuent d'embaucher, ayant, comme par le passé, à faire face à une pénurie de main-d'œuvre qualifiée. Dans le sillage de cette progression de l'emploi, les estimations disponibles pour les premiers mois de 2008 indiquent une hausse de l'emploi autour de 5,2%. Avec ce rythme de croisière, l'emploi franchirait la barre des 350 000 personnes occupant un emploi en avril 2008.

L'emploi salarié,<sup>15</sup> typiquement plus dynamique que l'emploi total, progresse de 4,6% en moyenne annuelle en 2007 et affiche même une accélération marquée au quatrième trimestre 2007. Les estimations disponibles pour les mois de février à avril 2008 mettent en lumière une poursuite de la croissance de l'emploi salarié ce qui devrait l'amener à enregistrer une hausse annuelle robuste de 5,4% en avril 2008 et un niveau de 330 219 salariés. Par ailleurs, les moteurs traditionnels de la croissance de l'emploi salarié ont joué à plein au cours de 2007. En effet, le secteur de l'«Immobilier, location et services aux entreprises» et celui des «Activités financières» contribuent respectivement à hauteur de 1,4pp et 0,7pp à la progression de l'emploi en 2007, soit au total à près de la moitié des créations d'emplois. Parallèlement, les secteurs de la «Construction» et du «Commerce» ont aussi significativement contribué à la croissance (respectivement à hauteur de 0,6pp et de 0,3pp) alors que l'emploi dans l'«Industrie» a poursuivi son rétablissement entamé en 2006 (0,2pp). A noter que l'emploi dans l'«Administration publique» n'a, quant à lui, qu'accessoirement appuyé la croissance des effectifs (avec une contribution limitée à 0,1pp).

Du côté des composantes de l'emploi, comme pour les années précédentes, la croissance de l'économie nationale n'aurait pas été possible sans l'afflux des frontaliers. L'économie nationale a donc continué de faire massivement appel à la main-d'œuvre non-résidente et le Luxembourg reste un pôle d'attraction en matière d'emplois pour les régions voisines. Pour 100 nouveaux emplois créés au Luxembourg, 70 ont été occupés par des frontaliers. Ce taux est plus élevé que celui enregistré l'année précédente (66%). Le nombre de frontaliers a progressé de 7,9% en variation annuelle. Ainsi, la part que représentent les frontaliers dans

15 Duquel il se distingue par l'exclusion des indépendants dont le nombre s'élève à 20 303 en 2007 et qui a enregistré une progression de 1,5% en moyenne.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

L'emploi total s'élève désormais à 39% en moyenne de l'année 2007 (136 252 personnes). Dans ce contexte, il est utile de rappeler que parmi environ 100 chômeurs dans la Grande Région, seulement six sont résidents au Luxembourg<sup>16</sup>. Les taux de chômage dans les régions limitrophes sont demeurés nettement plus élevés qu'au Luxembourg et ces régions continuent de constituer de ce fait un véritable réservoir de main-d'œuvre. La France reste le pays de résidence de la majorité des frontaliers (51% des frontaliers sont français), suivie de la Belgique (26%) et de l'Allemagne (24%). Soulignons qu'au cours des dix dernières années la part relative des frontaliers français est demeurée quasi-stable autour de 50% alors que celle des frontaliers belges a baissé (passant de 30% en 1997 à 26% en 2007) au bénéfice de la part des non-résidents allemands qui s'est quant à elle accrue (de 18% à 24%).

A l'instar de l'emploi frontalier, la progression annuelle de l'emploi national s'est aussi accélérée mais dans une moindre ampleur (de 2,0% en 2006 à 2,2% en moyenne en 2007). Comme les années précédentes, l'immigration nette a contribué positivement à la croissance de l'emploi national alors que le taux de participation a quant à lui baissé en 2007. Notons que c'est la moindre participation des femmes au marché de l'emploi qui explique la plus grande partie de cette diminution du taux de participation en 2007.

En ce qui concerne les perspectives pour 2008, une attitude réservée semble justifiée, en particulier, à partir du second semestre car le ralentissement de la conjoncture qui se dessine depuis 2007 devrait à terme conduire à un infléchissement de la progression de l'emploi. Cependant les premières données disponibles en ce qui concerne l'emploi dans les banques et autres professionnels du secteur financier décrivent encore une progression annuelle de l'emploi robuste dans ce secteur au cours du premier trimestre de 2008 (5,3% après 6,0% au premier trimestre de 2007). Cette évolution positive peut témoigner de la confiance des entreprises financières dans une poursuite prospère de leurs activités, contredisant ainsi les craintes relevées ci-dessus. Elle peut pourtant aussi être le reflet du manque de personnel qualifié dont l'industrie financière se plaint régulièrement. La hausse marquée de l'emploi en début 2008 constitue dès lors une réaction

décalée à une demande en hausse dans le passé et pas nécessairement une marque de confiance en une demande future croissante.



16

Par défaut, ce chiffre se réfère à l'année 2006.

**TABLEAU 19 :**  
**CROISSANCE ANNUELLE (EN %) DE L'EMPLOI\* ET**  
**TAUX DE CHÔMAGE (EN % DE LA POPULATION ACTIVE)**

	Emploi salarié *	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage "strict" ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage "large"	Taux de chômage harmonisé
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,5%	2,5%	3,6%	2,3%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,3%	2,3%	3,7%	2,0%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,6%	2,6%	4,2%	2,7%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,4%	5,2%	3,7%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%	5,1%
2005	3,2	0,2	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%	4,5%
2006	4,1	0,1	3,9	6,7	2,0	2,2	4,4%	4,4%	6,3%	4,7%
2007	4,6	1,7	4,5	7,9	2,2	2,2	4,4%	4,4%	6,1%	4,7%
2007T1	4,3	1,5	4,1	7,6	2,0	2,0	4,8%	4,5%	6,6%	4,9%
2007T2	4,4	1,6	4,2	7,9	1,9	2,0	4,2%	4,4%	6,0%	4,9%
2007T3	4,7	1,5	4,5	8,0	2,2	2,2	4,1%	4,3%	5,8%	4,7%
2007T4	5,1	2,1	4,9	8,3	2,7	2,4	4,4%	4,3%	5,9%	4,7%
2008T1	5,4	2,1	5,2	8,7	2,8	2,5	4,5%	4,2%	5,9%	4,6%
janv-08	5,4	2,3	5,2	8,2	3,1	2,7	4,6%	4,2%	6,0%	4,6%
févr-08	5,4	2,0	5,2	8,9	2,7	2,4	4,6%	4,2%	6,1%	4,7%
mars-08	5,4	2,0	5,2	8,9	2,7	2,3	4,2%	4,2%	5,7%	4,5%
avr-08	5,4	1,9	5,2	8,9	2,7	2,6	4,2%	4,2%	5,7%	n.d.

Sources: IGSS, STATEC, Eurostat et calculs BCL

\*Les données concernant l'emploi de février à avril 2008 sont des estimations

### 1.2.7.2 Le chômage

L'année 2007 s'est caractérisée sur le front du chômage par une note plus positive que les années précédentes : après 5 années de hausse, le taux de chômage s'est stabilisé à 4,4%. Cette évolution s'est traduite par une diminution du nombre de demandeurs d'emploi de 136 unités à 9 623 personnes en moyenne. Cette baisse du chômage trouve son origine dans la croissance vigoureuse de l'emploi. Il est intéressant de souligner à cet effet que cette évolution est intervenue dans un contexte de croissance toujours soutenue de l'emploi national (2,2% en moyenne en 2007 après 2,1% en 2006). En d'autres termes, le dynamisme de l'emploi a permis de stabiliser le taux de chômage. Plus encore,

si l'on exclut les chômeurs handicapés et les chômeurs à capacité de travail réduite, inscrits sur les fichiers de l'ADEM, le chômage aurait baissé en 2007.

Toutefois cette évolution n'a pas bénéficié à toutes les catégories et en particulier les groupes les plus affectés par un chômage élevé, à savoir les chômeurs disposant d'un niveau d'éducation inférieur et les chômeurs de plus de 50 ans. Plus en détails, le ratio de ceux disposant d'un niveau d'éducation inférieur, par rapport au nombre total a encore augmenté en 2007 pour atteindre 52% de la population au chômage. Par ailleurs, désormais plus d'un cinquième des chômeurs est âgé de

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

plus de 50 ans. En outre, les chômeurs de longue durée représentent plus d'un tiers des personnes au chômage. Les personnes appartenant à ces groupes constituent donc le « noyau dur » du chômage au Luxembourg, n'ayant pas bénéficié du dynamisme de la création d'emploi. Une des raisons qui explique en partie le fait que ces personnes n'ont pas pu profiter de la croissance de l'emploi réside dans l'inadéquation persistante entre l'offre et la demande travail. En effet, les catégories de métiers nécessitant a priori d'un niveau de qualification peu élevé comme celles des artisans, ouvriers<sup>17</sup> et des personnels de l'hôtellerie et de la restauration n'ont pas vu leur ratio d'appariement entre l'offre et la demande de travail s'améliorer au cours de l'année 2007 alors que toutes les autres catégories de métiers ont enregistré une meilleure adéquation en 2007.

Le taux de chômage au sens « large »<sup>18</sup>, qui englobe les chômeurs bénéficiant d'une mesure de mise au travail ou de formation, s'établit à 6,1% en moyenne annuelle en 2007 après 6,3% en 2006 et il concerne 13 356 personnes. Cette diminution du taux large s'explique essentiellement par la baisse du nombre de mesures spéciales pour l'emploi (de l'ordre de 6% en glissement annuel), dont en moyenne 3 733 personnes ont bénéficié en 2007. Soulignons que la baisse de la part relative des mesures CATPU<sup>19</sup> et des SIE<sup>20</sup> parmi l'ensemble des mesures s'expliquerait en grande partie par l'introduction des mesures spéciales CAE<sup>21</sup> et CIE<sup>22</sup> en faveur des jeunes (qui correspondent à plus d'une personne sur huit en mesure à la fin de 2007).

### 1.2.7.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est hissée à 3,8% en moyenne en 2007 (après 3,5% l'année précédente). La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que tant les « autres composantes » (1,6pp en 2007 après 1,4pp en 2006) et l'indexation

automatique des salaires (2,3pp en 2007 après 2,1pp en 2006) sont à l'origine de cette évolution.

L'amélioration des conditions sur le marché du travail observée en 2007 pourrait avoir conduit à une intensification des tensions salariales en cours d'année, ce qui a contribué à la croissance des « autres composantes » du coût salarial via les salaires négociés.

**TABLEAU 20 :**  
**DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU COÛT SALARIAL MOYEN PAR MOIS ET PAR PERSONNE DANS L'OPTIQUE DE L'INDICATEUR DE COURT TERME DE L'IGSS**

		Années			
		2004	2005	2006	2007
Contribution à la croissance en points de pourcentage	Indexation	2,1	2,5	2,1	2,3
	Autres composantes	1,0	1,0	1,4	1,6
Variation annuelle en %	Coût salarial total	3,1	3,5	3,5	3,8

Source: IGSS

17 Précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois, bâtiments, alimentaire, chimie, production et machiniste.

18 Non ajusté pour les variations saisonnières.

19 CATPU : Contrat d'Auxiliaire Temporaire du secteur Public.

20 SIE : Stage d'Insertion en Entreprise.

21 CAE : Contrat Appui-Emploi.

22 CIE : Contrat Initiation-Emploi.

## Coûts salariaux unitaires et productivité : comparaison avec les pays limitrophes

Cet encadré analyse l'évolution des coûts salariaux unitaires sur la période 1996-2006, en comparant la performance du Luxembourg à celle de ses trois pays limitrophes (Allemagne, France et Belgique). Ces trois pays sont aussi ses principaux partenaires commerciaux et en 2006 ils représentaient la destination de plus de 50% des exportations luxembourgeoises de biens et près de 40% des exportations des services. Une comparaison internationale nécessite des données comparables. Pour cela, cet encadré utilise la base de données AMECO publiée par les services de la commission européenne, qui est limitée à l'année 2006.

Les coûts salariaux unitaires sont mesurés par le rapport entre le salaire par employé et la productivité du travail (PIB divisé par l'emploi total, y compris les indépen-

dants). En général, les comparaisons internationales se basent sur les coûts salariaux unitaires *nominaux* (calculés à l'aide du PIB réel)<sup>23</sup>. Les tableau indique que le Luxembourg a connu la progression des coûts salariaux unitaires la plus importante sur la période 1996-2006 (1,95%), dépassant la Belgique et la France (1,38% et 1,22%). En Allemagne, les coûts salariaux unitaires ont même connu un léger recul en termes nominaux sur cette période (0,05%). En limitant l'analyse aux cinq années les plus récentes (2001-2006), il apparaît que la progression des coûts salariaux unitaires au Luxembourg a été plus élevée de presque 0,8 point de pourcentage par rapport à l'ensemble de la décennie.

23 En comparant les coûts salariaux unitaires *réels* la situation du Luxembourg paraît bien meilleure parce que le déflateur du PIB, qui intervient dans ce cas, a progressé plus rapidement au Luxembourg qu'à l'étranger. Par analogie, il serait erroné de comparer le prix des pommes au Luxembourg et à l'étranger en le déflatant par l'indice des prix à la consommation (qui a plus augmenté au Luxembourg que dans les pays voisins).

**TABLEAU 21 :**  
**COÛTS SALARIAUX UNITAIRES :**  
**COMPARAISON AVEC LES PAYS VOISINS**

	Luxembourg	Allemagne	France	Belgique
	<b>Moyenne 1996-2006</b>			
Coût salariaux unitaires (1) = (2)-(3)	1,95%	-0,05%	1,38%	1,22%
Salaire par employé (2)	3,01%	1,03%	2,52%	2,49%
Productivité du travail (3)=(4)+(5)	1,06%	1,08%	1,14%	1,27%
Contribution productivité totale des facteurs (4)	0,45%	0,58%	0,64%	0,87%
Contribution capital-deepening (5)	0,61%	0,50%	0,50%	0,40%
	<b>Moyenne 2001-2006</b>			
Coût salariaux unitaires (1) = (2)-(3)	2,76%	-0,09%	1,98%	1,61%
Salaire par employé (2)	3,12%	0,90%	2,93%	2,65%
Productivité du travail (3)=(4)+(5)	0,36%	0,99%	0,95%	1,04%
Contribution productivité totale des facteurs (4)	-0,56%	0,51%	0,26%	0,64%
Contribution capital-deepening (5)	0,93%	0,47%	0,69%	0,40%

Sources : données Commission européenne (AMECO), calculs BCL

Notons également que sur la période 2001-2006, le recul en Allemagne a été presque deux fois plus rapide que sur l'ensemble de la décennie.

La progression des coûts salariaux unitaires peut se décomposer en la contribution du salaire par employé et la contribution de la productivité du travail (PIB par travailleur). Le Luxembourg a connu la progression la plus rapide de la rémunération par employé (3,01% en moyenne), bien supérieure à celle de la France (2,52%) et de la Belgique (2,49%), avec l'Allemagne faisant preuve d'une forte modération salariale (1,03%). Par contre, la productivité du travail a progressé moins rapidement au Luxembourg (1,06%) qu'en Belgique (1,27%) qu'en France (1,14%) ou qu'en Allemagne (1,08%). Vu que le Luxembourg a connu la progression de la productivité la plus faible et l'augmentation des salaires la plus forte, il est naturel que les coûts salariaux unitaires ont augmenté plus rapidement que dans les pays voisins. En concentrant l'analyse sur les dernières cinq ans de la décennie, on constate que la progression du salaire par employé a accéléré au Luxembourg mais aussi en France et en Belgique. De plus, sur la période 2001-2006, la progression de la productivité du travail a été presque trois fois plus faible que sur l'ensemble de la décennie, contribuant ainsi à la détérioration de la position relative du Luxembourg.

La progression de la productivité du travail peut être décomposée à son tour en utilisant les hypothèses conventionnelles de la comptabilisation de la croissance économique. Supposons que le PIB observé est produit par une fonction de type Cobb-Douglas à rendements constants :

$$Y = (K)^{1-\alpha}(L)^\alpha \text{ PTF}$$

où Y représente le PIB réel, K représente le stock de capital réel, L représente l'emploi total et PTF représente la productivité totale des facteurs. En appliquant les logarithmes naturels (ln) et prenant la première différence ( $\Delta x_t = x_t - x_{t-1}$ ), il est possible de réécrire cette équation comme suit :

$$\Delta \ln(Y/L) = (1-\alpha)\Delta \ln(K/L) + \Delta \ln(\text{PTF})$$

Le terme à la gauche mesure le taux de croissance de la productivité du travail, qui peut maintenant être

décomposée en les deux termes à la droite : l'évolution du rapport capital-travail («capital-deepening») et la progression de la productivité totale des facteurs. Il est usuel de fixer le paramètre  $\alpha$  à la valeur moyenne de la part de la masse salariale dans le PIB nominal (sous l'hypothèse qu'en moyenne les marchés des facteurs sont à l'équilibre concurrentiel). Ceci permet de calculer la PTF en tant que résidu.

En utilisant les estimations du stock de capital dans la base AMECO<sup>24</sup>, les résultats de cet exercice indiquent que la contribution de la productivité totale des facteurs a été la plus faible au Luxembourg, par rapport aux pays voisins et qu'elle a même été négative sur les derniers cinq ans. Ce résultat est à relativiser dans le sens que la productivité totale des facteurs n'est pas observée mais seulement estimée sur la base des hypothèses (peut-être peu réalistes) énoncées en haut. En particulier, si le facteur capital ou travail n'est pas homogène, mais subit des variations de qualité ou de composition, ces effets peuvent contaminer la productivité totale des facteurs si elle est mesurée comme décrit.

La deuxième composante de la productivité du travail est déterminée par l'évolution du rapport capital-emploi. Les résultats suggèrent que la contribution du «capital deepening» a été très importante au Luxembourg, dépassant celle dans les trois pays voisins. En particulier, cette contribution a augmenté sur les derniers cinq ans, atteignant pratiquement le double de celles observées en Allemagne et Belgique. Ceci signifie que la progression de la productivité du travail au Luxembourg est le reflet du fait que chaque travailleur avait à disposition un stock de capital plus important. Pour que cette composante fournisse une contribution positive à la productivité du travail, il faut que l'accumulation du capital progresse plus rapidement que l'emploi total. A nouveau, il faut prendre en considération que la mesure du stock de capital utilisée dans cette comparaison internationale est calculée par les services de la commission européenne sur des hypothèses qui peuvent être contestées<sup>25</sup>. Cependant, il est possible de tirer quelques conclusions provisoires.

24 Cette série du stock du capital du Luxembourg n'est pas calculée par le STATEC. Le STATEC n'a pas validé les séries pour le Luxembourg disponibles sur [www.eu-klems.com](http://www.eu-klems.com) non plus.

25 Pour tous les pays, le niveau initial du stock de capital est fixé à 300% du PIB en 1960.

Depuis 1996, les coûts salariaux unitaires ont progressé plus rapidement au Luxembourg que dans les pays limitrophes. Cette progression est attribuable à une croissance du salaire par tête plus rapide et une augmentation de la productivité du travail plus faible que celle dans les trois pays voisins. Sous quelques hypothèses conventionnelles, la faible progression de la productivité du travail peut être analysée séparément. Les résultats suggèrent que celle-ci a souffert d'une contribution de la productivité totale des facteurs qui a été faible en comparaison internationale et même négative dans les années les plus récentes. D'autre part, la contribution du rapport capital-emploi («capital-deepening») a été plus importante que dans les pays voisins. Ceci semble indiquer que le Luxembourg dépend d'une accumulation du capital bien plus rapide que celle de la croissance de l'emploi. Sous cette configuration, la productivité du travail au Luxembourg paraît vulnérable à une réduction de l'attractivité du Luxembourg pour les investissements étrangers.

### *Est-ce que les mesures de la Tripartite ont ralenti la croissance des salaires ?*

#### **1. Présentation des mesures de la Tripartite et de leurs objectifs en termes de « modération salariale »**

Le Comité de Coordination Tripartite qui s'est tenu en avril 2006 a constaté un certain nombre de disfonctionnements et de faiblesses du Luxembourg au niveau des finances publiques, du marché du travail et du logement ainsi que de l'inflation. Partant de ce diagnostic, les partenaires sociaux et le Gouvernement sont parvenus à un accord sur un ensemble de mesures destinées à remédier à ces déséquilibres en vue de restaurer la compétitivité de l'économie. Dès lors, afin de limiter les effets de l'inflation élevée sur la croissance des salaires notamment, les partenaires sociaux et le Gouvernement ont modulé à cette occasion le mécanisme d'indexation automatique des salaires pour la période 2006-2009 comme suit :

- La tranche indiciaire qui aurait dû s'appliquer au mois d'août 2006 a été reportée au 1er décembre 2006.
- Aucune tranche indiciaire n'a été appliquée en 2007, étant entendu que les partenaires sociaux et le Gouvernement avaient convenu de limiter le mécanisme de

l'indexation des salaires au paiement d'une tranche indiciaire par an pour les années 2006, 2008 et 2009.

- La tranche indiciaire pour 2007 qui était initialement prévue pour janvier 2008 a été reculée de deux mois supplémentaires, donc au 1er mars 2008, car le prix du baril de pétrole Brent a dépassé les 63 USD en moyenne pour le restant de l'année 2006 et l'année 2007.

- L'application de la tranche indiciaire suivante a été fixée au plus tôt au 1er janvier 2009. Le mécanisme de correction lié à l'évolution des prix pétroliers vaut également pour cette tranche indiciaire qui pourrait, le cas échéant, être reportée au 1er mars 2009.

Ces mesures seront appliquées jusqu'au 31 décembre 2009.

Par ailleurs, le dernier engagement qui avait été pris pour maîtriser la croissance des salaires se caractérise par le fait que le Gouvernement avait déclaré vouloir introduire « une pause dans les augmentations salariales dans la fonction publique pour les années 2007 et 2008 » dans ce secteur.

#### **2. Impact des mesures de la Tripartite sur la croissance des salaires**

En vue de quantifier l'impact de la modulation du mécanisme d'indexation des salaires sur la croissance de la rémunération moyenne par salarié, deux cas de figure sont présentés simultanément dans le tableau ci-dessous. La première partie du tableau décrit l'évolution des salaires dans le cas où la Tripartite n'aurait pas procédé à une modulation de l'indexation c'est-à-dire qu'elle aurait maintenu l'indexation automatique. La seconde partie du tableau retrace l'évolution des salaires avec l'application de la modulation de l'indexation. A noter que ces scénarios limitent l'analyse de l'impact de la modulation à la croissance des salaires et ne prennent pas en considération les éventuels effets sur la production et l'emploi.

Concrètement, à la lecture de ce tableau, il apparaît que le report de l'application de la tranche indiciaire d'août à décembre 2006 a ralenti la croissance du coût salarial au Luxembourg en 2006 contribuant à une moindre croissance des coûts salariaux unitaires. Par contre, en 2007, la modulation a généré une hausse de la croissance des salaires comparativement à la situation qui aurait

**TABLEAU 22 :**  
**IMPACT DE LA « MODULATION DE L'INDEXATION »**  
**SUR LA CROISSANCE DES SALAIRES :**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Cumul 03-05	Moyenne 03-05	Cumul 06-08	Moyenne 06-08
<b>Sans modulation de l'indexation</b>										
(1) Salaire réel	0,1	1,9	1,3	2,5	1,2	1,3	3,3	1,1	5,0	1,7
(2) Contribution de l'indexation	2,1	2,1	2,5	2,9	1,7	3,4	6,7	2,2	7,9	2,6
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	2,2	3,9	3,8	5,4	2,8	4,7	10,0	3,3	12,9	4,3
(4) Productivité du travail	0,3	2,6	2,1	2,3	0,3	0,2	5,0	1,7	2,8	0,9
(5) Coût salarial unitaire (3)-(4)	1,9	1,3	1,7	3,1	2,6	4,5	5,0	1,7	10,1	3,4
<b>Avec modulation de l'indexation</b>										
(1) Salaire réel	/	/	/	2,5	1,2	1,3	/	/	5,0	1,7
(2) Contribution de l'indexation	/	/	/	2,1	2,3	2,1	/	/	6,4	2,1
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	/	/	/	4,5	3,5	3,4	/	/	11,4	3,8
(4) Productivité du travail	/	/	/	2,3	0,3	0,2	/	/	2,8	0,9
(5) Coût salarial unitaire (3)-(4)	/	/	/	2,2	3,2	3,2	/	/	8,6	2,9

Source : BCL

prévalue avec le mécanisme automatique mais qui s'explique par le report de la tranche indiciaire d'août 2006 laquelle a joué comme un effet de base. Enfin, le report de la tranche indiciaire à mars 2008 devrait contribuer au ralentissement de la croissance de la rémunération par salarié au cours de 2008<sup>26</sup>.

Au total, au cours de ces trois années sous revue, la modulation de l'indexation des salaires a, en moyenne, réduit la contribution de l'indexation à la croissance des salaires et, elle a ainsi favorisé une modération de l'évolution des coûts salariaux unitaires toutes choses demeurant égales par ailleurs.

Paradoxalement, la croissance de la rémunération par salarié a été en moyenne plus modérée au cours des trois années qui ont précédé l'introduction de la modulation qu'au cours de celles qui ont suivi (3,3% de 2003 à 2005 puis 3,8% en moyenne de 2006 à 2008 après l'introduction de la modulation). Plus en détail, il apparaît également que la croissance annuelle

moyenne du salaire réel de 2003 à 2005 (1,1%) a été plus modérée que celle observée en moyenne de 2006 à 2008 (1,7%). Ainsi, les augmentations réelles ont compensé la modération introduite par la modulation du mécanisme d'indexation.

En outre, on peut s'interroger si la décision du Gouvernement sur l'introduction d'une « pause » des augmentations salariales négociées pour les années 2007 et 2008 dans le secteur public a été suivie d'effets. L'accord salarial dans la fonction publique signé suite à la Tripartite accorde d'une part, en 2007 et 2008 une allocation sous forme de prime unique de 0,9% du traitement barémique payée en décembre de chacune de ces années ; puis d'autre part, il octroie en 2009 une augmentation de l'indice de base des rémunérations de 1,5% qui intervient avec effet au premier janvier. Dès lors, l'application de cette nouvelle convention collective a contribué à la hausse des salaires négociés dans la fonction publique de sorte que cet accord salarial a, au total, renchéri la croissance des salaires négociés du secteur public de 0,9pp en 2007<sup>27</sup>. Ce qui correspond

26 Les données relatives à l'année 2008 sont des projections de la BCL.

27 0,0pp en 2008 car il s'agit du versement d'une prime unique.

**TABLEAU 23 :**  
**AUGMENTATIONS SALARIALES POUR LES ANNÉES**  
**2007 ET 2008 DANS CE SECTEUR PUBLIC :**

	2006	2007	2008
<b>Si la pause dans les augmentations salariale avait été effective</b>			
Salaire négocié dans la fonction publique	0,8	0,0	0,0
(1) Salaire réel	2,4	1,0	1,3
(2) Contribution de l'indexation avec modulation	2,1	2,3	2,1
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	4,5	3,3	3,4
<b>Avec l'accord salarial qui a été signé dans la fonction publique pour 2007, 2008 et 2009</b>			
Salaire négocié dans la fonction publique	0,8	0,9	0,0
(1) Salaire réel	2,4	1,3	1,3
(2) Contribution de l'indexation avec modulation	2,1	2,3	2,1
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	4,5	3,5	3,4

Source : BCL

à un impact de +0,2pp à la rémunération moyenne par personne en 2007 dans l'ensemble de l'économie.

Les mesures de la Tripartite ont donc modéré la croissance des salaires au Luxembourg contribuant ainsi au ralentissement de la croissance des coûts salariaux unitaires de 2006 à 2008. Néanmoins, la « pause dans les augmentations salariales dans la fonction publique » n'as pas été suivie au sens strict. Il faut cependant noter que cette analyse a été réalisée en faisant l'hypothèse que les mesures prises n'avaient pas de retombées indirectes sur l'évolution des salaires. Les hausses plus contenues des coûts salariaux unitaires qui résultent somme toute de l'application de la modulation de l'indexation au cours des trois années sous revue ne peuvent cependant pas être interprété en soi comme une amélioration de la compétitivité coûts salariaux du Luxembourg. Une amélioration de la compétitivité ne peut résulter que d'une moindre augmentation des coûts salariaux au Luxembourg comparativement à ses principaux partenaires commerciaux (voir encadré relatif à l'évolution de la compétitivité prix/coûts du Luxembourg).

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.8 Le commerce extérieur

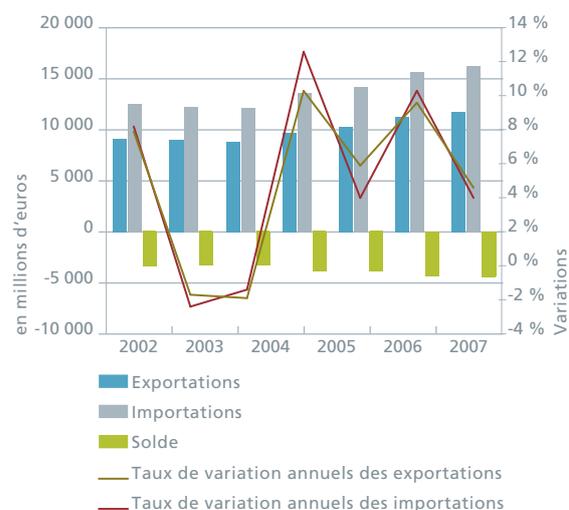
A l'instar de la zone euro, le rythme de progression du commerce extérieur du Luxembourg s'est nettement ralenti au cours de l'année 2007. Les exportations ont augmenté de 4,6% pour atteindre 11,8 milliards d'euros en 2007, alors qu'elles avaient progressé de 9,6% en 2006. De même le taux de croissance des importations a fortement ralenti à 4% en 2007 (pour s'établir à 16,3 milliards d'euros) contre 10,3% en 2006. En conséquence, le déficit commercial du Luxembourg s'est accru à un rythme plus lent en 2007 (+2,3% à 4,4 milliards d'euros). Les dernières données disponibles sur le premier trimestre de 2008 indiquent une tendance baissière (-1%) des échanges de biens, tant pour les exportations que pour les importations de biens. Le déficit du commerce extérieur s'est de ce fait légèrement contracté (-1,1%) pour atteindre 946 millions d'euros au premier trimestre de 2008.

Au cours de l'année 2007, les exportations ont été tirées à la hausse par les livraisons de l'industrie sidérurgique qui a continué à bénéficier à la fois d'une forte demande internationale et d'un niveau élevé du prix de l'acier. Les ventes de ce secteur ont ainsi progressé de 7,5% pour atteindre 3,9 milliards d'euros, soit 33% de toutes les exportations luxembourgeoises en 2007. A cela s'ajoute la bonne tenue des expéditions de produits chimiques (+6,2%) et du matériel de transport (+10,4%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux montre que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 5,3%. En revanche, les livraisons vers les principales destinations hors zone euro, particulièrement celles à destination des Etats-Unis et des pays émergents d'Asie, ont fortement baissé, probablement en raison de l'appréciation de l'euro face au dollar.

La hausse de 4% des importations de biens est due en grande partie aux achats de matériel de transport (+18%), de machines et équipements (+4,4%) ainsi qu'aux approvisionnements en matières premières (+3,8%) et en produits alimentaires (+4,9%). Les importations en provenance de la zone euro (86% des importations de 2007), ont augmenté de 4%. En dehors de la zone euro, les importations en provenance des pays

émergents d'Asie et du Japon se sont contractées tandis que celles provenant des Etats-Unis ont fortement augmenté suite à l'acquisition d'un aéronef.

**GRAPHIQUE 34 :**  
**COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG**



Source : STATEC

## Les indicateurs de compétitivité prix/coûts, peuvent-ils expliquer la croissance des exportations ?

Les indicateurs de compétitivité calculés par la BCL continuent à afficher une détérioration, même quand ils sont prolongés jusqu'en 2010 en utilisant les résultats du récent exercice de projection de l'Eurosystème. Cependant, comme observé dans le rapport annuel BCL 2006, la détérioration des différents indicateurs compétitivité-prix et compétitivité-coûts a été accompagnée au passé par une croissance robuste des exportations luxembourgeoises. Cet encadré explique ce paradoxe apparent en décomposant la croissance des exportations en une composante liée à la compétitivité prix-coûts et une autre liée à la demande étrangère adressée au Luxembourg.

Les indicateurs de compétitivité calculés par la BCL sont des mesures du taux de change effectif déflatées par différents indicateurs des prix ou des coûts. Ainsi, ces indicateurs comparent les prix/coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts dans les principaux pays partenaires du Luxembourg<sup>28</sup>, toujours exprimés dans une devise commune. La pondération attachée à chaque pays partenaire est une fonction de son importance dans les échanges commerciaux du Luxembourg.

Le graphique ci-dessous présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg qui ont été prolongés jusqu'en 2010 à l'aide des récentes projections de l'Eurosystème<sup>29</sup>. Pour chacun d'entre eux, une augmentation de la courbe signifie que les prix ou les coûts augmentent plus rapidement au Luxembourg que dans ses pays partenaires (une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise). Selon l'indicateur basé sur les prix à la consommation, la tendance ascendante est confirmée par les observations les plus récentes. La détérioration en 2007 est chiffrée à 1,56% et au premier trimestre 2008 (dernière observation disponible) cet indicateur progresse à un rythme

annuel de 2,01%. Selon les projections, la détérioration devrait atteindre 2,08% en 2008, et se prolonger en 2009-2010 mais à un taux réduit (0,41% et 0,22%). L'indicateur basé sur le déflateur du PIB enregistre une détérioration de 1,05% en 2007 et au dernier trimestre 2007 (dernière observation disponible) cet indicateur progressait au rythme annuel de 0,04%. Les projections indiquent une détérioration de seulement 0,32% en 2008 mais autour de 0,70% en 2009 et 2010.

L'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie indique une détérioration de la compétitivité de 2,31% en 2007 et en 2007T4 (dernière observation disponible) il progressait au rythme annuel de 3,46%. Selon les projections, la détérioration continuera avec une augmentation de 1,74% en 2008, 0,15% en 2009, et 1,25% en 2010. Il est important de noter que ces derniers développements représentent la continuation d'une détérioration prolongée de la compétitivité depuis l'entrée du Luxembourg dans l'union économique et monétaire européenne. Comme illustré par le graphique, les trois indicateurs ont été caractérisés par une tendance ascendante (détérioration de la compétitivité) depuis plusieurs années. L'indicateur basé sur les prix à la consommation a entamé cette phase de détérioration en 2001 et a augmenté de 0,6% en moyenne annuelle sur la période 1999T1 à 2007T4. Pour l'indicateur basé sur le déflateur du PIB, la phase débute seulement en 2002 et la moyenne annuelle est de 1,7% sur la même période. Le dernier indicateur, basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie, a commencé sa détérioration en 2001 et a augmenté à un taux moyen de 1,4% sur 1999T1-2007T4.

Comment réconcilier la détérioration de la compétitivité-prix/coûts observée depuis 2001 avec la bonne performance de l'économie et plus particulièrement des exportations luxembourgeoises sur la période ? Il faut d'abord reconnaître que les exportations dépendent non seulement de l'évolution des prix/coûts

28 Les pays partenaires considérés sont les autres 26 membres de l'union européenne et onze autres pays : la Suisse, la Norvège, les Etats-Unis, le Canada, le Japon, l'Australie, la Nouvelle Zélande, la Corée du Sud, la Chine, Hong Kong et Singapour.

29 Notons que les projections des déflateurs se limitent aux quinze pays membres de la zone euro et le Royaume-Uni, la Suisse, les Etats-Unis et le Japon.

**GRAPHIQUE 35 :**  
**INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ BASÉS SUR LES**  
**PRIX À LA CONSOMMATION, LE DÉFLATEUR DU**  
**PIB ET LES COÛTS SALARIAUX UNITAIRES (CSU)**  
**DANS L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE**



Sources : Eurosysteme, FMI, et calculs BCL

relatifs, mais aussi de la croissance de la demande étrangère adressée au Luxembourg. Cette dernière est mesurée ici par une moyenne pondérée des importations réelles des principaux partenaires commerciaux du Luxembourg, avec des pondérations qui reflètent l'importance de chaque pays dans le commerce extérieur du Luxembourg. Il s'agit d'un indicateur avec structure et couverture géographique similaires à ceux des indicateurs du taux de change effectif présentés en haut<sup>30</sup>. Il est alors possible d'estimer une équation pour les exportations du Luxembourg, en les reliant à cette mesure de la demande étrangère et à une mesure de la compétitivité prix-coûts<sup>31</sup>. Le tableau suivant pré-

sente les résultats de ces estimations<sup>32</sup>. Chaque ligne représente une équation d'exportations estimée avec un indicateur de compétitivité prix-coûts différent<sup>33</sup>. En chaque cas, l'équation est estimée avec des données trimestrielles (désaisonnalisées) de 1996T1 à 2007T4 en utilisant une spécification en mécanisme à correction d'erreurs. La première colonne présente le coefficient d'ajustement vers l'équilibre de long terme. Cet équilibre est caractérisé à son tour par les élasticités des exportations dans les deux colonnes suivantes<sup>34</sup>.

30 Les importations réelles des pays partenaires sont exprimées en devise commune et avec la même année de base

31 Goldstein et Khan (1985) «Income and Price Effects in Foreign Trade» Handbook of International Economics, Elsevier.

32 Les résultats ici se réfèrent aux exportations de biens et services. Des résultats semblables sont obtenus quand l'exercice est répété séparément pour les exportations de biens et les exportations de services.

33 Ca'Zorzi et Schnatz (2007) "Explaining and forecasting euro area exports: which competitiveness indicator performs best?" ECB Working Paper 833.

34 Tous les coefficients sont statistiquement différents de zéro. L'équation intègre trois retards de toutes les variables en taux de croissance (dynamique de

**TABLEAU 24 :**  
**INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ – IMPACT SUR**  
**LES EXPORTATIONS (1996T1-2007T4)**

	Paramètres estimés			Contributions à la croissance des exportations (moyenne 7.92%)		
	Elasticité des exportations			demande étrangère	compétitivité prix-coûts	résidu
	correct. erreurs	demande étrangère	compétitivité prix-coûts			
prix cons.	-0,81	1,53	-0,60	9,29	-1,00	-0,37
déflateur PIB	-0,69	1,34	-0,30	8,10	0,06	-0,23
prix production	-0,78	1,39	-0,22	8,52	-0,30	-0,29
CSU total	-0,73	1,34	-0,37	8,14	0,07	-0,29
CSU manuf.	-0,78	1,34	-0,25	8,06	0,09	-0,22
déflateur exportations	-0,80	1,43	-0,33	8,70	-0,52	-0,25

Sources : calculs BCL, données ECB, STATEC

En comparant les différentes lignes, on constate que les résultats sont assez semblables pour tous les indicateurs de compétitivité prix-coûts considérés. En chaque cas, le terme à correction d'erreurs est compris entre zéro et -1, comme exigé pour la stabilité de l'équation. L'ajustement est toujours rapide : 69% à 81% des écarts par rapport à l'équilibre de long terme sont éliminés après un seul trimestre<sup>35</sup>. Dans la colonne suivante, on observe que les élasticités (de long terme) des exportations par rapport à la demande étrangère sont toujours positives, comme anticipé par la théorie. Cependant, ils sont toujours statistiquement supérieurs à l'unité, ce qui représente un problème du point de vue théorique. En effet, à long terme les exportations luxembourgeoises ne peuvent pas augmenter plus rapidement que la demande étrangère. Toutefois, ce résultat est conforme à l'expérience depuis 1996 et contraindre cette élasticité à l'unité peut introduire une erreur de mauvaise spécification générant un biais dans l'estimation des autres paramètres<sup>36</sup>. Des élasticités différentes de l'unité sont souvent observées pour

d'autres pays et il est généralement recommandé de les tolérer<sup>37</sup>. Dans la troisième colonne, on observe que les élasticités des exportations par rapport aux différentes mesures de la compétitivité prix-coûts sont toujours négatives, comme attendu, mais aussi relativement faibles (de -0,22 à -0,60). Ceci veut dire qu'une détérioration de 5% de la compétitivité implique une réduction de seulement 1,1% à 3% des exportations. La faiblesse des élasticités des exportations par rapport à la compétitivité prix-coûts est un résultat déjà observé pour d'autres pays de l'Europe continentale<sup>38</sup>. Pour résumer, la perte de compétitivité prix-coûts a un impact sur les exportations qui est négatif et statistiquement significatif au Luxembourg, mais il est d'une importance économique limitée.

La partie à droite du tableau utilise les équations estimées pour décomposer la croissance moyenne des exportations luxembourgeoises sur la période 1996T1-2007T4. Les équations sont simulées sous deux scénarios différents. Dans le premier, la compétitivité prix-coûts (représentée par les différents indicateurs en chaque ligne) est maintenue à son niveau de 1995T4 jusqu'en 2007T1. Dans le second scénario, c'est la

court terme) et les résultats des tests sont cohérents avec l'absence d'auto-corrélation des résidus jusqu'au quatrième ordre.

35 Pour chaque indicateur de compétitivité prix-coûts, l'existence d'une relation de cointégration est indiquée par le rejet de l'hypothèse selon laquelle ce coefficient est zéro.

36 D'ailleurs, la contrainte d'une élasticité unitaire est rejetée par le test de Wald pour chacune des équations estimées.

37 Krugman (1989) «Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates», *European Economic Review*, 33, 1031-1054.

38 Hooper, Johnson et Marquez (2000) "Trade Elasticities for the G-7 Countries" *Princeton Studies in International Economics*, no. 87.

demande étrangère qui est maintenue à son niveau de 1995T1. Il résulte de cet exercice que (pour tous les indicateurs de compétitivité prix-coûts considérés) la demande étrangère a été déterminante pour la croissance des exportations, représentant une contribution moyenne de 8,06% à 9,29%. Par contre, la contribution moyenne de la compétitivité prix-coûts a été négative ou près de zéro (même si pour des trimestres individuels elle a été importante). En effet, la contribution moyenne de la compétitivité prix-coûts a été comparable (ou même inférieure) à la contribution résiduelle (la croissance des exportations qui n'est pas expliquée par les équations estimées), qui est rapportée dans la dernière colonne.

En conclusion, la détérioration de la compétitivité prix-coûts a marginalement réduit les exportations luxembourgeoises sur la période 1996T1-2007T4. Cependant, dans un contexte de forte croissance de la demande étrangère adressée au Luxembourg cet effet compétitivité n'a pas été déterminant. La forte élasticité

des exportations luxembourgeoises face à la demande étrangère pourrait indiquer que les exportateurs bénéficient d'autres facteurs de compétitivité (qualité, spécialisation) qui ont compensé les effets négatifs de la détérioration de la compétitivité prix-coûts. Dans une perspective plus large, il faut tenir compte du fait que l'économie mondiale vient de traverser une phase exceptionnelle de forte croissance du commerce international. Ceci a bénéficié au Luxembourg, minimisant les effets négatifs de la détérioration de sa compétitivité prix/coûts. Cependant, le Luxembourg reste particulièrement vulnérable à un ralentissement, voire une baisse, du commerce international. Les valeurs élevées des élasticité des exportations luxembourgeoises face à la demande étrangère indiquent qu'un tel développement au niveau mondial pourrait avoir un impact magnifié au Luxembourg. Il est donc important que les autorités luxembourgeoises maintiennent leur opposition aux tendances protectionnistes de plus en plus présentes dans le débat public.



## 1.2.9 La balance des paiements

### 1.2.9.1 Compte courant

Le compte courant du Luxembourg s'est soldé par un excédent de 3,6 milliards d'euros sur toute l'année 2007, soit un niveau quasi-identique à celui enregistré au cours de l'année 2006. Cette stabilité masque des évolutions très divergentes dans les quatre principaux soldes partiels du compte courant. L'importante amélioration du surplus des services a en effet été fortement compensée par l'aggravation des déficits des revenus et des transferts courants. Le déficit des marchandises s'est quant à lui légèrement résorbé.

L'excédent des services a enregistré une croissance de 17,8% pour atteindre 19,4 milliards d'euros sur toute l'année 2007 contre 16,5 milliards en 2006. Cette évolution positive est liée à l'amélioration continue des services financiers dont le solde positif a atteint un nouveau record en 2007 (+20% à 15,4 milliards). La performance des exportations nettes de services financiers s'explique en grande partie par l'évolution favorable du secteur des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue une importante base de perception des commissions financières. Toutefois comparé à l'année 2006 où le rythme de progression de l'excédent des services financiers avait atteint 34%, la croissance de 20% enregistrée en 2007 s'est nettement ralentie, surtout à partir du second semestre sous l'effet des turbulences accrues sur les marchés financiers internationaux. Parmi les autres services, on notera l'amélioration des excédents des services d'assurance et des services aux entreprises tandis que les services de communication et d'information ont reculé suite à la vente à des non-résidents de l'activité d'un important acteur dans le domaine informatique.

La légère réduction de 2,5% du déficit des marchandises s'explique par les recettes en hausse des ventes de carburant aux professionnels routiers non résidents et par le solde positif des transactions sur or non monétaire. La détérioration du solde des revenus (+27% à 10,7 milliards d'euros en 2007) reflète non seulement l'augmentation (+14,6%) des rémunérations nettes des frontaliers mais aussi l'aggravation du solde négatif du revenu des investissements qui a atteint 5 milliards d'euros (+43,8%) en 2007, en grande partie sous l'effet des dividendes attribués aux actionnaires non-résidents.

Enfin, le creusement du déficit des transferts courants qui s'est établi à 1,7 milliard d'euros en 2007 (+71,4%) est dû à plusieurs facteurs dont l'aide publique au développement et surtout la réallocation des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème. Toutefois l'impact négatif de la réallocation des revenus monétaires sur la balance courante convient d'être relativisé. Le transfert des revenus monétaires dans le cadre des arrangements internes à l'Eurosystème trouve indirectement sa contrepartie positive sous forme d'intérêts perçus par les établissements de crédit résidents qui prêtent aux non-résidents une partie des fonds que la BCL met à leur disposition dans le cadre des opérations de politique monétaire.

### 1.2.9.2 Compte financier

Les transactions financières du Luxembourg se sont soldées par une sortie nette de capitaux de 3,5 milliards d'euros sur toute l'année 2007 contre 3,7 milliards en 2006. Dans les différentes composantes du compte financier, les sorties nettes ont affecté les flux d'investissements directs (46 milliards d'euros) et les flux d'autres investissements (73,8 milliards) tandis que les flux d'investissements de portefeuille ont enregistré des entrées nettes de 114,6 milliards d'euros.

Au cours de l'année 2007, les flux d'investissements directs étrangers au Luxembourg ont totalisé 86,8 milliards d'euros contre un niveau record de 132,9 milliards d'euros pour les investissements directs luxembourgeois à l'étranger<sup>39</sup>. Les 45 milliards d'euros de sorties nettes ont porté, à concurrence de 25,3 milliards, sur les opérations en capital social et, pour le reliquat, sur les prêts intra-groupes. Les sorties nettes au titre d'opérations en capital correspondent essentiellement à la deuxième phase de la fusion entre Arcelor S.A et Mittal Steel N.V, entreprise de droit néerlandais. Au cours de cette deuxième phase, Mittal Steel N.V a été absorbée par ArcelorMittal, société de droit luxembourgeois.

Dans les flux d'investissements de portefeuille, suite aux turbulences observées sur les marchés financiers internationaux, le comportement de méfiance générale

39 Ces données sont provisoires car elles n'intègrent pas, à la date de rédaction du présent Rapport, un grand nombre de transactions d'investissements directs, provenant de sources administratives au Mémorial C.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

envers les titres étrangers observé dans la zone euro, surtout à partir du mois d'août 2007, s'est confirmé également au Luxembourg. Les investisseurs non-résidents ont ainsi réduit leurs placements dans les parts d'OPC luxembourgeois (cfr. section xxx ci-dessus). Toutefois les transactions sur titres de participation se sont globalement soldées par des entrées nettes en forte hausse à 174 milliards d'euros en 2007, contre 95 milliards en 2006. Cela s'explique d'une part par le recul plus prononcé des achats d'actions étrangères par les résidents, et d'autre part, par l'apport des actions de Mittal Steel N.V détenues par les actionnaires minoritaires non-résidents dans le cadre de la fusion évoquée ci-dessus.

S'agissant de titres de créance, contrairement à la zone euro qui a enregistré des entrées nettes sur ce poste, le Luxembourg a subi des sorties nettes en forte hausse à 59,6 milliards d'euros en 2007 (, contre 37,7 milliards en 2006). Cela reflète, dans un contexte de crise financière, une certaine prudence des investisseurs résidents qui ont préféré réduire considérablement leurs placements en actions au profit des obligations étrangères.

Les sorties nettes de 73,8 milliards d'euros dans les autres investissements (prêts et dépôts) sont à la fois attribuées aux institutions financières monétaires (BCL incluse à concurrence de 12,8 milliards) et aux autres secteurs (OPC non-monétaires, sociétés Holdings et SOPARFI) qui ont accru respectivement de 44,7 milliards et de 28,8 milliards d'euros leurs avoirs nets sur le reste du monde.

**TABLEAU 25 :**  
**BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG <sup>(1)</sup>**

UNITÉ: MILLION EUR	2006			2007		
	Crédit	Débit	Solde	Cébit	Débit	Solde
Compte Courant	151 625	148 078	3 547	173 911	170 341	3 570
Marchandises	13 061	16 564	-3 503	13 457	16 872	-3 416
Services	40 526	24 048	16 478	45 682	26 273	19 408
Revenus	93 564	101 977	-8 413	110 299	120 983	-10 683
Transferts courants	4 475	5 490	-1 015	4 473	6 212	-1 740
Compte de Capital	44	281	-237	57	176	-120
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
Compte Financier <sup>2)</sup>			-3 671			-3 533
Investissements directs <sup>3)</sup>	-88 175	99 565	11 390	-132 865	86 798	-46 067
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-71 719	90 812	19 092	-90 734	65 436	-25 298
Autres opérations, Prêts intragroupes	-16 455	8 753	-7 702	-42 131	21 363	-20 769
Investissements de portefeuille	-143 289	200 621	57 332	-114 104	228 729	114 625
Titres de participation	-83 482	178 500	95 017	-33 642	207 927	174 285
Titres de créance	-59 807	22 122	-37 686	-80 462	20 802	-59 660
Produits financiers dérivés			8 070			1 607
Autres investissements	-210 392	129 904	-80 487	-186 182	112 423	-73 759
Avoirs de réserve			24			61
Erreurs et Omissions			362			83

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

## Les opérations de la BCL en tant qu'Autorité monétaire dans la balance des paiements et la position extérieure globale du Luxembourg

### Introduction

Cet encadré relatif aux opérations de la BCL en tant qu'Autorité monétaire dans la balance des paiements<sup>40</sup> et la position extérieure globale<sup>41</sup> du Luxembourg porte principalement sur les opérations ayant un lien direct avec son statut d'autorité monétaire. Ainsi, le rôle de la banque centrale nécessite un traitement spécifique, notamment une sectorisation des transactions permettant d'identifier comment une autorité monétaire peut financer les déséquilibres de balance de paiement. En d'autres termes, le solde des transactions du secteur autorité monétaire résident est la contrepartie directe du solde des transactions du secteur non-monnaire résident. C'est ici qu'apparaît l'intérêt, pour la politique monétaire, de l'analyse de la balance des mouvements non-monnaies. Cette balance indique quelle répercussion peuvent avoir, sur la création monétaire, les opérations de l'économie avec l'étranger. En effet, le solde des opérations entre résidents "non-monnaies" et non-résidents, qui sont incluses dans cette balance dans leur totalité, donne nécessairement lieu à des opérations de paiements qui, elles, impliquent à la fois une variation des avoirs extérieurs nets des organismes monétaires nationaux et une variation du stock monétaire.

Afin de remplir ses obligations statistiques, les opérations réalisées par la BCL font partie intégrante du reporting statistique régulier dans le cadre de la balance des paiements. La BCL transmet donc à la Banque centrale européenne (BCE) ses statistiques de balance des paiements et de position extérieure, afin de permettre

à celle-ci d'établir la balance des paiements et la position extérieure de l'UEM et de détecter de cette façon p.ex. un déséquilibre au niveau de la balance extérieure. Cette collecte régulière inclut entre autres les opérations conduites dans le cadre de la politique monétaire, les opérations avec la BCE et d'autres institutions supranationales (Fonds monétaire international, ...) ainsi que les opérations de gestion journalière.

Les opérations sous revue concernent essentiellement les avoirs de réserve, les investissements en portefeuille et les autres investissements de la BCL. Finalement, il faudra préciser, que la nomenclature utilisée par la BCL est celle définie par le Fonds Monétaire International (FMI) dans la cinquième édition du Manuel de la Balance des Paiements (BPM5).

### 1. Les avoirs de réserve

Le BPM5 a introduit une composante spécifique dans la balance des paiements et la position extérieure qui est celle des Avoirs de réserve. Les avoirs de réserves sont ceux détenus par les Autorités monétaires d'un pays (ou d'une zone monétaire) pour faire face, notamment, aux besoins de financement de la balance des paiements et l'intervention sur les marchés de change. Afin de pouvoir jouer ce rôle, ces avoirs financiers doivent exister (les lignes de crédit sont donc par exemple exclus), être sous le contrôle effectif de la BCL et, finalement, être disponible en cas de besoin.

En particulier, il convient d'indiquer la différence existant entre les avoirs de réserve et les avoirs en titres (investissements de portefeuille) et les dépôts monétaires. Ne sont classés parmi les avoirs de réserves que les avoirs en monnaies autres que l'Euro et qui sont émis, déposés ou investis auprès d'entités économiques qui ne sont pas résidentes d'un des pays membres de l'Union monétaire.

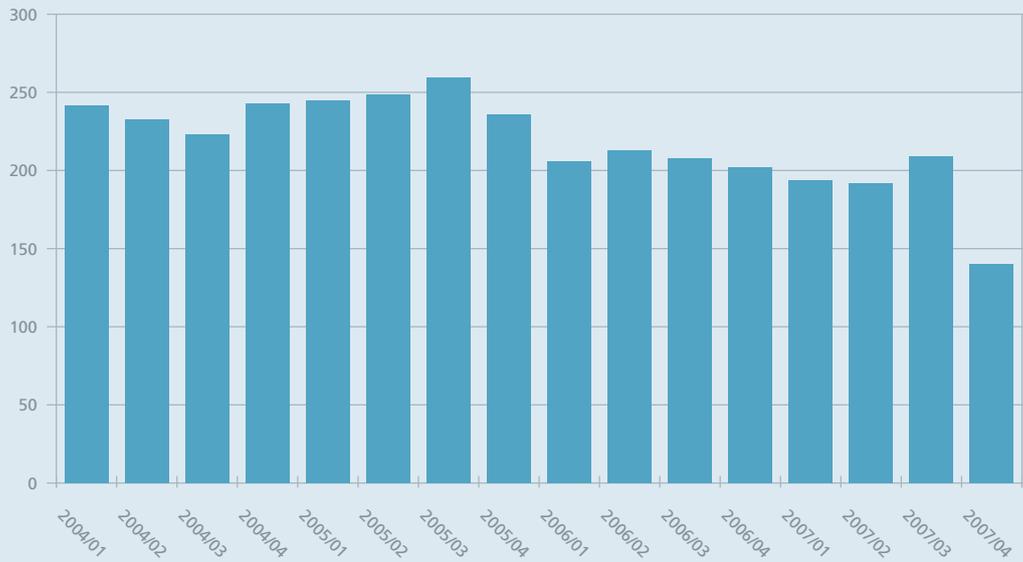
Les avoirs de réserve détenus par la BCL se composent des positions suivantes :

40 La balance des paiements est un état statistique qui retrace sous une forme comptable l'ensemble des flux d'actifs réels, financiers et monétaires entre les résidents d'une économie et les non-résidents au cours d'une période déterminée.

Les flux économiques et financiers à l'origine de ces opérations sont répartis en distinguant le compte des transactions courantes (échanges de biens de services, de revenus et de transferts courants), le compte de capital (transferts en capital) et le compte financier (investissements directs ou de portefeuille).

41 La position extérieure globale (PEG) est un état statistique qui recense les avoirs et les engagements financiers extérieurs d'un pays à un moment donné. La PEG est établie sur base trimestrielle.

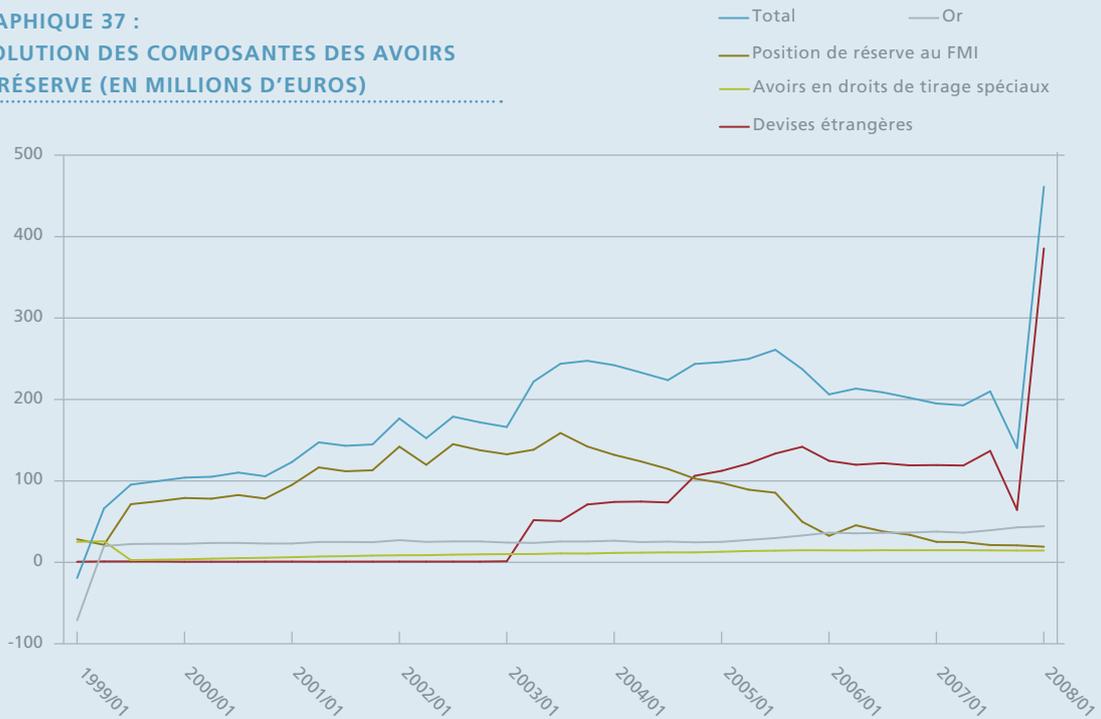
**GRAPHIQUE 36 :**  
**EVOLUTION<sup>1</sup> DE LA POSITION D'AVOIRS**  
**DE RÉSERVE (EN MILLIONS D'EUROS<sup>2</sup>)**



Source : BCL

- 1 Tous les graphiques reprennent des données trimestrielles
- 2 Les chiffres de 2007 sont provisoires et sujet à révision

**GRAPHIQUE 37 :**  
**EVOLUTION DES COMPOSANTES DES AVOIRS**  
**DE RÉSERVE (EN MILLIONS D'EUROS)**



Source : BCL

- L'or monétaire

Sont concernées, toutes les opérations sur or monétaire si la transaction a lieu avec une banque centrale ou une autorité monétaire. Les transactions sur or ayant lieu avec un autre intermédiaire ne figurent pas parmi les avoirs de réserve.

- Les avoirs en droits de tirage spéciaux

La BCL traite les opérations financières du Luxembourg vis-à-vis du FMI. Elle détient les avoirs et les engagements du Luxembourg envers le FMI au titre du compte général et du compte des droits de tirage spéciaux (DTS, créés par le FMI en 1970). Les DTS sont des actifs de réserve créés ex nihilo que le FMI alloue à ses membres. Les avoirs en DTS d'un Etat membre sont initialement égaux au montant de DTS qui lui ont été alloués. Par la suite, ces avoirs en DTS évoluent dans la mesure où l'Etat membre les utilise ou au contraire en acquiert de la part d'autres détenteurs.

- La position de réserve au FMI

La position de réserve correspond à la différence entre la quote-part totale du Luxembourg auprès du FMI et les avoirs en euros détenus par le FMI auprès de la BCL.

- Les avoirs en devises étrangères

Ces derniers comprennent notamment les titres émis par des non-résidents de la zone euro, les espèces en devise et les dépôts en devise auprès des institutions monétaires étrangères (établies hors zone euro). La différence entre les titres figurant parmi les avoirs de réserve et ceux figurant parmi les autres avoirs provient essentiellement de deux critères : a) le critère de résidence de l'émetteur ou de la contrepartie (résident hors zone euro ou non) ; b) la devise d'émission (euro ou autre devise).

Alors que la BCL produit depuis 1999 la position des avoirs de réserve, suite à la création du SEBC et sa propre création, les données BOP et PEG sont uniquement compilées à partir de 2002.

L'accroissement noté vers le début de 2008 trouve son origine dans l'investissement de devises hors de la zone Euro. Suivant la méthodologie du FMI, ces placements devront alors être inclus dans les devises étrangères / avoirs de réserve.

Fin décembre 1998<sup>42</sup>, la BCL avait contracté un emprunt-or auprès de la Banque nationale de Belgique

42

L'étendue temporelle du graphique 1.2 diffère des autres graphiques afin de monter la particularité d'un emprunt-or contracté auprès de la Banque nationale de Belgique (BNB).

(BNB) dont une partie avait été vendue immédiatement. Cet emprunt avait été rendu nécessaire du fait que le parlement belge n'avait pas pu ratifier à temps l'accord intergouvernemental du 23 novembre 1998 sur une interprétation commune des protocoles régissant l'association monétaire entre la Belgique et le Luxembourg qui prévoyait, entre autres, une vente de la BNB en faveur de la BCL d'environ 11 tonnes d'or au prix historique. Au cours du mois de janvier 1999, la BCL a transféré une partie de l'or à la BCE et a vendu une autre partie. Le traitement statistique, tel qu'il est d'usage depuis la fin 1999, spécifie que les emprunts et les dépôts d'or monétaire n'affectent pas la position en or monétaire d'une banque centrale. Ainsi, la banque centrale contractant un emprunt-or ne peut pas inclure l'or emprunté dans sa position d'or monétaire. Du fait que la BCL s'est défaite de l'or monétaire emprunté, la position en or monétaire doit indiquer une position négative égale à la différence entre l'or monétaire détenu (sans prendre en compte l'emprunt contracté) et les ventes et le transfert réalisés. La position en or négative s'est résorbée en juin 1999 lors de l'acquisition définitive de l'or monétaire.

## 2. Les investissements en portefeuille

La gestion des avoirs de la BCL figure parmi les investissements en portefeuille. Les principaux objectifs de ces investissements sont de générer un revenu élevé régulier et d'assurer, à long terme, un rendement total tenant compte de considérations de sécurité du capital, de stabilité des valeurs et de liquidité. Sont considérés comme investissements en portefeuille entre autres les actions, obligations (constituant la majeure partie de ces investissements) et les instruments du marché monétaire du côté engagements ainsi que du côté avoirs. Il faut toutefois préciser que la BCL n'émet pas de titres et qu'il n'y a par conséquent pas de position au niveau des investissements en portefeuille du côté engagements.

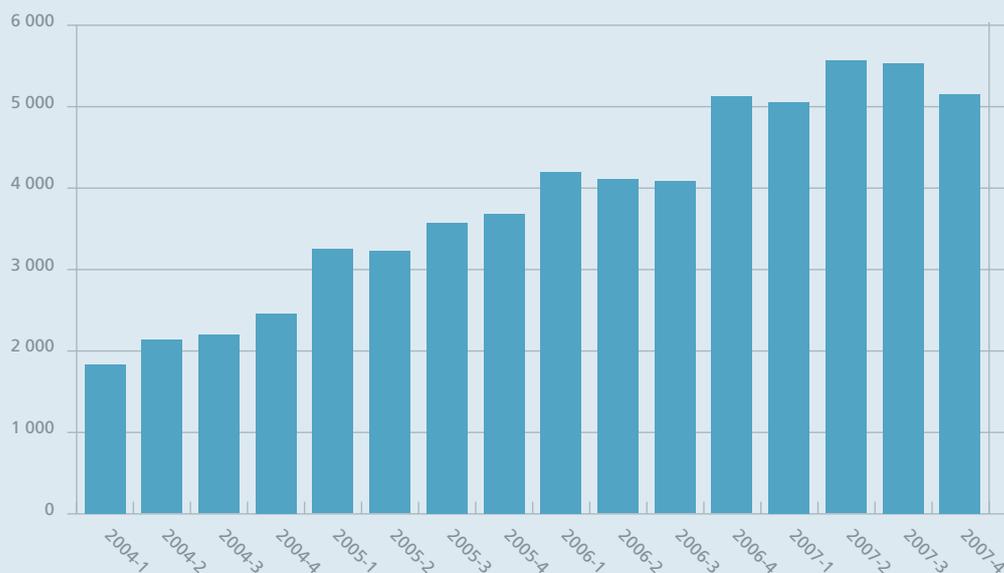
## 3. Les opérations avec la Banque centrale européenne

Les opérations avec la BCE ainsi que les opérations sur dérivatifs financiers figurent parmi les autres investissements. Les transactions avec la BCE et les transactions intra SEBC (Système Européen des Banques Centrales) comprennent entre autres :

### a. La répartition des revenus des opérations monétaires

Depuis 2003, le montant du revenu monétaire de chaque BCN (Banque centrale nationale) de l'Eurosystème

**GRAPHIQUE 38 :**  
**EVOLUTION DES INVESTISSEMENTS EN**  
**PORTEFEUILLE DE LA BCL – AVOIRS –**  
**ENCOURS TOTAUX ( EN MILLIONS D'EUROS )**



Source : BCL

est déterminé en calculant le revenu annuel effectif qui résulte des actifs identifiables détenus en contrepartie des postes du passif qui leur servent de base de calcul. Cette base est composée des rubriques suivantes :

- les billets en circulation ;
- les engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire ;
- les engagements nets intra-Eurosystème. Cette rubrique reprend principalement la créance de la BCL envers l'Eurosystème découlant, via le système TARGET, des paiements transfrontaliers au titre des opérations monétaires et financières entre la BCL et les autres banques centrales nationales ainsi qu'avec la BCE. ;
- les engagements nets intra-Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème.

Toute charge d'intérêts payée sur les engagements inclus dans la base de calcul est déduite du revenu monétaire mis en commun par chaque BCN.

Lorsque la valeur des actifs identifiables d'une BCN est supérieure ou inférieure à la valeur de sa base de calcul, la différence est compensée en appliquant au montant en question le taux de rendement moyen des actifs identifiables de l'ensemble des BCNs. Le revenu monétaire mis en commun par l'Eurosystème est réparti entre les BCNs de la zone euro conformément à la clé de répartition du capital souscrit.

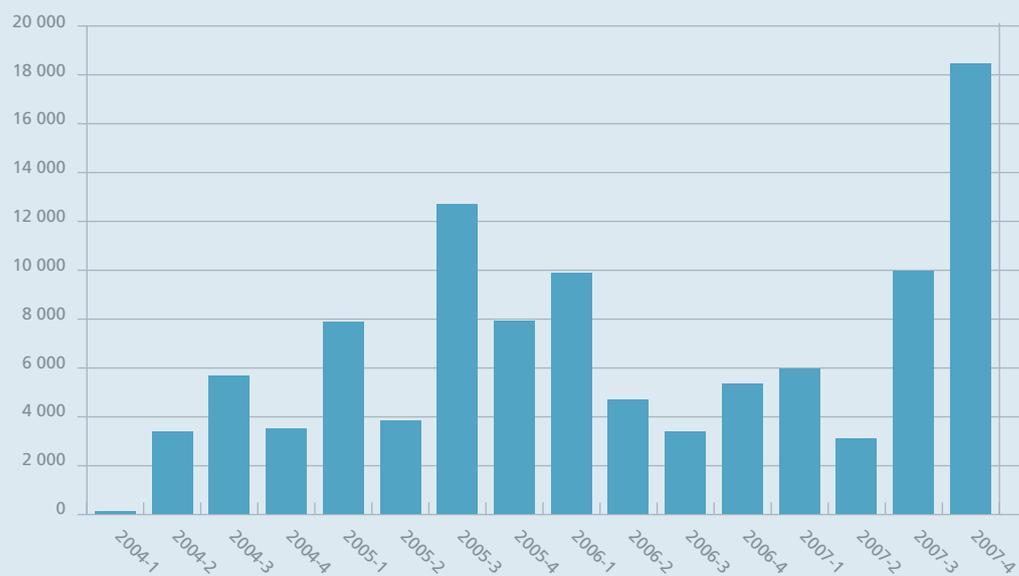
*b. La distribution des bénéfices de la BCE aux BCNs et la couverture de ses pertes éventuelles par les BCNs.*

*c. La rémunération des soldes intra/ESEBC, c'est à dire des engagements nets intra-Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème ainsi que du solde TARGET, qui se fait au taux d'intérêt marginal des opérations principales de refinancement.*

*d. Les recettes des amendes imposées par la BCE.*

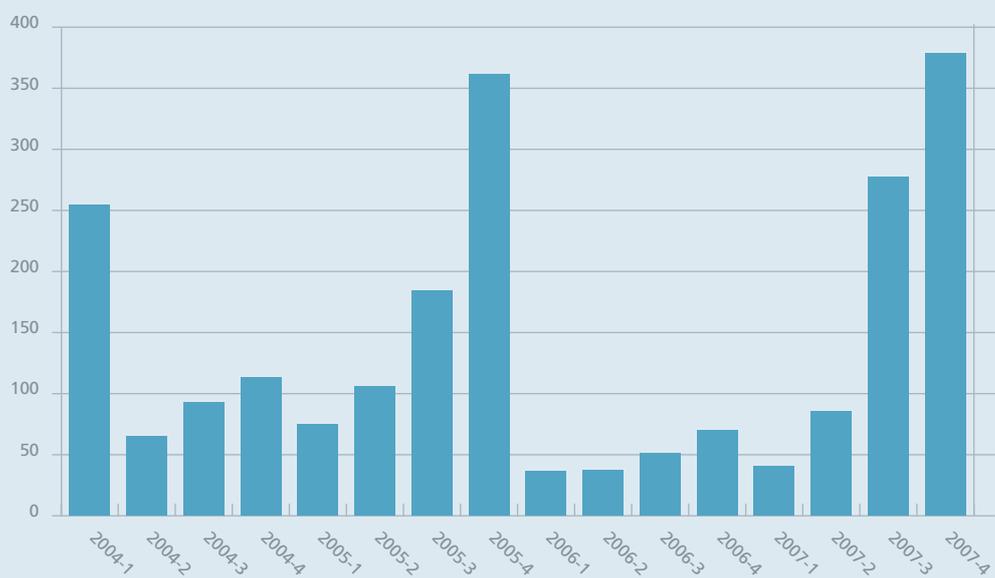
*e. La rémunération des créances sur la BCE découlant de la mise en commun des avoirs de réserve de BCN.*

**GRAPHIQUE 39 :**  
**EVOLUTION DES OPÉRATIONS ENTRE LA BCL**  
**ET LA BCE – AVOIRS – ENCOURS TOTAUX**  
**( EN MILLIONS D'EUROS )**



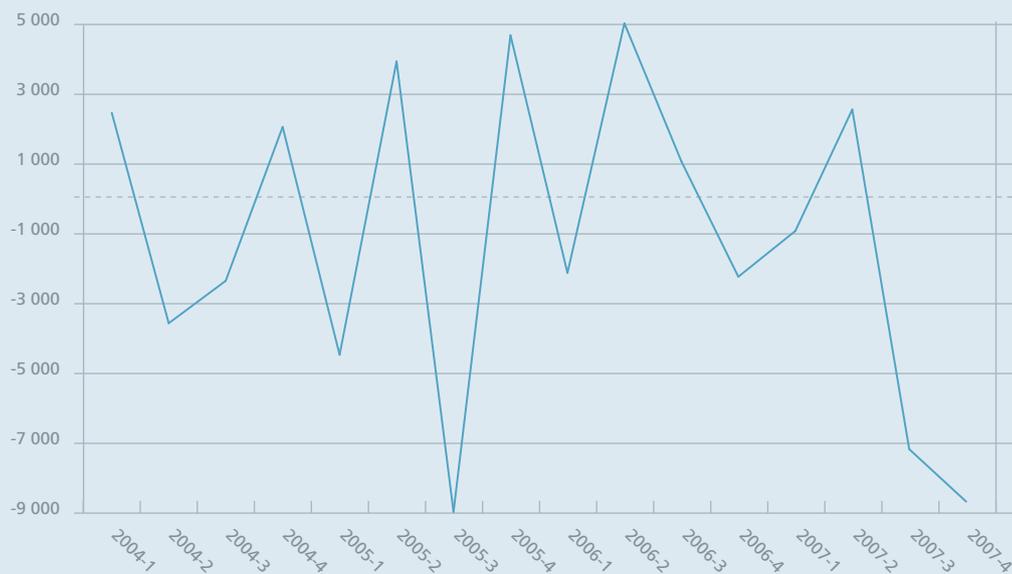
Source : BCL

**GRAPHIQUE 40 :**  
**EVOLUTION DES ENCOURS ENTRE LA BCL ET LA**  
**BCE – ENGAGEMENTS – ENCOURS TOTAUX (EN**  
**MILLIONS D'EUROS)**



Source : BCL

**GRAPHIQUE 41 :**  
**EVOLUTION DES AUTRES INVESTISSEMENTS DE**  
**LA BCL – FLUX NETS TOTAUX ENVERS LA BCE -**  
**DANS LA BALANCE DES PAIEMENTS**  
**( EN MILLIONS D'EUROS)**



Source : BCL

**GRAPHIQUE 42 :**  
**IMPACT DES OPÉRATIONS DE LA BCL SUR**  
**LE SOLDE DES TRANSFERTS COURANTS**  
**(EN MILLIONS D'EUROS)**



Source : BCL

f. Les collatéraux échangés dans le cadre du modèle de la Banque Centrale Correspondante en cas de remboursement, paiement de coupons, frais...

Les activités de politique monétaire ainsi que le solde du système de paiements TARGET constituent l'essentiel de ces montants. La forte augmentation fin 2007 s'explique par le fait que les banques luxembourgeoises ont eu un recours accru au refinancement auprès de la banque centrale. Ces refinancements ont été conduites via Target et se reflètent au niveau des créances envers l'Eurosystème dans le bilan de la BCL. Par ailleurs, les banques ont participé dans les opérations de mise à disposition de fonds en USD mises en œuvre par l'Eurosystème en décembre 2007 en réponse aux turbulences sur les marchés financiers.

**Remarque :**

L'aggravation du déficit des transferts courants constatée les dernières années est essentiellement à mettre en relation avec la réallocation des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème. Au premier semestre 2007 cette

contribution se chiffre à près de 800 millions d'euros, contre 450 millions à la même période de l'année précédente. Rappelons que ce transfert a une contrepartie dans d'autres rubriques de la balance des paiements, notamment les flux d'intérêts perçus par les établissements de crédit résidents qui prêtent aux non-résidents une partie des fonds que la BCL met à leur disposition dans le cadre des opérations de politique monétaire.

Au sein de l'eurosystème, les revenus du seigniorage sont transférés à la BCE, avant d'être répartis proportionnellement entre les banques centrales nationales (sur base de la part de capital détenue). Dans le cas de la BCL qui émet notamment plus des billets par rapport à sa quote-part dans le capital de la BCE, des paiements nets en faveur de l'eurosystème sont enregistrés.

Finalement, le tableau suivant illustre synoptiquement de quelle façon les opérations de la BCL préalablement décrites se retrouvent au bilan de la BCL. Vu les classifications différentes, on ne peut attribuer que les grandes rubriques au niveau du bilan.

**CLASSIFICATION BOP / PEG**

**Avoirs**

<b>Investissements en portefeuille</b>
Titres dont:
Obligations et notes
Instruments du marché monétaire
<b>Autres investissements</b>
Emprunts/monnaies et dépôts
Autres avoires
<b>Avoirs de réserve</b>
Or monétaire
Droits de tirage spéciaux
Position de réserve au FMI
Opérations de change
Monnaies et dépôts
Titres
Obligations et notes
Instruments du marché monétaire
<b>Engagements</b>
<b>Autres investissements</b>
Emprunts/monnaies et dépôts
Autres engagements

**CLASSIFICATION AU BILAN BCL**

**Actif**

Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro
Autres actifs
Créances envers l'Eurosystème
Créances envers l'Eurosystème
Créances envers l'Eurosystème
Avoirs et créances en or
Créances sur le FMI
Créances sur le FMI
Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises
Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises
Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises
Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises
<b>Passif</b>
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro
et
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.10 Les projections macro-économiques

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2007<sup>43</sup> et ont été élaborées dans un contexte qui s'annonçait moins propice. Prenant appui sur le dynamisme dans la zone euro, mais aussi à la lumière de l'affaiblissement des résultats du secteur bancaire, l'économie luxembourgeoise était supposée connaître au cours de l'année 2007 un rythme de croissance trimestrielle proche de la moyenne historique, mais en perte de vitesse par rapport à l'année précédente. Pour l'année entière, une hausse du PIB réel comprise dans une fourchette allant de 4,7% à 5,3% était escomptée par la BCL, avec une poursuite du ralentissement en 2008. Ce mouvement de ralentissement constituait un scénario globalement favorable, dans lequel l'expansion économique était supposée reposer davantage sur une demande domestique dynamique, favorisée par la robustesse du marché de l'emploi.

Depuis cet exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique ont présenté un bilan préliminaire mitigé. En mai 2008, la croissance du PIB réel pour l'année 2007 a été estimée aux environs de 4,5%, soit à la fourchette inférieure à nos projections. Par ailleurs, la dynamique des comptes nationaux trimestriels a été revue à la baisse, rendant compte d'une croissance négative au troisième trimestre mais aussi d'un rebond remarquable à la fin de l'année. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2008, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, ne se chiffre plus qu'à 1,5%

En ce qui concerne le profil conjoncturel, la croissance du PIB a vraisemblablement atteint son sommet au tournant de l'année 2005/2006, ce qui constitue un profil inchangé par rapport aux estimations précédentes. Cependant, si le ralentissement s'est opéré de manière graduelle et en maintenant une croissance supérieure à la moyenne en cours d'année 2006, il s'est amplifié en 2007. Ainsi, la croissance du PIB réel a baissé de quelque 6% sur base annuelle en début d'année 2007 à 3,4% en fin d'année. Selon notre scénario de base, la croissance a encore baissé au premier trimestre 2008 et pourrait même avoir été négative sur base trimestrielle avec un repli considérable du taux annuel à la clé. Lors de

cette période, la volatilité sur les marchés boursiers s'est soldée par une chute de plus de 10% des principaux indices des actions, ce qui s'est répercuté en une baisse de 7% de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif de la place financière, ce qui en fait la première variation négative depuis le premier trimestre 2003. Par conséquent, les résultats préliminaires du compte de pertes et profits du secteur bancaire affichent aussi une baisse du produit bancaire, aussi bien sur base trimestrielle, que sur base annuelle. La hausse de la marge sur intérêts a quelque peu assoupli la faiblesse des revenus nets sur commissions émanant en grande partie des activités liées aux fonds d'investissement. Au deuxième trimestre, les craintes quant à une aggravation de la crise financière aux Etats-Unis se sont peu à peu dissipées et les marchés des actions sont repartis à la hausse, favorisant ainsi un rebond des résultats du secteur bancaire et de la croissance du PIB.

Pour le premier semestre 2008, le cycle du Luxembourg n'a donc pas été en synchronisation avec celui de la zone euro. Grâce à l'impulsion en provenance de l'Allemagne, la zone euro a connu, avec 0,8% au premier trimestre, une croissance nettement au-dessus de la tendance et au-delà de toutes attentes. Les indicateurs à court terme pointent vers un ralentissement important au deuxième trimestre. L'Allemagne est la première destination des exportations de biens du Luxembourg et la dynamique de croissance du Luxembourg est largement dépendante de celle de la zone euro. Cependant, les caractéristiques spécifiques de l'économie luxembourgeoise, notamment le poids et la dynamique du secteur financier, peuvent être à la base de développements divergents dans le court terme.

Le secteur manufacturier luxembourgeois se trouve également dans la phase descendante du cycle conjoncturel. L'optimisme affiché par les chefs d'entreprises avait atteint son plus haut en février 2007 pour baisser graduellement par la suite. Pourtant, même si au début de l'année 2008 les enquêtes de conjoncture montrent des signes d'un affaiblissement accéléré, les résultats demeurent au-dessus de la moyenne historique et ils ne laissent guère présager un effondrement prolongé de la croissance.

L'exposition du secteur financier européen à la crise des « subprime » aux Etats-Unis et en particulier aux titres adossés à des prêts hypothécaires, demeure dif-

43 Voir BCL, Bulletin 2007/2, pp.74-78

ficile à évaluer à l'heure actuelle, étant donné le peu d'informations concluantes disponibles. Pourtant, les différents segments des marchés financiers virant au morose, un sentiment d'inquiétude s'est installé depuis août 2007 sur les marchés monétaire, obligataire et des changes (voir aussi sous 1.1). Malgré les nombreuses interventions des banques centrales, la méfiance entre banques commerciales a entraîné de sérieux problèmes sur le marché monétaire propulsant le taux Euribor à 3 mois proche de 5,0%, alors que le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est resté à 4,0%. Ces développements ont eu un impact sur le coût du capital des entreprises, le taux Euribor à 3 mois étant souvent utilisé comme le taux de référence pour les prêts à taux variables consentis aux entreprises. Sur l'horizon de projections, les hypothèses techniques se basent sur une réduction de la prime de risque des taux à 3 mois par rapport aux taux directeurs anticipés. Conjointement avec la hausse des taux à 10 ans telle qu'anticipée par les marchés financiers, il en résulterait une normalisation de la courbe des taux. La volatilité accrue sur les marchés financiers s'est également diffusée aux marchés des changes, le taux de change euro/dollar s'étant établi à 1,54\$/bl vers la mi-mai, poussant le taux de change effectif de l'euro à nouveau à la hausse, à concurrence de 6,9% par rapport à 2007 et de 4,3% par rapport à l'exercice de décembre.

En général, le scénario international, tel qu'il prévalait en décembre 2007 dans les projections macroéconomiques des institutions internationales, s'est nettement détérioré, aussi bien en 2008 qu'en 2009. Après la forte croissance observée en 2006, l'activité économique mondiale avait légèrement ralenti en 2007 et les institutions internationales s'accordent sur une poursuite de ce mouvement, ceci au moins jusqu'en 2009. Cependant, les taux annuels moyens sont lents à révéler les retournements conjoncturels ; les dynamiques de croissance trimestrielle sous-jacentes à ces scénarii suggèrent un affaiblissement important depuis la fin 2007, mais qu'un rebond graduel s'installe déjà à partir de la deuxième moitié de l'année 2008.

Les scénarii tablent aussi sur une croissance modique, voire nulle aux Etats-Unis, suite au repli prononcé de l'investissement résidentiel dans le contexte de la faiblesse du marché immobilier qui corrige les déséquilibres accu-

mulés sur les années précédentes. Face à cet affaiblissement les autres économies verraient leurs dynamiques de croissance atténuées, mais il n'en suivrait pas une période prolongée de ralentissement global. Le rééquilibrage de la dynamique de la croissance mondiale se manifesterait pleinement dans un tel contexte. La stagnation aux Etats-Unis serait en partie compensée par le dynamisme des économies émergentes, en particulier l'Asie du Sud-est, ainsi que par la résilience de l'économie européenne.

La zone euro a connu une croissance robuste en 2007 et qui s'est également étalée au début de l'année 2008. A l'instar de l'économie mondiale, elle connaîtrait aussi une période de ralentissement avec un creux au deuxième trimestre 2008, avant de converger graduellement vers son potentiel. Selon l'exercice de projections de l'Eurosystème de juin 2008 et partant d'une valeur de 2,7% en 2007, la croissance anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette entre 1,5 et 2,1% en 2008, pour s'établir entre respectivement 1,0% et 2,0% en 2009. Comparé à l'exercice précédent, les projections ont été revues à la baisse. En ce qui concerne 2008, ces projections s'annoncent légèrement plus favorables que celles de la Commission européenne, vraisemblablement en raison d'une publication plus tardive, ce qui a permis d'intégrer la surprise positive au premier trimestre.

Bien qu'il représente, avec d'autres facteurs, un risque à la baisse pour la croissance, l'évolution du prix du pétrole ne fait pas obstacle à cette dynamique favorable. Le fait que le prix du Brent ait dépassé les 120 \$/bl, témoignerait selon divers observateurs du dynamisme des économies émergentes et de leur impact croissant sur l'économie mondiale.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations des partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour notre économie tournée vers l'extérieur. Selon le scénario sous-jacent, la demande internationale, qui a manifesté un dynamisme exceptionnel en 2006, a fortement ralenti en 2007, pour décélérer davantage en 2008 avant de rebondir vers la croissance tendancielle en 2010. A l'instar du scénario mondial et européen, ces hypothèses ont été ajustées à la baisse par rapport à l'exercice de décembre 2007.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 26 :**  
**PROJECTIONS DES INSTITUTIONS INTERNATIONALES**  
**ET HYPOTHÈSES TECHNIQUES (TAUX DE VARIATION**  
**ANNUEL<sup>1</sup>)**

	2007	2008	2009	2010
Commerce mondial (CE)	6,8 (-0,7)	6,2 (-0,8)	5,8 (-1,4)	-
PIB mondial (CE) <sup>2</sup>	4,6 (-0,5)	3,8 (-0,9)	3,6 (-1,2)	-
PIB zone euro (CE)	2,6	1,7 (-0,5)	1,5 (-0,6)	-
PIB zone euro (Eurosystème)	2,7	1,5-2,1	1,0-2,0	-
Demande internationale adressée au Luxembourg	4,7 (-0,3)	4,3 (-1,1)	4,4 (-1,4)	5,5
Prix du pétrole en \$/bl <sup>3</sup>	72,7 (0,1)	116,7 (28,1)	126,0 (42,3)	126,0
Taux de change \$/€ <sup>4</sup>	1,37	1,54 (0,1)	1,54 (0,1)	1,54
Taux d'intérêt à 3 mois	4,3	4,9 (0,4)	4,3 (-)	4,2
Taux d'intérêt à 10 ans	4,3	4,4 (0,1)	4,6 (0,3)	4,7

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, BCL

- 1 Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2007, en points de pourcentage.
- 2 Les révisions des hypothèses relatives au PIB mondial sont à interpréter à l'aune des ajustements pour la mise à jour des taux de change basés sur les parités de pouvoir d'achat. Ces taux de change sont utilisés pour calculer le poids relatif des différentes économies dans le monde. Le résultat de la mise à jour a été une réduction du poids des économies émergentes à la faveur des économies développées, de 0,6pp en moyenne sur la période 2002-2007. Sur base de cet ajustement, et en l'absence d'un changement supplémentaire des dynamiques de

croissance des différentes économies, la croissance du PIB mondial aurait baissé de manière mécanique de 0,6pp en 2008 et en 2009. Ainsi, dans cet exercice, la révision de la dynamique de croissance du PIB mondial sur base des seuls changements des rythmes de croissance des différentes économies, serait moindre de ce qui apparaît dans le tableau. Elle serait de -0,3pp en 2008 et de -0,6pp en 2009, au lieu de respectivement -0,9pp et -1,2pp. Les révisions qui reflètent uniquement les changements des dynamiques de croissance sont prépondérantes pour les projections macro-économiques.

- 3 Révisions en \$/bl  
4 Révisions en \$/€

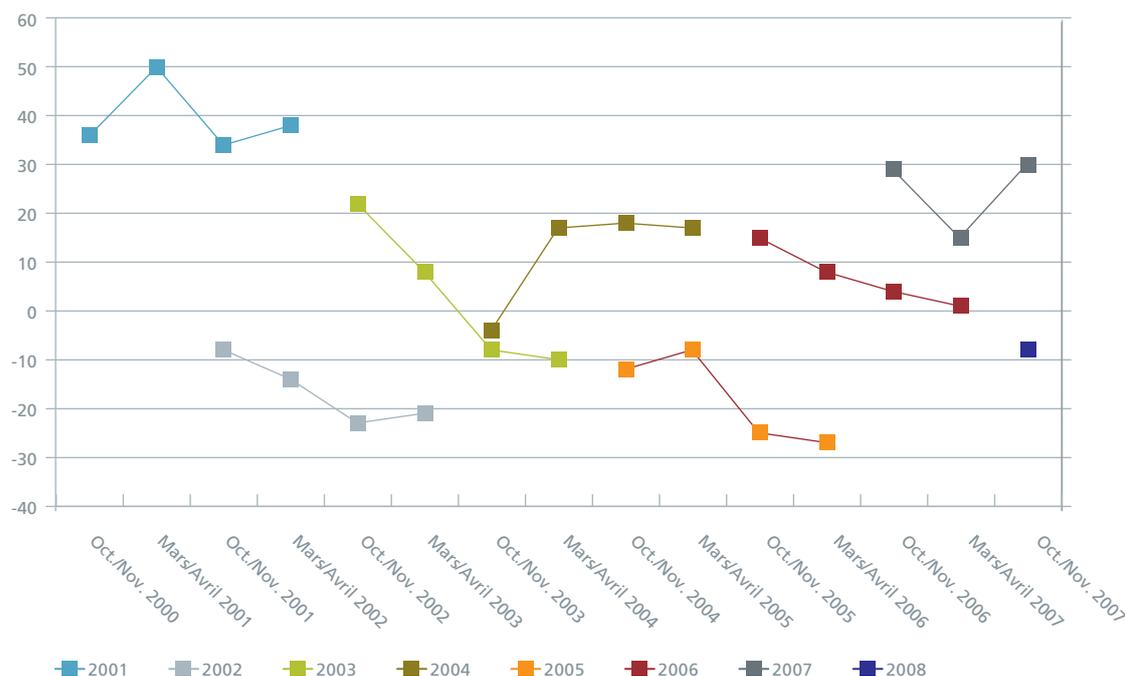
Sur base des premières estimations de croissance pour 2007 et de l'évolution conjoncturelle récente, d'une part, et du scénario macroéconomique mondial et pour la zone euro, d'autre part, la croissance économique devrait ralentir davantage au Luxembourg en 2008. Ce scénario demeure donc inchangé par rapport à l'exercice de décembre. Par contre, le ralentissement prévu serait plus prononcé dans le contexte de l'aggravation des turbulences affectant les marchés financiers en début d'année 2008 et par ricochet les résultats du secteur financier luxembourgeois. Les projections de croissance pour l'année 2008 s'établissent désormais dans une fourchette allant de 2,9% à 3,5%, soit un rythme nettement en-dessous de la moyenne historique. Malgré ce fléchissement, la performance demeurerait supérieure à celle observée lors de l'entame du ralentissement économique en 2001. A l'époque, la volatilité croissante sur les marchés financiers était liée à l'éclosion et à la rupture subséquente de la bulle sur les marchés des actions et elle a été suivie d'un désendettement

du secteur non-financier. A l'heure actuelle, le secteur non-financier européen ne présente pas de déséquilibres majeurs, ce qui permettrait d'éviter un enchaînement de réajustements qui entraîneraient l'activité économique à la baisse. La zone euro dégage en effet une robustesse inégalée depuis plusieurs années, ce dont témoigne notamment le marché de l'emploi. Sur base de ce scénario international, la croissance au Luxembourg pourrait rebondir en 2009.

Le ralentissement en 2008 se manifesterait à travers une baisse du rythme de croissance des exportations et un affaiblissement de l'investissement, mais qui serait en partie contrebalancé par une accélération des consommations privée et publique.

Les exportations pâtiraient à la fois du ralentissement de la demande internationale et de l'impact négatif sur les exportations de services financiers engendré par les turbulences sur les marchés financiers. Ces services

**GRAPHIQUE 43 :**  
**ENQUÊTES SEMESTRIELLES D'INVESTISSEMENT**  
**DANS L'INDUSTRIE (DÉPENSES À PRIX COURANTS,**  
**EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)<sup>1</sup>**



Source : Commission Européenne

<sup>1</sup> Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, on calcule les taux de variation annuels des dépenses d'investissement à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année

prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

comptent pour environ 50% des exportations totales. L'investissement privé serait également moins dynamique en 2008 qu'en 2007. Cependant, cette baisse de régime serait plutôt la conséquence du dynamisme exceptionnel affiché en 2007 que de facteurs endogènes sur base de perspectives moroses. Le secteur manufacturier prévoit notamment une baisse de ses dépenses d'investissement pour 2008 (voir graphique 43), ce qui ne constitue pas une surprise étant donné la progression de 30% en 2007, la plus élevée depuis 2001. Il serait aussi prématuré d'attribuer cet affaïssissement aux problèmes qui ont émergé sur les marchés financiers. Le renchérissement du coût du refinancement des banques, caractérisé par la forte hausse du taux Euribor à 3 mois, a certes affecté les emprunts à taux

variables consentis aux entreprises (voir sous 1.2.5.2). Par contre, un rationnement de crédits consentis aux entreprises ne s'observe pas à l'heure actuelle et il ne fait pas non plus partie du scénario de base (voir l'encadré aux pages 57-59).

Bien que constituant un facteur de croissance moins important compte-tenu de l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, la consommation privée pourrait garder son rythme de croisière, voire s'accélérer davantage. A l'aune de l'effet conjoint de la croissance des emplois et de la progression des salaires réels, son expansion a été pour le moins timide en 2006 et 2007. Ainsi, un rattrapage en termes d'une dynamique plus élevée dans les années à venir n'est pas à exclure.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, les projections demeurent en moyenne inchangées par rapport à l'exercice précédent<sup>44</sup>. En effet, afin de freiner la détérioration de la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise, le gouvernement avait décidé de remplacer temporairement le mécanisme d'indexation automatique des salaires par un mécanisme de "cliquets". De ce fait, la contribution de l'indexation automatique des salaires à l'évolution des salaires nominaux a été pratiquement fixée jusqu'en 2009. Les effets de cet accord se manifestent pleinement dans le contexte de la forte hausse du prix du pétrole, ce qui devrait permettre d'éviter un dérapage des salaires dans une phase conjoncturelle qui s'annonce moins favorable. Par contre, en ce qui concerne 2010, la réintroduction du mécanisme d'indexation tel qu'il prévalait avant l'accord de la Tripartite risque d'avoir un impact majeur. Sur base des projections d'inflation actuelles, la contribution de l'indexation automatique des salaires

à la progression des salaires nominaux s'accélérait à 4,2 pp - la plus élevée depuis 1984 - puisque les salaires seraient relevés automatiquement de 2,5% en janvier et vers la mi-2010. De ce fait, la progression des salaires nominaux devrait aussi s'accélérer fortement, de 3,7% en 2009 à environ 5,4% en 2010.

L'emploi salarié a connu en 2007 une évolution surprenante à l'aune du ralentissement de la croissance du PIB réel, ce qui a débouché sur une stagnation de la productivité du travail. Le recrutement élevé dans le secteur bancaire s'est poursuivi lors de la deuxième moitié 2007 et au premier trimestre 2008, une dynamique frappante dans le contexte des turbulences sur les marchés financiers et des réductions de personnel qui caractérisent d'autres centres financiers. Mais ces développements témoignent sans doute d'une demande structurelle pour une main d'œuvre qualifiée dans un marché de l'emploi caractérisé par une inadéquation entre l'offre et la demande. Ainsi, le secteur bancaire a opté pour une vue de moyen terme et a poursuivi son recrutement en dépit d'une baisse de ses résultats opérationnels. Les activités de la place financière avec une concentration sur les fonds d'investissement sont probablement aussi moins exposées à la crise des « subprime » que d'autres centres financiers. En revanche, avec l'aggravation des turbulences en début d'année, il est possible que cette forte dynamique s'estompe au cours des prochains trimestres. L'activité économique se trouve dans la phase descendante du cycle et il serait normal que l'emploi emboîte également cette direction. La progression de

44 Selon les données de la comptabilité nationale, il semblerait qu'on aurait surestimé l'évolution des coûts salariaux dans l'exercice précédent. En revanche, il se pourrait aussi que les données de la comptabilité nationale soient prochainement revues à la hausse telle que cela a été également le cas l'année passée. La progression du coût salarial moyen en 2007 telle qu'elle ressort des données actuelles semble pour le moins timide à l'aune de la contribution de l'échelle mobile des salaires, de l'ajustement des salaires dans la fonction publique ainsi que du relèvement du salaire minimum.

**TABLEAU 27 :**  
**PROJECTIONS MACRO-ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES**  
**ET RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2007**  
**(EN % DE VARIATION ANNUEL, RESP. EN POINT**  
**DE POURCENTAGE)**

	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009
PIB réel	4,5	2,9-3,5	3,5-4,5	3,9-4,9	-0,5	-1,1	-0,5
IPCH	2,7	4,5	2,8	2,3	-	1,2	0,9
IPCH énergie	2,7	16,9	3,8	0,0	-	9,6	5,7
IPCH excluant l'énergie	2,7	2,8	2,6	2,7	-	-	0,1
IPCN	2,3	3,6	2,4	2,1	-	0,7	0,6
IPCN excluant l'énergie	2,3	2,4	2,2	2,4	0,1	0,2	0,3
Echelle mobile des salaires	2,3	2,1	2,5	4,2	-	-	-
Coût salarial moyen	3,5	3,4	3,7	5,4	-1,0	-0,2	-
Emploi salarié	4,4	3,1	2,5	2,7	-0,1	-0,5	-0,5
Taux de chômage	4,4	4,4	4,6	4,6	-0,1	-0,3	-0,1

Source : BCL

l'emploi domestique passerait ainsi en dessous de la barre des 3%, ce qui ne permettrait pas une baisse du taux de chômage. A moyen terme, le rebond de la croissance de l'emploi serait fort graduel, à l'instar de la reprise anticipée de l'activité économique.

Pour ce qui concerne les prix à la consommation, l'inflation globale s'était repliée en 2007 par rapport à 2006 dans un contexte de la stabilisation du prix moyen du pétrole exprimé en euros et d'une accélération de l'inflation à l'exclusion de l'énergie. Cette tendance favorable ne s'étalerait pas sur l'horizon de projection et l'inflation s'accélérait fortement en 2008, à des niveaux qui n'ont plus été observés depuis 1993. Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH s'accéléraient de respectivement 1,3pp et 1,6pp en 2008, pour atteindre respectivement 3,6% et 4,5% (voir aussi les projections d'inflation sous 1.2.1.1). Ces développements défavorables résultent d'une contribution très élevée des prix de l'énergie, elle-même attribuable à une envolée, en termes de moyennes annuelles, du prix du pétrole en euros. Mais, cet effet serait amplifié, malgré le ralentissement économique, d'une accélération de l'inflation à l'exclusion de l'énergie. Une inflation élevée des prix des services conjuguée aux effets dérivés de la hausse des prix alimentaires en seraient les principaux facteurs explicatifs. C'est uniquement à moyen terme qu'une décélération de l'inflation se dégage ; bien que conditionnelle à une stabilisation du prix du pétrole, l'inflation de l'IPCN ne baisserait pourtant guère en-dessous de 2%. La forte progression des salaires en 2010, dans le contexte de la réintroduction du mécanisme d'indexation des salaires, provoquerait une forte accélération des prix des services et donc de l'inflation à l'exclusion de l'énergie.

#### *Analyse des risques*

L'indicateur d'activité de la BCL intègre les informations provenant des données mensuelles déjà disponibles, au 4 juin, pour les deux premiers trimestres de l'année 2008.

Une centaine de séries sont utilisées pour la construction de l'indicateur. Parmi elles, au 4 juin 2008, 14 séries étaient disponibles jusqu'en mai 2008, 9 jusqu'en avril 2008 et 48 jusqu'en mars 2008. Autrement dit, pour environ 30% des séries utilisées dans la construction de l'indicateur, les données disponibles ne couvraient pas encore la totalité du premier trimestre 2008.

Sur la base de ces informations mensuelles, les résultats provisoires de l'indicateur suggèrent que la croissance au Luxembourg s'est maintenue à un rythme soutenu au premier semestre 2008 malgré le ralentissement mondial. Ainsi l'indicateur conduit - à ce stade - à privilégier la fourchette haute de nos projections pour la croissance économique.

### **1.2.11 Les finances publiques**

#### **1.2.11.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble**

L'année 2007 s'est caractérisée par trois jalons d'importance en matière de finances publiques. Premièrement, la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire, adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006. Les principales mesures consistaient en une augmentation de la pression fiscale et parafiscale, en une suspension de l'indexation des prestations familiales et en une modulation dans le temps de l'ajustement des pensions aux salaires réels. S'y ajoutaient en principe une pause dans la hausse des salaires dans la fonction publique ainsi qu'une plus grande maîtrise des dépenses d'investissement. Deuxièmement, la neuvième actualisation du programme de stabilité, publiée en octobre 2007, confirme la volonté de l'Etat de poursuivre une orientation rigoureuse de la politique budgétaire. Même en présence de surplus budgétaires, la croissance des dépenses courantes demeurerait modérée à l'aune de l'évolution observée ces dernières années. Troisièmement, la conjoncture macroéconomique très favorable, en particulier dans le secteur financier, a permis à l'Administration publique d'accumuler des revenus significatifs, lui permettant d'afficher un surplus de 3% du PIB en 2007. Un surplus d'une telle ampleur était pour le moins inattendu, comme le suggère le graphique ci-joint. Tout relâchement de la discipline budgétaire doit cependant être obligatoirement évité, comme le souligne un examen détaillé de l'évolution des principaux postes budgétaires.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le projet de budget 2008 a été adopté par la Chambre des Députés en décembre 2007. Il se caractérise par une nette décélération de la progression des dépenses par rapport à l'évolution observée ces dernières années. Celle-ci se limiterait à 5,3% en 2008. Les recettes connaîtraient un rythme de croissance supérieur à celui des dépenses, de sorte que le déficit de l'Etat central diminuerait de façon prononcée, passant de quelque 188 millions d'euros en 2007 à 20,5 l'année suivante. L'évolution des composantes est indiquée dans le tableau ci-dessous.

**TABLEAU 28 :**  
**ÉLÉMENTS SAILLANTS DU BUDGET 2008 DE L'ÉTAT CENTRAL (EN MILLIONS D'EUROS, SAUF MENTION CONTRAIRE)**

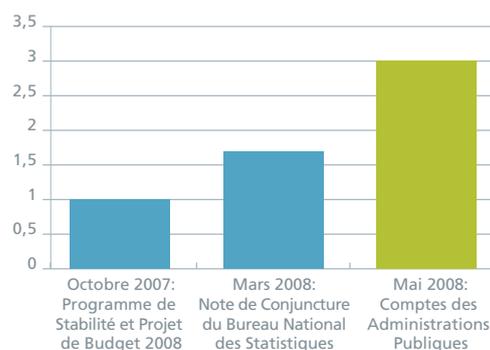
	Budget définitif 2007	Budget 2008 voté	Progression en termes nominaux
<b>Recettes</b>	<b>7841,7</b>	<b>8438,0</b>	<b>7,6%</b>
Recettes courantes	7761,0	8355,4	7,7%
Recettes en capital	80,7	82,6	2,4%
<b>Dépenses</b>	<b>8029,5</b>	<b>8458,5</b>	<b>5,3%</b>
Dépenses courantes	7239,6	7631,3	5,4%
Dépenses en capital	789,9	827,2	4,7%
<b>Solde</b>	<b>-187,8</b>	<b>-20,5</b>	<b>--</b>
dont solde courant	521,4	724,1	--
dont solde en capital	-709,2	-744,6	--

Source: Loi concernant le budget des recettes et de dépenses de l'Etat pour l'exercice 2008.

Ces chiffres doivent être interprétés avec prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extrabudgétaires en lieu et place des programmes de dépenses de ces mêmes fonds. De surcroît, le budget définitif 2007 constitue une base de comparaison assez inappropriée, car les réalisations budgétaires affichent une nette divergence par rapport aux budgets définitifs au Luxembourg. Lorsque ces deux inconvénients sont corrigés, il est à constater que les dépenses totales de l'Etat central consolidé s'accroissent de 11,1% sur la période de 2006-2008 – soit 5,5% par an en moyenne – sous l'effet d'une croissance très soutenue des dépenses programmées des fonds et de certains établissements publics. Les recettes de l'Etat central consolidé progresseraient quant à elles de 6,3% seulement au cours de la période de deux ans 2006-2008<sup>45</sup>.

45 Pour plus de détails sur la consolidation, voir Bulletin 2007/2 de la BCL.

**GRAPHIQUE 44 :**  
**RÉVISIONS SUCCESSIVES DE L'ESTIMATION DU SOLDE SEC 95 DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES RELATIF À 2007**



Sources: 9<sup>ième</sup> actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2008, Bureau National des Statistiques (STATEC).

## 1.2.11.2 Les recettes

Alors qu'il avait amorcé une remontée en 2005, après une période de trois années consécutives de déclin, le ratio des recettes au PIB a de nouveau affiché un sensible recul en 2006. Par contre, l'année 2007 se caractérise par une nouvelle hausse de ce ratio, qui s'est établi à 41,1% du PIB au lieu de 40,1% l'année précédente. Malgré cette augmentation, le ratio reste relativement faible comparé aux dix dernières années, en raison de la forte progression du PIB nominal enregistrée en 2006 et 2007. Selon les comptes nationaux publiés en mai 2008, le PIB nominal se serait en effet accru de quelque 7% en 2007, après une vive progression de 13% en 2006. Ceci a donné lieu à un effet de compression des ratios.

Exprimées en termes nominaux, les recettes des administrations publiques auraient en définitive fait preuve d'un exceptionnel dynamisme en 2007, n'étant pas loin de celui de 2005. Elles auraient en effet augmenté de 9,5%, soit bien davantage que les taux observés au début des années 2000. Cet accroissement soutenu s'inscrit par ailleurs dans le sillage d'une progression plus élevée en 2005 et 2006, de sorte que sur l'ensemble des trois dernières années les recettes totales des administrations publiques ont augmenté de 27,9%, reflétant en partie la forte croissance économique récente. Si la croissance des recettes enregistrée pendant la période 2005-2007 s'était limitée à la progression moyenne observée de 1995 à 2004 – soit 6,4% par an en termes nominaux – les recettes auraient à l'issue de 2007 été inférieures de quelque 2,8% du PIB à leur montant effectif. Se pose dès lors la question de la permanence de ce niveau élevé des recettes. Ceci d'autant plus que les récentes turbulences financières sont plus longues qu'anticipées, de sorte que les projections macroéconomiques pour les trois années à venir ont été revues à la baisse aussi bien par la BCL, que par d'autres organismes.

L'examen des principales composantes des recettes met en lumière l'incertitude des niveaux élevés des recettes. Comme l'indique le tableau ci-dessus, les impôts directs sur les sociétés, à savoir pour l'essentiel l'impôt sur le

revenu des collectivités, l'impôt commercial communal et l'impôt de solidarité sur le revenu des collectivités contribuent significativement à la croissance des recettes, avec une croissance en termes nominaux de respectivement 20%, 12% et 21% en 2007. Le montant nominal des impôts directs sur les sociétés a en effet accusé une croissance de 18% par rapport à 2006, ce qui donne lieu à une nette croissance en pourcentages du PIB. La taxe d'abonnement sur les titres de société a augmenté d'une manière exceptionnelle aussi.

Si l'année 2007 s'est avérée très positive, la crise du sub-prime immobilier américain et les turbulences consécutives sur les marchés financiers risquent d'avoir des conséquences négatives sur le secteur financier – notamment en ce qui concerne les impôts directs sur les sociétés – pendant la période de projection. Les premières indications fournies par les flux de recettes de l'Etat central observées depuis le début de l'année 2008 suggèrent que le ralentissement économique n'aura guère d'impact très significatif sur les impôts directs de l'Etat, aussi parce l'Etat fera probablement prioritairement appel aux grandes sociétés afin de les inciter à régler leurs arriérés d'impôts – comme cela s'est déjà vu dans le passé. Ceci permettra d'atténuer l'impact du ralentissement. Dans ces circonstances, les projections de la BCL ne tablent qu'un léger recul du ratio des impôts à charge des sociétés en 2008 et prévoient une faible

**TABLEAU 29 :**  
**RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
**(EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)** .....

	Données officielles mai 2008						Projections BCL juin 2008		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Impôts directs	15,3	14,7	13,0	13,7	13,0	13,5	13,5	13,6	13,9
dont à charge des ménages	7,2	7,3	7,3	7,9	8,1	8,0	8,1	8,2	8,4
dont à charge des sociétés	8,0	7,4	5,7	5,8	5,0	5,5	5,4	5,4	5,5
Impôts indirects	13,0	12,6	13,5	13,4	12,8	13,0	12,7	12,4	12,1
Cotisations sociales	11,8	11,7	11,6	11,4	10,8	11,1	11,3	10,9	10,9
Autres recettes	3,9	3,6	3,4	3,3	3,5	3,6	3,4	3,4	3,4
<b>Recettes totales</b>	<b>43,9</b>	<b>42,6</b>	<b>41,5</b>	<b>41,8</b>	<b>40,1</b>	<b>41,1</b>	<b>40,9</b>	<b>40,3</b>	<b>40,4</b>
<b>Croissance nominale des recettes totales (%)</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>10,3</b>	<b>8,1</b>	<b>9,5</b>	<b>4,0</b>	<b>5,2</b>	<b>7,3</b>

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

reprise en 2010. Il restera stable en 2009. Il importe de noter que ces projections supposent le maintien des taux d'imposition à leur niveau, sauf le taux de droit d'apport qui continuera à baisser progressivement, pour disparaître complètement en 2010.

Les impôts directs à charge des ménages continuent à faire preuve d'un dynamisme certain en 2007. Leur rythme de progression s'est en effet établi à près de 6,2%, ce qui est inférieur à la croissance soutenue du PIB nominal, avec à la clef une légère baisse du ratio afférent. L'impôt sur les traitements et salaires a favorisé ce dynamisme, en progressant de près de 15% en termes nominaux en 2007. En 2008, l'introduction de l'indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires continuera à réduire les recettes, mais l'effet de l'accroissement significatif de la masse salariale dominera. Le ratio relatif aux impôts directs à charge des ménages fera preuve d'une grande stabilité en 2009 et accroit légèrement en 2010. Une composante pourtant nettement moins importante des impôts directs, à savoir le revenu occasionné par le prélèvement libératoire national sur les intérêts, a également alimenté la hausse soutenue des impôts directs sur les ménages.

Les impôts indirects ont progressé de quelque 9% en termes nominaux en 2007, ce qui reflète en particulier une forte augmentation des recettes en provenance de la taxe sur la valeur ajoutée qui elle-même reflète la conjoncture économique très favorable en 2007.

Les cotisations sociales ont suivi la même tendance que les impôts indirects, avec une progression de 9,5% en termes nominaux en 2007, s'expliquant principalement par une croissance soutenue de la masse salariale au Luxembourg. En 2008, les cotisations sociales ne vont croître que de 6,6% en termes nominaux. La croissance du PIB nominal en 2008 sera inférieure à cette dernière, d'où un léger fléchissement du ratio correspondant. En 2009, le ratio des cotisations sociales au PIB décroîtra à raison de 0,4% du PIB suite à l'introduction du statut unique (adopté par la Chambre des Députés fin avril 2008), tandis qu'il restera stable en 2010.

Au total, le ratio des recettes déclinera en 2008 et 2009 avant de se stabiliser en 2010. Ces projections restent tout de même entachées d'une grande marge d'incer-

titude. Elles entérinent en effet dans une large mesure, le niveau élevé des recettes observé en 2007, dans un contexte macroéconomique et financier très incertain. Les récentes turbulences sur les marchés financiers, l'inflation élevée et la revue à la baisse de la croissance du PIB mondial sont des facteurs de risque. De plus, la pérennité des recettes additionnelles engrangées au cours des trois dernières années pourrait s'avérer moins assurée que ne le présupposent les projections.

## 1.2.11.3 Les dépenses

L'année 2007 s'est caractérisée par une continuation de la contraction du ratio des dépenses au PIB. Celui-ci est en effet passé de 38,8% du PIB en 2006 à 38,2% du PIB en 2007, soit un chiffre en deçà de la moyenne des cinq dernières années, à savoir 41,5% du PIB. Comme expliqué ci-dessus sur le versant des recettes, le PIB nominal a cependant enregistré une progression de plus de 7% en 2007, ce qui tronque quelque peu l'analyse des ratios. Bien qu'en nette décélération par rapport à la période 2002-2005, la croissance nominale des dépenses s'est accrue de 5% en 2007 par rapport à 2006. Ce dernier taux semble relativement faible par rapport à la moyenne observée au cours des cinq dernières années, mais il reste conséquent par rapport aux taux observés dans les pays voisins.

Les projections laissent augurer une nouvelle augmentation du ratio des dépenses en 2008, qui se stabilisera en 2009 et 2010. L'augmentation de 2008 est principalement due à l'accroissement des transferts sociaux, à la faveur notamment de l'entrée en vigueur du bonus pour enfants. Le ratio se maintiendra à ce niveau en 2009 en dépit de la baisse des dépenses de santé en espèces consécutive à l'entrée en vigueur du statut unique, principalement en raison de l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels, de l'impact escompté des accords salariaux dans la fonction publique et de la forte progression des dépenses du Fonds de financement des mécanismes de Kyoto. La stabilisation du ratio continuera en 2010. Les projections aboutissent à une légère augmentation du ratio d'investissements publics en 2008, qui restera ensuite stable pour le reste de la période, en se situant à 4% du PIB.

**TABLEAU 30 :**  
**DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
**(EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)**

	Données officielles mai 2008						Projections BCL juin 2008		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Transferts sociaux	20,3	20,9	21,1	20,7	19,4	19,0	20,1	19,9	19,9
Investissements publics	4,9	4,6	4,3	4,5	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0
Dépenses de consommation <sup>1</sup>	11,5	11,4	11,5	11,4	10,4	10,4	10,6	10,6	10,7
Subsides <sup>2</sup>	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Autres dépenses	3,4	3,5	4,2	3,6	3,8	3,3	3,7	3,7	3,7
<b>Dépenses totales</b>	<b>41,8</b>	<b>42,1</b>	<b>42,7</b>	<b>42,0</b>	<b>38,8</b>	<b>38,2</b>	<b>40,1</b>	<b>39,9</b>	<b>39,9</b>
<b>Croissance nominale des dépenses totales (%)</b>	<b>15,3</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>7,4</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>9,9</b>	<b>6,2</b>	<b>7,2</b>

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL

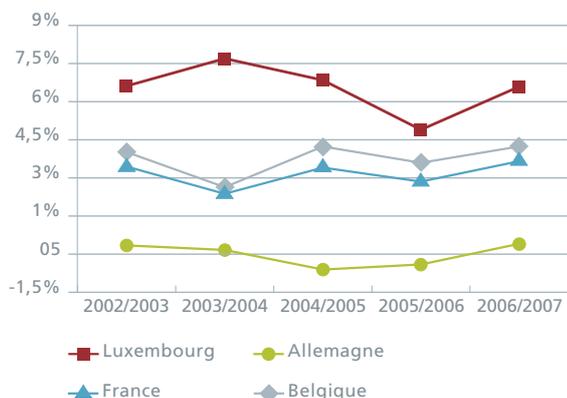
1 Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

2 A l'exclusion des transferts en capital

Le ratio des dépenses de consommation au PIB est resté stable en 2007, et a augmenté à raison de 0,2% du PIB en 2008. Il se stabiliserait en 2009 et 2010.

Il convient de noter que la croissance nominale de la rémunération des salariés (uniquement agents publics) en termes nominaux s'est établie à 6,6% en 2007, ce qui constitue un rythme d'augmentation soutenu par rapport au taux observé dans les trois pays voisins. L'évolution de la rémunération des salariés au cours de la période 2002-2007 est reprise dans le graphique ci-dessous pour le Luxembourg et les trois pays limitrophes.

**GRAPHIQUE 45 :**  
**PROGRESSION DE LA RÉMUNÉRATION DES SALARIÉS DU SECTEUR PUBLIC EN TERMES NOMINAUX (2002-2007)**



Sources : STATEC, calculs BCL.

La croissance nominale des dépenses totales en 2007, se situant à 5%, reste relativement faible par rapport à l'évolution observée durant les cinq dernières années. Une telle évolution suppose une certaine maîtrise des dépenses, qui s'inscrit dans la droite ligne des mesures annoncées par le gouvernement en avril 2006. Pour la période de projection, 2008 reste l'année où la croissance nominale des dépenses totales progresse considérablement, pour atteindre un taux de 9,9%, principalement expliqué par l'introduction du bonus pour enfant. La croissance des dépenses se stabilisera autour de 6,7% en moyenne pour la période 2009-2010. Une consolidation continue de la croissance des dépenses est requise, afin de diminuer l'incertitude qui pèse sur les recettes futures.

En outre, la décélération de la progression des dépenses en 2007 est partiellement imputable à la baisse des transferts sociaux due au gel de l'indexation des prestations familiales et à l'effet de la modulation de l'indexation sur les salaires et des pensions.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.11.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale

Les soldes des administrations publiques résultent évidemment de la différence entre les ratios de recettes et de dépenses décrits supra. Après une période de détérioration du solde budgétaire, les années 2006 et 2007 ont de nouveau vu l'émergence d'un surplus, à la faveur notamment de la conjoncture économique très favorable, d'une excellente performance du secteur financier ainsi que de la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006.

Les soldes effectifs escomptés par la BCL sont plus favorables que ceux qui résultaient des projections de décembre 2007. La Banque centrale tablait alors sur un surplus de 1,3% du PIB en 2007, alors que cet exercice s'est en définitive soldé par un surplus de 3% du PIB. Cette divergence de 1,7% du PIB appelle deux remarques. D'une part, la BCL prévoyait pour 2007 des soldes plus favorables que la plupart des autres institutions, y compris l'Etat luxembourgeois dans la 8ème actualisation du Programme de stabilité. L'évolution ultérieure a conforté ce relatif optimisme. D'autre part, l'écart de 1,7% du PIB s'explique par deux facteurs. Premièrement, les projections de décembre 2007 ne pouvaient prendre la pleine mesure de la persistance de la conjoncture favorable survenue en 2007, le taux de croissance en volume du PIB ayant atteint 4,6%. Deuxièmement, les projections de finances publiques effectuées pour l'année 2007 en décembre 2007 avaient pour point d'amorçage les agrégats de finances publiques relatifs à l'année précédente, soit 2006, tels qu'ils figuraient dans les comptes officiels des administrations publiques établis en automne 2007. Or ces derniers estimaient alors le surplus des administrations publiques à 0,7% du PIB pour l'année 2006, alors que le surplus correspondant réestimé par les autorités statistiques en avril 2008 était de 1,3% du PIB. Comme nous l'avons indiqué de nombreuses fois dans nos précédentes publications, le Luxembourg figure parmi les pays qui procèdent à la plus forte révision de l'estimation du solde budgétaire dans la zone euro. Cette instabilité des statistiques officielles, qui est en partie imputable à la petite taille du Luxembourg, complique grandement tout exercice de projection.

Lorsque nous procédons à l'analyse de l'évolution des soldes budgétaires année par année, nous constatons que l'année 2007 peut être considérée comme une année exceptionnelle, affichant un surplus budgétaire de 3% du PIB. Après un surplus de l'ordre de 1,3% du PIB en 2006, l'ampleur du surplus 2007 était complètement inattendue. Parmi les sous-secteurs de l'Administration publique, s'est l'Etat central ainsi que la sécurité sociale qui ont contribué le plus à l'amélioration du ratio au PIB avec une amélioration respectivement de 1,3% et 0,6% du PIB. Le solde de l'Etat central est de ce fait positif à raison de 0,6% du PIB et ce pour la première fois depuis 2001.

Par contre, l'année 2008 se caractériserait par un coup d'arrêt au processus de consolidation budgétaire amorcé en 2005. Le surplus des Administrations publiques passerait en effet de 3% du PIB en 2007 à 0,8% du PIB en 2008 sous l'effet déterminant des mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2008. Il s'agit de l'instauration d'un bonus pour enfants en lieu et place des réductions d'impôt pour enfants, de l'indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires et de la diminution de 1% à 0,5% du taux du droit d'apport. Par ailleurs, l'Administration centrale afficherait de nouveau un déficit en 2008, à raison de 1,1% du PIB. Comme l'indique le tableau et le graphique ci-joints, la dégradation de la situation budgétaire est dans une large mesure imputable à l'Etat central défini au sens large, c'est-à-dire après consolidation avec les opérations des fonds spéciaux et de certains établissements publics de l'Etat central au sens strict (optique budgétaire traditionnelle). Tant le Programme de Stabilité que les projections de la BCL laissent augurer la persistance d'importants déficits de l'Etat central au cours des prochaines années.

Pour 2009, une détérioration du surplus des administrations publiques par rapport à 2008 se dessine également, puisque cet excédent passerait de 0,8% à 0,4% du PIB. Cette détérioration est notamment liée d'une part au ralentissement de la conjoncture économique, et d'autre part, à l'introduction du statut unique pour les salariés du secteur privé, qui a été adopté par la Chambre de Députés en avril 2008 et qui deviendra effectif à partir de 1<sup>er</sup> janvier 2009. Cette réforme comporte notamment la prolongation du salaire pour cause de maladie et une modification du régime des heures supplémentaires. Pour 2010, aucune nouvelle

**TABLEAU 31 :**  
**SOLDES BUDGÉTAIRES DE L'ADMINISTRATION**  
**PUBLIQUE ET DE SES SOUS-SECTEURS**  
**(EN % DU PIB SAUF MENTION CONTRAIRE)**

	Soldes effectifs (Capacité (+) ou besoin (-) de financement)								
	Données officielles mai 2008						Projections BCL juin 2008		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Ensemble des administrations publiques</b>	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	3,0	0,8	0,4	0,5
dont Etat central	-0,4	-1,2	-2,6	-1,3	-0,7	0,6	-1,1	-1,1	-0,9
dont communes	0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
dont sécurité sociale	2,4	1,8	1,5	1,5	1,8	2,4	1,9	1,7	1,6
<b>Programme de stabilité</b>	--	--	--	--	0,7	1,0	0,8	1,0	1,2
<b>Pour mémoire: projections de la BCL de décembre 2007</b>	--	--	--	--	0,7	1,3	0,9	0,6	--
	Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques								
<b>Estimation de juin 2008 de la BCL<sup>1</sup></b>	1,4	0,5	-0,6	0,3	1,8	2,6	1,0	0,6	0,6
<b>Estimation Programme de Stabilité Octobre 2007</b>					1,1	0,8	0,7	0,6	1,1

Sources: IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL

1 Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.

mesure significative et chiffrée n'a été annoncée par le Gouvernement à ce jour. Le surplus budgétaire resterait stable et positif, affichant 0,5% du PIB en 2010.

Le 22 mai 2008, le Premier ministre a tenu à la Chambre des Députés le discours sur l'état de la Nation, en présentant la situation économique, sociale et financière du pays. Aucune mesure concrète et chiffrée, qui pourrait avoir un impact significatif sur les finances de l'Etat, n'a été présentée pour 2010.

Par contre plusieurs mesures ont été annoncées pour 2009, à savoir:

- l'indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires;
- la transformation de l'abattement compensatoire pour salarié, de l'abattement de retraite et de l'abattement monoparental en crédit d'impôt;
- l'abaissement graduel à 25,5% du taux d'imposition des entreprises;
- l'abattement sur la taxe des véhicules automoteurs pour familles nombreuses;

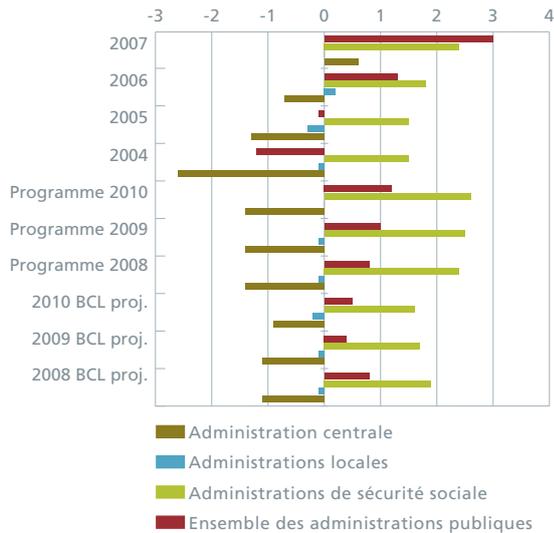
- l'augmentation du salaire minimum garanti;
- l'ajustement régulier des rentes et pensions;
- l'abattement sur la taxe des véhicules automoteurs pour familles nombreuses;
- et, l'introduction des chèques « Services » pour familles avec enfants.

Ces mesures auront un impact sur le solde budgétaire en 2009, et par conséquent en 2010. Selon les premières estimations de la BCL, qui se bornent essentiellement à l'impact de l'adaptation partielle du barème d'impôt par rapport à l'inflation, l'effet négatif se situera entre 0,2% à 0,3% du PIB en 2009 et 2010. Les projections de la BCL présentées ci-dessus n'incluent pas cette estimation.

En ce qui concerne l'indexation automatique des salaires, modérée dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006, elle devrait de nouveau fonctionner intégralement à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2010, à condition que la situation économique du pays le permette a précisé le Premier ministre.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 46 :**  
**CAPACITÉS (+) ET BESOINS DE FINANCEMENT (-)**  
**DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET DE LEURS**  
**SOUS-SECTEURS (EN % DU PIB)**



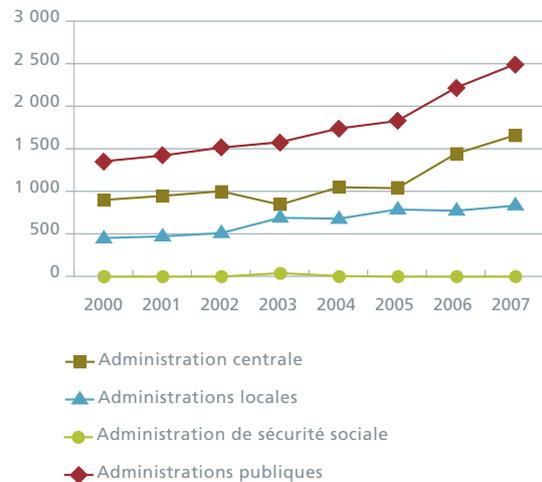
Sources: STATEC, 9<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, projections printemps 2008 de la BCL

Le solde effectif projeté par la BCL se compare favorablement aux objectifs repris dans la 9<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité pour 2008 en raison notamment d'une révision significative de l'estimation du solde relatif à 2007. Pour 2009 et 2010 les projections de la BCL sont plus pessimistes, à cause notamment de l'impact du statut unique introduit en 2009, ainsi qu'à la conjoncture économique moins favorable. Du fait de l'utilisation de méthodes différentes, le solde budgétaire ajusté de la conjoncture projeté par la BCL pour 2010 est quant à lui moins favorable que le solde ajusté prévu au programme de stabilité (voir le tableau ci-dessus). S'il excède certes l'objectif à moyen terme (OMT) défini dès la septième actualisation du programme, soit un déficit structurel de 0,8% du PIB, il convient de mettre en exergue que le niveau de cet OMT n'est pas compatible avec une soutenabilité à terme des finances publiques en raison des défis en matière de financement du système de pensions qui attendent le Luxembourg.

Le niveau de la dette publique de Luxembourg reste parmi les plus faibles de l'Europe, avec un taux de 6,8% du PIB en 2007 mais a tendance à l'accroissement, et c'est l'administration centrale qui contribue le plus

à cette évolution. Les projections de la BCL prévoient la poursuite de cette croissance pour les trois années à venir, la dette publique projetée s'établissant à 7,7% du PIB en 2010. Même si elle affiche un niveau très faible à l'aune des autres pays européens, la vigilance est de mise et ceci principalement à cause de la situation budgétaire du régime général de pension, qui risque de lourdement grever la situation budgétaire de l'Etat si aucune réforme d'ampleur n'est adoptée dans un futur proche. La BCL, ainsi que d'autres institutions internationales et plus particulièrement la Commission européenne, a mis en exergue à plusieurs reprises la gravité de la situation.

**GRAPHIQUE 47 :**  
**CONTRIBUTION DES SOUS-SECTEURS DES AD-**  
**MINISTRATIONS PUBLIQUES À LA DETTE PU-**  
**BLIQUE CONSOLIDÉE (EN MILLIONS D'EUROS)**



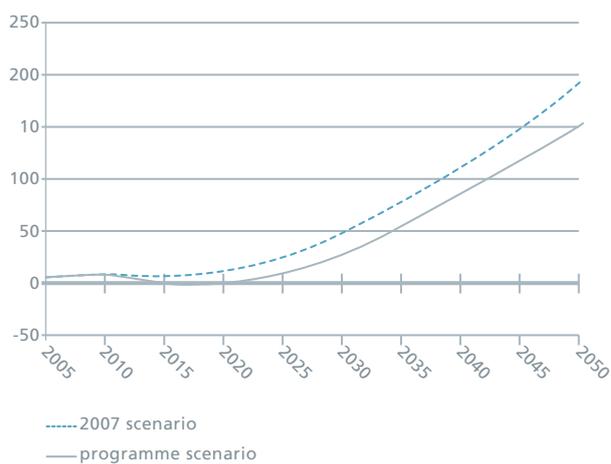
Source : STATEC.

En effet, la Commission a projeté l'évolution de la dette publique de l'ensemble des Administrations publiques jusqu'en 2050, à travers deux scénarios.

Le premier scénario (scénario 2007), suppose que le solde structurel primaire hors impact du vieillissement va se maintenir tout au long de l'horizon de projection au niveau atteint en 2007. Le second (scénario programme), suppose quant à lui que les objectifs budgétaires du Programme de Stabilité

seront respectés. Dans les deux cas, les simulations prennent en compte l'augmentation des dépenses des administrations publiques imputable au vieillissement, cet accroissement étant estimé à quelque 8,2% du PIB de 2010 à 2050. L'impact estimé du vieillissement induirait une hausse spectaculaire du ratio d'endettement des administrations publiques, comme l'indique clairement le graphique ci-dessous. Le ratio de la dette publique au PIB dépasserait le seuil de 60% vers le milieu des années 2030<sup>46</sup>.

**GRAPHIQUE 48 :**  
**EVOLUTION DE LA DETTE DES ADMINISTRATION PUBLIQUES SOUS DEUX SCÉNARIOS**



46 Commission européenne (2008), *Evaluation de la 9<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg*, pp.36-37.

Source : Commission européenne (2008), *Evaluation de la 9<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg*, p.36.

