

RAPPORT ANNUEL 2008



© Banque centrale du Luxembourg, 2009
Achévé de rédiger début juin 2009.

*Les photocopies à usage éducatif et non-commerical sont autorisées
à condition que la source soit citée.*

*Banque centrale du Luxembourg
2, boulevard Royal - L-2983 Luxembourg
Téléphone : (+352) 4774 - 1
Télécopie : (+352) 4774 - 4910
Internet : www.bcl.lu
E-mail : sg@bcl.lu*

Table des matières

Mot du Président

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	14
1.1.2	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.1.3	Les marchés boursiers	18
1.1.4	Les taux de change de l'euro	20
1.1.5	Les prix à la consommation	22
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	24
1.1.7	Le commerce extérieur	27
1.1.8	La balance des paiements	29

1.2 La situation économique au Luxembourg 32

1.2.1	Les prix et les coûts	32
1.2.1.1	Les prix à la consommation	32
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	39
1.2.1.3	Les prix à la construction	40
1.2.2	Les activités sectorielles	45
1.2.2.1	Industrie	45
1.2.2.2	Construction	46
1.2.2.3	Commerce et autres secteurs	47
1.2.3	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	48
1.2.4	La croissance économique	50
1.2.5	Le secteur financier	55
1.2.5.1	Le bilan des établissements de crédit	55
1.2.5.2	Les taux d'intérêt des banques	57
1.2.5.3	L'emploi dans les banques	61
1.2.5.4	L'évolution des comptes de profits et pertes	62
1.2.5.5	Les organismes de placement collectif	67
1.2.5.6	Les OPC monétaires	70
1.2.6	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	70
1.2.7	L'activité boursière au Luxembourg	77
1.2.8	Le marché du travail	79
1.2.8.1	L'emploi	79
1.2.8.2	Le chômage	82
1.2.8.3	Les coûts salariaux	84
1.2.9	Le commerce extérieur	85
1.2.10	La balance des paiements	87
1.2.10.1	Compte courant	87
1.2.10.2	Compte financier	88

1.2.11	Les projections macroéconomiques	90
1.2.12	Les finances publiques	99
	1.2.12.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble	99
	1.2.12.2 Les recettes	101
	1.2.12.3 Les dépenses	103
	1.2.12.4 Les capacités ou besoins de financement et la dette publique	106
	1.2.12.5 Les finances publiques luxembourgeoises : état des lieux et perspectives	114
	1.2.12.5.1 Introduction	114
	1.2.12.5.2 Les finances publiques luxembourgeoises : état des lieux	114
	1.2.12.5.3 Les finances publiques luxembourgeoises : perspectives	119
1.3	Dix ans d'union monétaire dans une perspective luxembourgeoise	136
1.3.1	L'UEM	138
1.3.2	La politique monétaire contribue à ancrer l'inflation	139
1.3.3	... et à stabiliser les taux d'intérêts	141
1.3.4	Intégration des marchés de biens et services	146
1.3.5	Intégration des marchés financiers	150
1.3.6	Une forte augmentation de l'activité et de l'emploi	153
1.3.7	Un meilleur encadrement des finances publiques	157
1.3.8	Crise économique et financière	159
1.3.9	Les défis	161
	1.3.9.1 Finances publiques	161
	1.3.9.2 Amélioration de la compétitivité de l'économie	163
	1.3.9.3 La diversification économique	164
	1.3.9.4 Des taux de participation au marché du travail plus élevés	166
2.	LES OPÉRATIONS DE LA BCL	
2.1	Les opérations de politique monétaire	170
2.1.1	Les opérations d' <i>open market</i>	171
	2.1.1.1 Les opérations principales de refinancement (OPR) en 2008	171
	2.1.1.2 Opérations de refinancement à plus long terme (ORLT) en 2008	172
	2.1.1.3 Opérations de réglage fin en 2008	174
2.1.2	Facilités permanentes	174
2.1.3	Réserves obligatoires	174
2.1.4	Adjudications temporaires de devises	175
2.2	La gestion des réserves de change par la BCL	176
2.3	La gestion des avoirs de la BCL	176
2.3.1	Structure institutionnelle	176
2.3.2	Contrôle des risques	176
2.3.3	Cadre conceptuel	176
2.3.4	Structure des portefeuilles	177
2.4	Les billets de banque et la circulation des signes monétaires	178

2.4.1	L'évolution de la circulation des signes monétaires	178
	2.4.1.1 Les signes monétaires en euros	178
	2.4.1.2 Les signes monétaires en francs luxembourgeois	180
2.4.2	La gestion des signes monétaires	180
2.4.3	Les émissions numismatiques	181
2.5	Les développements dans le domaine statistique	184
2.5.1	Les statistiques bancaires et monétaires	184
2.5.2	Les statistiques extérieures	184
2.5.3	Les statistiques économiques et financières	184
2.5.4	Les autres statistiques	184
2.6	Les systèmes de paiement et de règlement-titres	185
2.6.1	Le système de règlement brut en temps réel	185
	2.6.1.1 L'activité de TARGET2-LU au cours de l'année 2008	185
2.6.2	Le système de compensation interbancaire servant le marché luxembourgeois	188
2.6.3	Le régime général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème	190
	2.6.3.1 La liste des actifs éligibles	190
	2.6.3.2 L'utilisation des systèmes de règlement de titres	191
2.6.4	Le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)	192
2.6.5	La future gestion des garanties par l'Eurosystème	193
2.7	La stabilité financière	194
2.7.1	La surveillance macro-prudentielle et la surveillance des liquidités	194
2.7.2	La surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres	195

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

3.1	L'activité au niveau du Fonds monétaire international (FMI) et d'autres organisations internationales	200
3.2	L'activité au niveau européen	200
3.2.1	Les activités au niveau de la BCE	201
3.2.2	Le Traité de Lisbonne et l'élargissement de la zone euro	201
3.2.3	Le Comité économique et financier (CEF)	201
3.2.4	Le comité des Statistiques monétaires, financières et de balance des paiements	202
3.3	L'activité au niveau national	202
3.3.1	L'actualité législative	202
	3.3.1.1 Révision de la loi organique de la BCL	202
	3.3.1.2 La loi du 3 juillet 2008	207
	3.3.1.3 Législation ayant trait à la crise du secteur financier	207
	3.3.1.4 Taux de l'intérêt légal	208
	3.3.1.5 Evolution en matière d'actifs éligibles	208

	3.3.1.5.1	Modifications permanentes décidées en 2008	208
	3.3.1.5.2	Modifications temporaires décidées en 2008	209
	3.3.1.6	Divers	210
3.3.2		Les comités externes	211
	3.3.2.1	Le Comité de conjoncture	211
	3.3.2.2	La Commission de l'indice des prix à la consommation	211
	3.3.2.3	Le Comité comptabilité bancaire	211
	3.3.2.4	Le Conseil supérieur de la statistique	211
	3.3.2.5	XRBL Luxembourg	212
3.3.3.		Les Comités BCL	212
	3.3.3.1	Le Comité Statistique	212
	3.3.3.2	La Commission consultative statistiques monétaires et financières (CCSMF)	212
	3.3.3.3	La Commission consultative balance des paiements (CCBDP)	212
	3.3.3.4	La Commission consultative statistiques économiques et financières	212
	3.3.3.5	Le comité des juristes	212
	3.3.3.6	Le comité des opérations de marché	212
3.3.4		Le programme de recherche de la BCL	213
3.3.5		Les actions de formation externe de la BCL	213
3.3.6		Les manifestations extérieures	214
	3.3.6.1	Conférences et réunions internationales	214
	3.3.6.2	Relations bilatérales	215
	3.3.6.3	Relations avec le Parlement	216
3.4		La Communication de la BCL	216
3.4.1		Les rapports annuels	216
3.4.2		Les bulletins périodiques	216
3.4.3		Les cahiers d'études	216
3.4.4		Le site Internet de la BCL	217
3.4.5		La bibliothèque	217
3.4.6.		Relations avec la presse	217

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4.1	Les organes de la BCL	220
4.1.1	Le Conseil	220
4.1.2	La Direction	220
4.2	Gouvernement d'entreprise	222
4.2.1	Le contrôle interne	222
4.2.2	Le contrôle externe	223
4.2.3	Le code de Déontologie	223
4.2.4	L'Eurosystem Procurement Co-ordination Office (EPCO)	223
4.3	Le personnel de la BCL	223
4.3.1	L'évolution des effectifs	224

4.3.2	La gestion des ressources humaines	226
4.3.3	La formation du personnel	226
4.3.4	Le Fonds de pension de la BCL	227
4.4	Les immeubles et l'intendance	227
4.5	Les finances internes	227
4.6	Le budget	228
4.7	Les activités d'Audit interne	229
4.8	Les comptes financiers au 31 décembre 2008	230
4.8.1	Les chiffres-clés à la clôture du bilan	230
4.8.2	Le rapport du Réviseur d'entreprises	231
4.8.3	Le bilan au 31 décembre 2008	232
4.8.4	Le hors-bilan au 31 décembre 2008	234
4.8.5	Les comptes de profit et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2008	234
4.8.6	L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2008	235

5 Annexes

5.1	Liste des circulaires de la BCL publiées en 2008	254
5.2	Liste des règlements de la BCL publiées en 2008	254
5.3	Liste des publications de la BCL publiées en 2008	254
5.4	Publications de la Banque centrale européenne	255
5.5	Statistiques monétaires, économiques et financières de la BCL	256
5.6	Liste des abréviations	258
5.7	Glossaire	259

Liste des encadrés du rapport annuel

Compétitivité prix/coûts – impact de la crise et perspectives 2009-2011	41
Croissance potentielle – quel est l'impact de la crise ?	52
Le financement du logement au Luxembourg	74
Démographie, pensions et réformes structurelles	130
Les notions de cours légal et de liberté contractuelle	182

Mot du Président



En 2008, le Luxembourg a été touché par la crise financière et économique mondiale ; les turbulences financières apparues dès août 2007 sur le marché des crédits hypothécaires américains ont progressivement affecté l'Europe puis les pays émergents, se propageant du secteur financier à l'ensemble de l'économie réelle. Les projections macroéconomiques de la BCL et d'autres institutions nationales et supranationales (FMI, Commission européenne) pour le Luxembourg ont été plusieurs fois revues à la baisse. Il s'agit d'un recul historique qui figure de surcroît parmi les plus marqués au sein de l'Union européenne.

Cette crise contraste avec la décennie qui a suivi l'introduction de l'euro, durant laquelle le Luxembourg a connu une augmentation soutenue de l'activité et de l'emploi. La monnaie unique y a contribué et continue de comporter de nombreux avantages, tant pour la zone euro que pour le Luxembourg, en permettant notamment d'atténuer l'impact de la crise. En son absence, l'Europe aurait dû faire face à des mouvements désordonnés des cours de change intra-européens et des taux d'intérêt, comme en témoignent des épisodes tels que la crise du Système monétaire européen en 1992-1993. Cette volatilité aurait encore exacerbé le poids de la crise.

Un autre avantage de l'euro est l'implication de la banque centrale luxembourgeoise dans la politique monétaire. La mise en place de la BCL a par ailleurs constitué pour l'économie luxembourgeoise un atout majeur, du fait notamment de la grande proximité entre la BCL et divers acteurs nationaux et européens de premier plan.

Une politique monétaire assise sur des règles claires et permettant de ce fait de mieux ancrer les anticipations inflationnistes constitue un autre avantage notable de l'euro. Cette politique a permis de stabiliser et de contenir l'inflation au sein de la zone euro. Cependant, le Luxembourg a affiché une inflation tendancielle plus élevée que dans le reste de la zone euro ; sa compétitivité coûts-salaires a notamment évolué de façon insoutenable dans une union monétaire.

L'euro a aussi facilité une meilleure intégration à l'échelle européenne des marchés des biens et services et des marchés financiers. Il en a résulté des avantages significatifs pour une petite économie ouverte telle que le Luxembourg.

La BCL, quant à elle, a été confrontée dès sa création à un triple défi : celui de se positionner dans le paysage institutionnel national, en tant qu'organisation ancrée dans l'intégration européenne et constitutionnellement indépendante du pouvoir national ; celui de s'affirmer au niveau européen, face à une couverture financière relativement faible et des effectifs réduits ; et celui d'assurer une gestion humaine et financière optimale, au regard de ses missions européennes et des évolutions internationales. A ce triple défi s'est ajouté en 2008 celui de faire face à la crise financière et économique mondiale.

Confronté dans un premier temps à des poussées inflationnistes, le Conseil des gouverneurs a augmenté en juillet 2008 son principal taux directeur de 25 points de base. En octobre, néanmoins, dans un contexte d'accroissement des incertitudes et de réduction des tensions inflationnistes, il a décidé, en concertation avec d'autres grandes banques centrales, d'abaisser son principal taux directeur. Entre fin septembre 2008 et mai 2009, les taux directeurs de l'Eurosystème ont été abaissés de 325 points de base au total, représentant la variation la plus forte enregistrée depuis la création de l'Eurosystème. Pour remédier à l'assèchement du marché interbancaire, le Conseil des gouverneurs a également adopté en fin d'année de nouvelles mesures de gestion de la liquidité. Parmi celles-ci, on distingue notamment une procédure d'appel d'offres à taux fixe servant la totalité des soumissions, et un assouplissement des règles applicables à l'éligibilité des garanties apportées par les contreparties, associé à un renforcement des mesures de contrôle des risques. En mai 2009, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre en œuvre temporairement plusieurs mesures non conventionnelles de politique monétaire : l'octroi à la Banque européenne d'investissement d'un accès aux opérations

de politique monétaire à l'intervention de la BCL, la conduite d'opérations de refinancement à plus long terme avec une maturité d'un an, ainsi qu'un programme d'achat d'obligations sécurisées.

Après un déclin de 4,5% du PIB réel au quatrième trimestre 2008, le Luxembourg est confronté pour 2009 à un acquis de contraction (résultant d'un effet de base négatif) de 3,5%. A cela s'est ajoutée une poursuite du déclin de l'activité au cours du premier trimestre de 2009. La production industrielle aurait durant ce trimestre enregistré une diminution de 7,4%. Le secteur financier a également subi un recul, moins prononcé cependant qu'au cours du trimestre précédent. En témoigne par exemple une meilleure résistance de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif, dont la diminution s'est limitée à 4% au premier trimestre alors que le recul avait atteint 14% au cours du dernier trimestre 2008.

Les premiers signes d'une stabilisation économique, certes à un niveau assez bas, ont émergé au cours du deuxième trimestre de 2009. D'une part, les marchés boursiers ont bénéficié d'un certain rebond. D'autre part, divers indicateurs issus d'enquêtes de conjoncture se sont consolidés, certains d'entre eux repartant même à la hausse.

Pour l'année 2009 dans son ensemble, la BCL escompte un taux de croissance situé entre -5,0% et -4,4%, qui reflète notamment l'important acquis de contraction. Le PIB en volume devrait stagner en 2010 et enregistrer une progression comprise entre 1,4% et 3% en 2011, ce qui paraît faible à l'aune des taux de croissance observés au Luxembourg au cours des deux dernières décennies. Se pose dès lors la question de l'impact de la crise non seulement sur le présent niveau du PIB, mais plus fondamentalement sur le taux de croissance potentiel de notre économie. Une croissance potentielle plus basse compliquerait singulièrement le financement de prestations sociales élevées et obligerait le Luxembourg à accorder encore plus d'attention au maintien de sa compétitivité.

La croissance potentielle pourrait au demeurant être négativement affectée par divers facteurs de risque propres à la place financière. En particulier, les restructurations bancaires requises dans un certain nombre de pays limitrophes ne resteront pas sans conséquences au Luxembourg. En outre, la productivité dans le secteur bancaire pourrait être durablement affectée par la crise. Or l'économie luxembourgeoise repose dans une large mesure sur ce secteur.

Comme à l'accoutumée, le marché du travail a réagi avec retard à la contraction de l'activité. L'emploi a connu une hausse de près de 5% au cours de l'année 2008 considérée dans son ensemble, le taux de chômage s'établissant quant à lui à 4,4% en moyenne annuelle. La dichotomie apparente entre l'activité et l'emploi en 2008, qui a mécaniquement induit une chute de la productivité apparente du travail, s'explique notamment par l'existence d'un puissant amortisseur, à savoir le chômage partiel. En juin 2009, plus de 11 000 personnes étaient affectées par ce dispositif.

Cet amortisseur ne permettra cependant pas d'abriter en permanence le marché du travail des aléas de la conjoncture. En outre, la productivité apparente devra forcément se redresser, afin d'éviter une dégradation trop marquée des résultats opérationnels des entreprises. Selon les projections de la BCL, l'emploi salarié va diminuer de 0,2% en 2009 et de quelque 1,7% en 2010, avant de se stabiliser en 2011. Par voie de conséquence, le taux de chômage va passer de 4,4% en 2008 à 5,6% en 2009, 6,7% en 2010 et 7% en 2011.

La dégradation du marché du travail va peser sur l'évolution du coût salarial moyen. Exprimé en termes nominaux, ce dernier ne progresserait en effet que de 0,6% et 0,4% en 2009 et 2010. Par contre, l'augmentation atteindrait 2,5% en 2011, sous l'effet de l'application d'une tranche indiciaire au début de l'année.

Du fait de la crise économique, de l'évolution du coût des matières premières et de la décélération de l'accroissement des salaires, les taux de progression de l'IPCN et de l'IPCH se limiteraient à 0,2% et -0,2%, respectivement, en 2009. Une remontée du taux d'inflation est cependant prévue pour 2010, en raison du renchérissement de la composante énergie. En 2011, l'inflation des services serait stimulée par l'échéance de la tranche indiciaire précitée.

Il importe de prévenir toute remontée durable de l'inflation qui, en l'absence de la vigilance requise, pourrait rebondir lors de la prochaine phase de reprise. La maîtrise durable de l'inflation s'impose d'autant plus que la compétitivité du Luxembourg est toujours en péril. Ainsi, les calculs effectués par la BCL laissent augurer une détérioration, au cours de la période 2009-2011, des deux indicateurs de compétitivité-prix, à savoir celui qui est basé sur les prix à la consommation (sauf en 2009) et celui qui a été inféré à partir du déflateur du PIB. L'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie s'améliorerait quant à

lui légèrement en 2009 et 2010 et n'enregistrerait qu'une faible détérioration en 2011. Pour rappel, ces diverses évolutions prévisibles s'inscrivent sur la toile de fond d'une sensible détérioration de ces trois indicateurs entre 2000 et 2008. La période 2009-2011 ne se caractériserait nullement par un renversement de tendance à cet égard.

La crise aura également un impact significatif sur les recettes fiscales de l'État luxembourgeois. Si les recettes du secteur public ont encore été dynamiques en 2008, la crise financière actuelle va lourdement affecter celles-ci dans les années à venir. En outre, le plan de relance des autorités a donné lieu à des dépenses additionnelles, le tout dans une perspective contra-cyclique. A ces dépenses s'est ajouté le coût budgétaire du chômage partiel et une hausse du montant des indemnités de chômage. Alors que les administrations publiques étaient encore en surplus à raison de 2,6% du PIB en 2008, elles devraient enregistrer un déficit proche de 4% en 2009 qui, pour la première fois depuis l'introduction de l'euro, excéderait le seuil de 3% de déficit conforme au Traité sur l'Union européenne. La situation budgétaire continuerait au demeurant à se détériorer en 2010 et 2011. Cette pernicieuse évolution n'est pas uniquement imputable à la crise économique et financière. Ainsi, le solde des administrations publiques apuré des cycles économiques serait lui aussi résolument négatif, à raison de 5% du PIB en 2011 à politique inchangée.

Sous l'effet conjugué de ces importants déficits structurels et de l'augmentation tendancielle des dépenses de sécurité sociale et de pensions, le Luxembourg pourrait être rapidement confronté à une puissante dynamique d'endettement en l'absence de nouvelles mesures structurelles, comme l'attestent diverses simulations effectuées dans le présent rapport avec des outils pourtant disparates (projections comptables d'une part et modèle d'équilibre général d'autre part).

Un important effort de consolidation budgétaire s'impose dans ce contexte. Il devrait revêtir une double dimension. Il convient tout d'abord de renouer dès que possible, lorsque la conjoncture le permettra, avec des excédents structurels d'au moins 1,5% du PIB. Il s'impose en outre de réformer sans tarder la sécurité sociale, en particulier dans le domaine des pensions. Seule une stratégie jouant simultanément sur ces deux registres permettra au Luxembourg d'assurer la soutenabilité à terme de ses finances publiques, qui paraît pour l'instant bien compromise.

Plus généralement, des mesures structurelles sont indispensables, à la fois pour induire un assainissement durable des finances publiques et pour améliorer la compétitivité et la productivité de l'économie luxembourgeoise, notamment dans les domaines de l'éducation, de la recherche et des infrastructures.

L'aggravation de la crise financière au cours de l'année 2008 a fortement augmenté le degré d'intermédiation de la BCL vis-à-vis de ses contreparties luxembourgeoises, dans le but d'assurer un soutien accru au secteur financier et par ce biais, à l'économie dans son ensemble. La somme de bilan de la BCL a ainsi augmenté de 71%, passant de 59 milliards d'euros en 2007 à 100,6 milliards d'euros en 2008. La BCL reste la troisième banque centrale nationale en ordre d'importance en ce qui concerne l'attribution de liquidités dans l'Eurosystème. Néanmoins, la capitalisation de la BCL reste faible au vu de son rôle stabilisateur dans la crise actuelle.

La BCL, dotée par une loi du 24 octobre 2008 d'un nouveau pouvoir réglementaire, est devenue une autorité de surveillance à part entière et entend développer ses compétences élargies en pleine coopération avec le gouvernement et les autres autorités, nationales et internationales. Elle a d'ailleurs émis le 29 avril 2009 un règlement relatif à la surveillance de la liquidité. Dans ce contexte, les discussions dans les groupes internationaux ou régionaux (G20, FSF devenu FSB, Groupe de Larosière, CEBS, BSC, EFC...) ont abordé les problématiques des déficiences en matière de régulation, de l'insuffisante surveillance macro-prudentielle, et de la nécessaire réforme de l'architecture de la supervision.

La BCL a procédé à un remaniement de son organigramme au 1er janvier 2009, permettant une allocation optimale entre ses nouvelles missions et la mobilisation des équipes compétentes, qui seront renforcées au cours de l'année 2009, afin de permettre à la BCL d'honorer son implication en matière de stabilité financière. Cette période de crise a exigé des efforts exceptionnels de la part de tous les agents de la BCL ; je tiens à les remercier pour leur professionnalisme et leur forte implication.

Yves Mersch

10 ans BCL : célébration officielle

La célébration officielle du 10^e anniversaire de la BCL, le 12 novembre 2008, comportait, au titre de la traditionnelle Pierre Werner Lecture, une discussion en panel sur le thème « Croissance et productivité du secteur financier : les défis pour la politique monétaire », qui a réuni M. Jürgen Stark, membre du Directoire de la Banque centrale européenne, M. Donald L. Kohn, Vice-président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des Etats-Unis d'Amérique et M. Akinari Hori, Gouverneur adjoint de la Banque du Japon. Le Président de la BCL a ensuite ouvert la cérémonie officielle en présence de M. Jean-Claude Juncker, Premier Ministre et M. Jean-Claude Trichet, Président de la Banque centrale européenne (BCE).

- 1 *M. Donald L. Kohn, Vice-président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des Etats-Unis d'Amérique*
- 2 *M. Akinari Hori, Gouverneur adjoint de la Banque du Japon*
- 3 *M. Jürgen Stark, membre du Directoire de la BCE*
- 4 *(de g. à d.) M. Sławomir Skrzypek, Gouverneur de la Banque nationale de Pologne, M. Victor Dora, Vice-Gouverneur de la Banque Nationale de Moldavie, Pr. Dr. Ewald Nowotny, Gouverneur de la Banque nationale d'Autriche, M. Ardian Fullani, Gouverneur de la Banque d'Albanie, M. Jean-Claude Trichet, Président de la Banque centrale européenne, M. Ivan Iskrov, Gouverneur de la Banque nationale de Bulgarie, M. Yves Mersch, Président de la Banque centrale du Luxembourg, M. Nicholas Garganas, ancien Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Kemal Kozari, Gouverneur de la Banque centrale de Bosnie-Herzégovine, M. Ljubiša Krgovi, Président de la Banque centrale du Monténégro*
- 5 *M. Yves Mersch, Président de la BCL et Mme Catherine Lubochinsky, Présidente de la SUERF*
- 6 *M. Yves Mersch, Président de la BCL, entouré de membres du Conseil de la BCL*
- 7 *M. Jean-Claude Juncker, Premier Ministre, M. Yves Mersch, Président de la BCL et M. Jean-Claude Trichet, Président de la BCE*



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

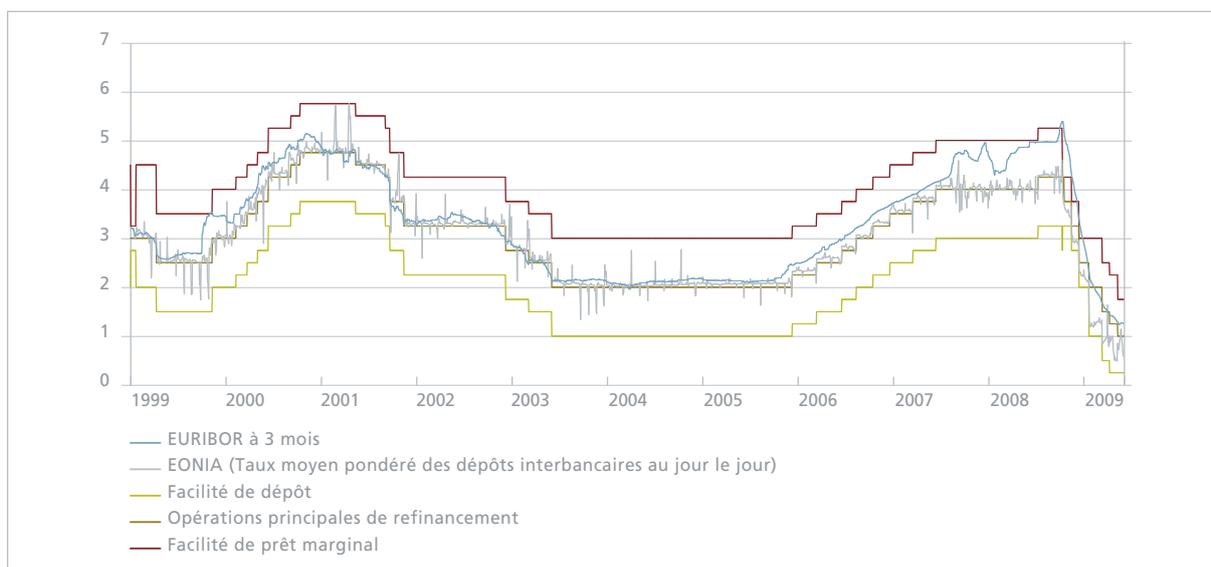
Entre janvier 2008 et début juin 2009, la BCE a conduit sa politique monétaire dans le contexte des tensions financières observées depuis août 2007. Le Conseil des gouverneurs a maintenu les taux directeurs de la BCE inchangés au premier semestre 2008, avant de les relever de 25 points de base en juillet et de les abaisser ensuite en plusieurs tranches.

Les décisions de politique monétaire reflètent les perspectives d'inflation, les développements monétaires sous-jacents, ainsi que les perspectives économiques qui dans la première moitié de la période sous revue étaient encore nettement plus favorables. Les tensions inflationnistes se sont atténuées quasiment en parallèle avec une détérioration des perspectives économiques, notamment à partir de la mi-septembre. Or, la décision de laisser les taux directeurs inchangés lors du premier semestre 2008 est en ligne avec la décision du Conseil des gouverneurs de collecter des données additionnelles concernant l'im-

pact des turbulences financières sur les développements des prix et sur les perspectives économiques, et d'analyser davantage les informations disponibles pour en tirer des conclusions pour la politique monétaire. Dans ce contexte, la hausse des taux directeurs de 25 points de base en juillet 2008 fut prise afin d'empêcher des effets de second tour généralisés et de contrer le renforcement des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs a ensuite successivement réduit le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de 325 points de base au total, le portant à 1,00%.

Depuis le 15 octobre 2008, les opérations principales de refinancement se font par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire, mais en tout cas au-delà de fin 2009. Il convient également de souligner que le 9 octobre 2008, le corridor constitué par les taux de facilités permanentes fut ramené de 200 à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. A compter du 21 janvier 2009, ce corridor fut rétabli à 200 points de base. A compter du 13 mai 2009, le corridor de fluctuation fut ramené à 150 points de base ; les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,25% et 1,75%.

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



Sources : BCE, Bloomberg

La progression annuelle moyenne de l'IPCH s'est élevée à 3,3% en 2008, soit le niveau le plus élevé observé depuis l'introduction de l'euro. La hausse annuelle de l'IPCH a atteint son sommet de 4% en juin et juillet 2008, avant de ralentir progressivement pour s'établir à 1,6% en décembre 2008 ; par la suite, le taux d'inflation a continué à fléchir pour revenir à 0,0% en mai 2009. Ainsi, sur la majeure partie de l'année passée, le taux d'inflation fut nettement supérieur au niveau conforme à la définition de la stabilité des prix, notamment en raison des cours du pétrole qui sont passés d'environ 100 dollars le baril en janvier 2008 à presque 150 dollars en juillet. C'est dans ce contexte qu'il faut également comprendre le recul des tensions inflationnistes à partir des mois d'été 2008 quand les cours du pétrole se sont repliés rapidement et fortement avant de s'inscrire en hausse à nouveau pour se rapprocher de 70 dollars le baril au cours des cinq premiers mois de l'année en cours. Pratiquement tout au long de l'année passée, les projections d'inflation établies par les services de l'Eurosystème prévoyaient des taux d'inflation nettement supérieurs au niveau compatible avec la définition de la stabilité des prix. En décembre 2008 ainsi qu'en mars, les fourchettes des prévisions d'évolution de l'IPCH établies par l'Eurosystème avaient toutefois été fortement révisées à la baisse ; les projections d'inflation de juin ont également été revues en baisse, bien que légèrement.

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. Au cours de l'année 2008, les informations disponibles ont toutefois fait état d'une forte incidence des turbulences financières et du ralentissement de l'activité économique mondiale sur l'économie de la zone euro. Alors que l'activité économique dans la zone euro avait déjà commencé à se modérer courant 2007, la croissance économique demeura encore robuste en début 2008. Néanmoins, au troisième trimestre le PIB en volume de la zone euro n'a progressé que de 0,5% en glissement annuel, pour fléchir de 1,7% au dernier trimestre. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'activité économique s'est contractée de 4,8% en glissement annuel au premier trimestre 2009. Au cours de l'année passée, et notamment en décembre, les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème avaient été revues à la baisse. Les projections

macroéconomiques établies en mars ainsi qu'en juin 2009 ont également été révisées à la baisse par rapport aux trimestres précédents, notamment pour l'année en cours.

L'expansion des agrégats monétaires et du crédit a continué à se modérer en 2008, tout en demeurant élevée : l'agrégat large (M3) a progressé de 9,5% en moyenne, alors que le taux de croissance annuel moyen des prêts au secteur privé s'est établi à 9,3%. Depuis fin-2007 déjà, les taux de croissance annuels affichent une tendance baissière ; cette tendance s'est poursuivie en 2009 et en avril le taux de croissance annuel de M3 a atteint un creux de presque 8 ans (à 4,9%), alors que la progression annuelle des prêts au secteur privé a atteint son creux historique (à 2,4%).

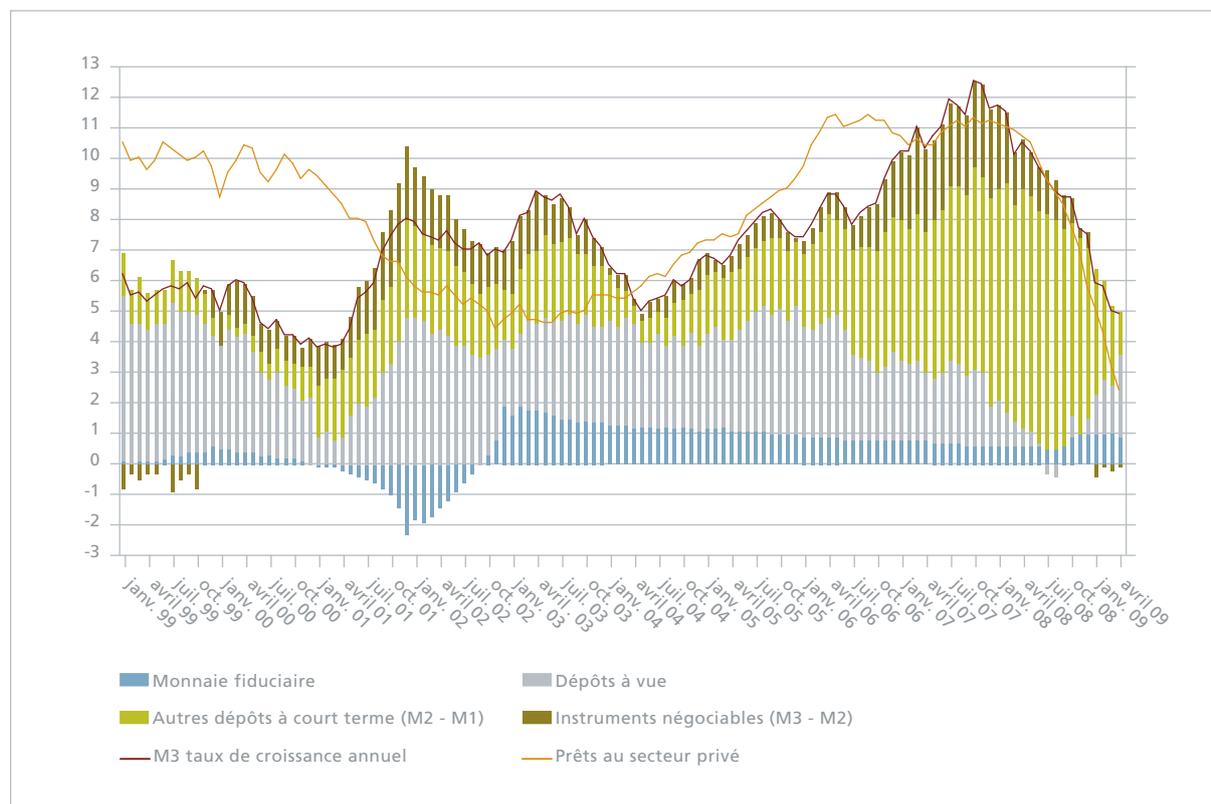
L'intensification des tensions financières suite aux événements de septembre 2008 a entraîné des mouvements de substitution considérables entre les différentes composantes de l'agrégat large M3. Certaines de ces composantes, notamment les instruments négociables, ont affiché une forte volatilité d'un mois à l'autre.

Sur base annuelle, le taux de croissance de M1 est passé de 4,0% en décembre 2007 à 0,2% en août 2008, avant de suivre une tendance haussière à partir de septembre pour s'établir à 8,4% en avril 2009. Alors que jusqu'au premier trimestre 2009 les autres dépôts à court terme M2-M1 constituaient toujours le moteur principal de la dynamique de croissance de M3, leur contribution à la progression annuelle de l'agrégat large s'est progressivement atténuée à partir des mois d'été 2008, notamment en raison du repli des dépôts à vue d'une durée inférieure ou égale à deux ans. En effet, ces derniers sont passés d'un taux de croissance annuel supérieur à 40% en fin-2007 à un taux de croissance de 0,3% en avril 2009. En même temps, la contribution des instruments négociables M3-M2 au taux de croissance de M3 a continué à se replier pour devenir négative en 2009. Fin-2007, la croissance annuelle des instruments négociables fut encore proche de 20% ; en avril 2009, elle s'inscrivait à -0,9%. La principale composante des instruments négociables, c'est-à-dire les titres d'OPCVM monétaires, est passée d'un taux de croissance annuel de 9,2% en décembre 2007 à un taux de croissance de 3,3% en avril 2009.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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

(VARIATIONS ANNUELLES EN POURCENTAGE; CONTRIBUTIONS AUX VARIATIONS ANNUELLES EN POINTS DE POURCENTAGE)



Source : BCE

S'agissant des contreparties de M3, les taux de croissance annuels des crédits ont suivi une tendance baissière tout au long de l'année passée ainsi qu'en 2009, tant du côté des entreprises que du côté des ménages. Effectivement, les prêts aux sociétés non-financières sont passés de 14,5% en décembre 2007 à seulement 5,2% en avril 2009. Sur la même période, les prêts à l'habitat octroyés aux ménages de la zone euro sont passés de 7,1% à -0,2%, alors que les crédits à la consommation sont passés de 5,4% à -0,4%.

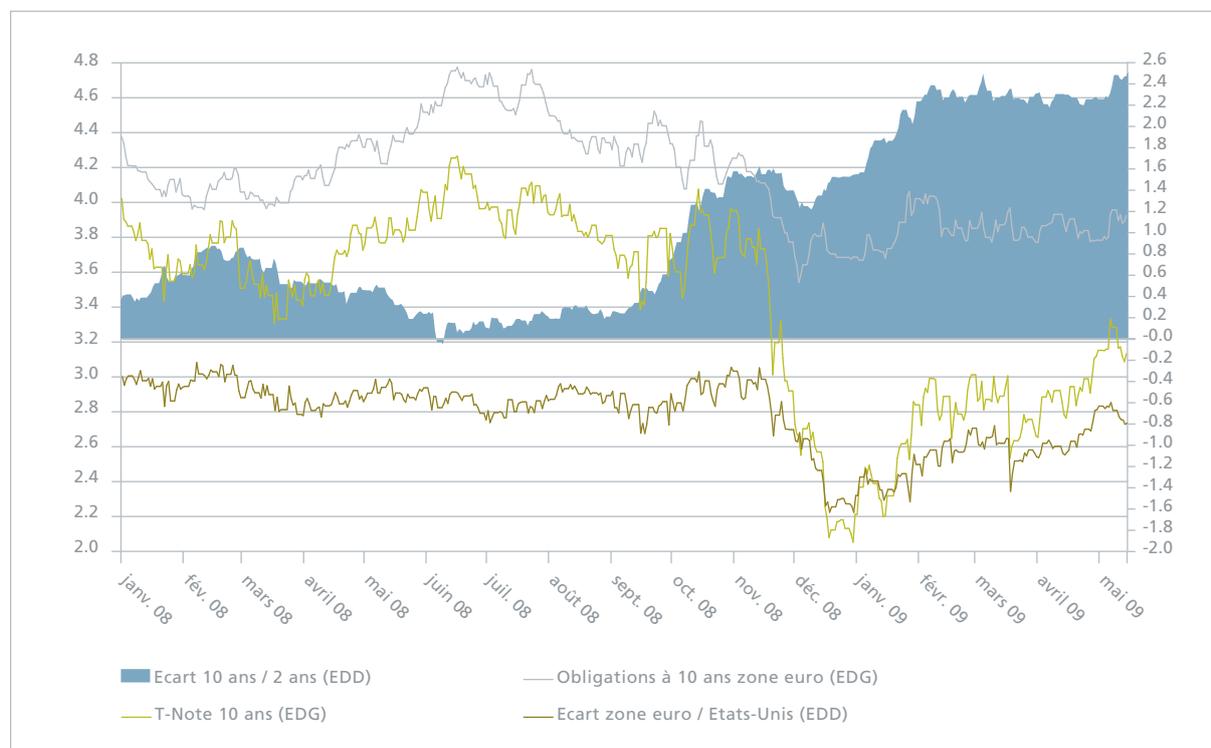
1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

Au cours de l'année 2008, les rendements des titres publics à long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro ont affiché une forte volatilité mais se sont globalement inscrits dans une tendance baissière qui a

réflété un comportement de fuite vers la qualité de la part des investisseurs. Entre le 1er janvier 2008 et le 15 mai 2009, le rendement des bons du Trésor à 10 ans a baissé de 45 points de base dans la zone euro et de 89 points de base aux Etats-Unis pour s'établir respectivement à 3,93% et 3,13%. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis s'est légèrement accru pour avoisiner les 79 points de base en fin de période. L'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans s'est quant à lui nettement creusé dans la zone euro à partir du mois de septembre sous l'effet, d'une part, de l'influence des baisses de taux d'intérêt directs sur l'évolution des taux courts et, d'autre part, de l'émission massive de titres de dette publique sur l'évolution des taux longs.

GRAPHIQUE 3 : LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

(EDG : EN POURCENTAGE ANNUEL; EDD : EN POINTS DE BASE)



Sources : Bloomberg, BCE

Après s'être détendus en début d'année 2008, les rendements obligataires dans la zone euro et aux Etats-Unis ont augmenté à partir de la fin du mois de mars en réponse à la progression des pressions inflationnistes inhérente à la montée du cours des matières premières. Cette tendance s'est toutefois interrompue à la mi-juin, période à partir de laquelle les conséquences de la crise des subprime sur les marchés de capitaux et les perspectives de croissance se sont traduites par une montée de l'aversion au risque et son corollaire, un comportement de fuite vers la qualité, qui s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'année 2008. La véritable rupture de tendance s'est cependant produite à partir du mois de novembre ; les taux sur les emprunts d'Etat à 10 ans se sont alors détendus respectivement de 57 points de base et de 174 points de base dans la zone euro et aux Etats-Unis entre le 1er novembre et le 31 décembre 2008. Ce mouvement de détente des taux longs a reflété, d'une part, les inquiétudes des inves-

tisseurs relatives aux perspectives économiques et à la stabilité du système financier international et d'autre part, la baisse des taux d'intérêt directeurs par les banques centrales marquée, notamment, par l'annonce par le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale du maintien pour une durée prolongée du taux d'intérêt directeur dans une fourchette comprise entre 0,0 et 0,25%. A partir du mois de janvier 2009, le rendement de l'emprunt d'Etat à 10 ans s'est de nouveau tendu aux Etats-Unis et dans la zone euro en raison de l'afflux d'émissions de titres inhérent au financement de la mise en œuvre des plans de relance et de soutien au système bancaire par les gouvernements nationaux. Cependant, alors que le rendement des titres publics à long terme dans la zone euro est par la suite resté remarquablement stable, celui des Etats-Unis a continué sa progression jusque fin-avril 2009, avant de se détendre légèrement au cours de la première moitié du mois de mai. L'annonce par le Comité de politique

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

monétaire de la Fed le 18 mars de procéder à l'achat de 300 milliards de dollars de bons du Trésor américain pour les six mois suivants a certes permis de soutenir le marché obligataire, mais au-delà de l'effet d'annonce, l'impact sur l'évolution des rendements de long terme et, ce faisant, sur la courbe de rendements, est demeuré relativement mitigé jusqu'à présent.

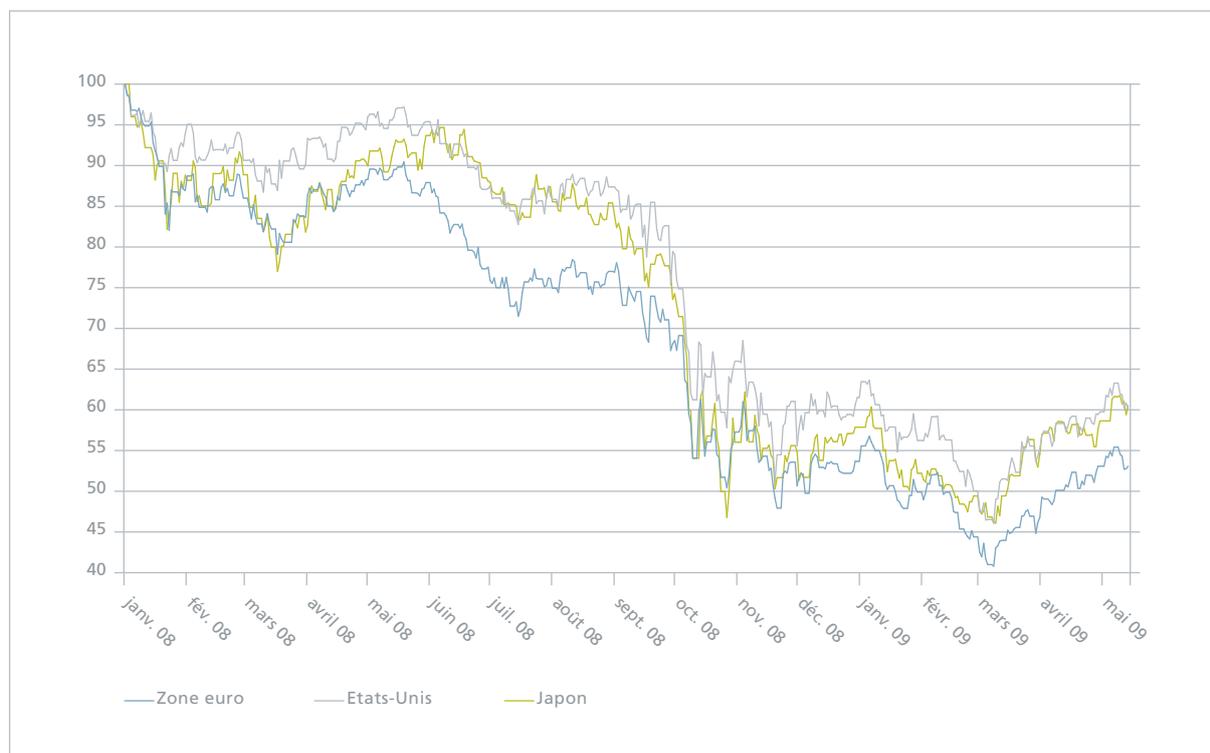
Après s'être réduit en début d'année 2008, l'écart de rendement entre les obligations à deux ans et à dix ans dans la zone euro a quant à lui continué de se creuser de manière substantielle à partir de l'automne 2008, pour atteindre un différentiel de plus de 2 points de pourcentage, à partir de la fin-janvier 2009 et se stabiliser ensuite aux alentours de ce niveau. Cette évolution est survenue sous l'effet, d'une part, de l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE, et d'autre part, de l'émission massive de titres de dette publique destinée à financer les plans de relance et de soutien au système bancaire des gouvernements nationaux. De son côté, le différentiel de rendement entre les obligations à dix ans aux Etats-Unis et dans la zone euro a augmenté de manière significative à la fin de l'année 2008, avant de se réduire progressivement à partir du mois de janvier 2009. Cette évolution s'explique, dans un premier temps, par l'assouplissement prononcé de la politique monétaire aux Etats-Unis puis, dans un second temps, par l'émission massive de titres de dette publique US, cette dernière ayant par ailleurs alimenté une montée de la défiance des investisseurs envers la qualité de la signature américaine. Ce sentiment d'inquiétude concernant la soutenabilité de la charge fiscale relative aux plans de relance s'est également illustré au niveau de la zone euro. Les écarts de rendement des différents pays par rapport au papier allemand, considéré comme plus sûr et plus liquide en période d'aversion au risque, se sont en effet significativement accentués à partir du mois de septembre 2008 pour atteindre un point culminant au mois de janvier 2009, après la dégradation par une agence de notation internationale de la note de long terme du Portugal, de l'Espagne et de la Grèce et la mise sous surveillance avec implication négative de celle de l'Irlande. La situation s'est depuis lors apaisée mais les écarts de primes de risque sur les titres de la dette publique des différents pays de la zone euro demeurent, au 15 mai 2009, à des niveaux historiquement élevés.

1.1.3 Les marchés boursiers

Après avoir atteint des sommets historiques en 2007, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro ont littéralement chuté au cours de l'année 2008. Entre le 1er janvier et le 31 décembre 2008, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont affiché des pertes de respectivement -46,3%, -38,5% et -42,1%. Cette correction substantielle, qui est survenue après plusieurs années de hausses consécutives, s'est par ailleurs accompagnée d'un important regain de volatilité sur les marchés boursiers.

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

(INDICE : 01/01/2008 = 100)



Source : Bloomberg

Dans l'ensemble, les craintes relatives aux mécanismes de propagation de la crise des *subprime* au secteur financier et à l'économie réelle ont été à l'origine d'une tendance baissière sur les marchés d'actions au cours de l'année 2008. Les interventions massives des banques centrales effectuées sur le marché interbancaire depuis le mois d'août 2007 ne sont en effet pas parvenues à rétablir la confiance des opérateurs de marché, de sorte que ces derniers ont adopté un comportement de fuite vers la qualité qui les a amené à se détourner des marchés d'actions en début d'année. En dépit d'une relative accalmie suscitée par le sauvetage de la banque d'investissement Bear Sterns au mois de mars, le repli des principaux indices boursiers s'est poursuivi durant l'été 2008 en raison de nouvelles inquiétudes relatives à la situation financière des réhausseurs de crédit et des agences de refinancement hypothécaire américaines Fannie Mae et Freddie Mac. Au cours de cette période, la hausse rapide du cours des matières premières a également pesé sur les indices boursiers,

celle-ci contribuant à l'assombrissement des perspectives économiques mondiales.

La crise de confiance des opérateurs de marché inhérente aux turbulences financières a pris une nouvelle ampleur au cours du mois de septembre avec la mise sous tutelle de Fannie Mae et Freddie Mac, la mise en faillite de Lehman Brothers, le sauvetage de AIG par la Réserve fédérale et la reprise de Merrill Lynch par Bank of America puis, au mois d'octobre, à travers les difficultés rencontrées par de nombreux établissements bancaires en Europe (Fortis, Hypo Real Estate, Dexia...). Cette situation, qui a entraîné une forte dégradation des indices boursiers au cours de cette période, a amené les gouvernements et les banques centrales à déployer leurs efforts pour endiguer les mécanismes de contagion de la crise financière et limiter le risque systémique. Les principales banques centrales ont ainsi assoupli les procédures de refinancement du système bancaire et mis en place des politiques de baisse des

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

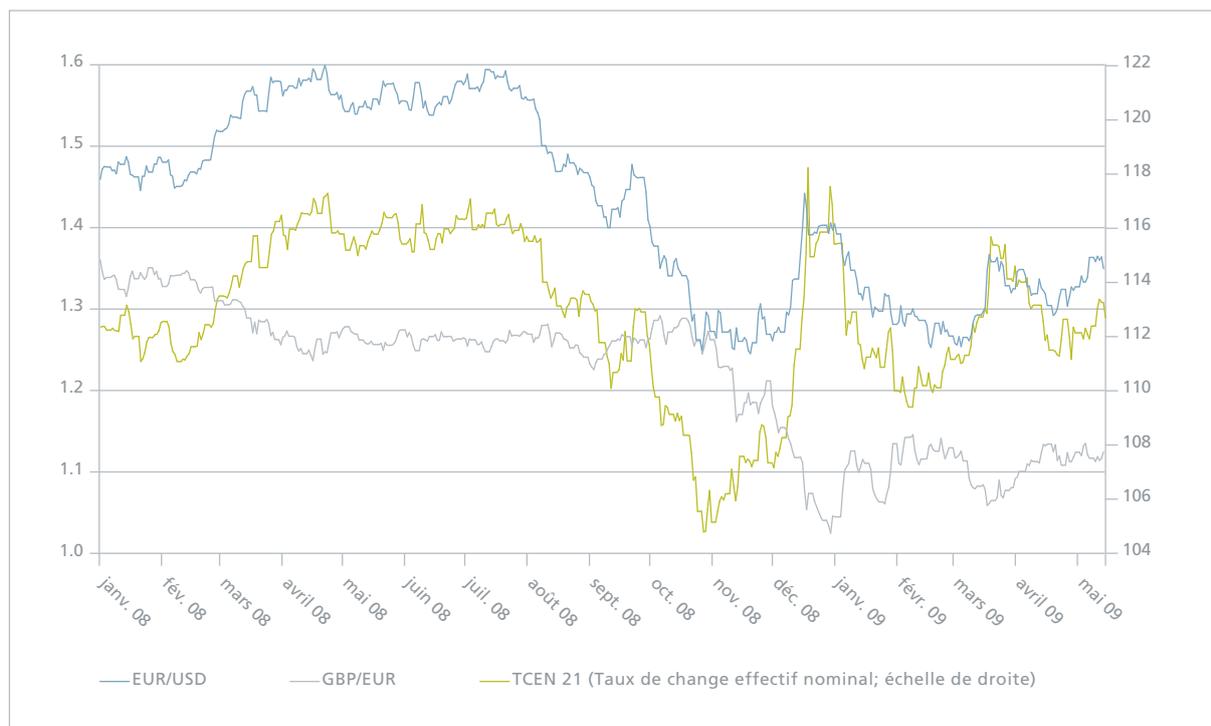
taux directeurs, tandis que les gouvernements, après avoir élargi le montant des garanties pour les épargnants, ont élaboré des plans de sauvetage destinés à recapitaliser les banques et à garantir certaines de leurs émissions obligataires. Ces différentes mesures se sont traduites par un rebond éphémère des indices boursiers mais l'embellie observée s'est toutefois arrêtée du fait de la détérioration rapide des perspectives économiques.

A la fin du mois de novembre, l'annonce de plans de relance de l'économie par les gouvernements européens et les nouvelles mesures annoncées par la Fed pour soutenir les marchés du crédit ont certes été bien accueillis par les marchés, mais l'incertitude persistante concernant l'ampleur de la crise économique et financière s'est traduite par un certain attentisme de la part des opérateurs de marché. Après une relative accalmie marquée par le maintien des cours dans une fourchette étroite correspondant aux points bas de l'année 2008, les cours boursiers ont de nouveau chuté en janvier du fait de la révision à la baisse des bénéfices réalisés par les grands groupes et de la détérioration de leurs prévisions de croissance. Les incertitudes relatives à l'ampleur et à la durée de la recession et les interrogations des opérateurs quant à la portée du plan américain de relance et de soutien au crédit et au système bancaire ont également rapidement entraîné un retour de l'aversion au risque qui a amené les investisseurs à se détourner des marchés d'actions. Après avoir touché un point bas au début du mois de mars, les principaux indices boursiers internationaux ont par la suite enregistré un rebond substantiel qui a permis de ramener, en mai 2009, les cours à leur niveau de fin 2008. Cette évolution a notamment été favorisée par une série d'indicateurs macroéconomiques qui a nourri le sentiment des investisseurs selon lequel la dégradation de l'activité économique semblait se ralentir ; les résultats des tests de résistance sur les banques américaines ont par ailleurs été relativement bien accueillis par les marchés, contribuant ainsi à la surperformance du secteur bancaire au cours de cette période.

1.1.4 Les taux de change de l'euro

Au cours de l'année 2008, le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 21 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est caractérisé par une forte volatilité pour finalement s'établir, au 15 mai 2009, à son niveau de début 2008. Les fluctuations de l'euro par rapport au dollar américain et à la livre sterling ont largement contribué à cette évolution, le poids total de ces deux devises dans le calcul du TCEN s'élevant à 45%. Sur l'ensemble de la période étudiée, la monnaie unique s'est dépréciée vis-à-vis du dollar américain, du yen, du franc suisse et du yuan, mais a en revanche connu une nette appréciation face à la livre sterling, au zloty polonais, au forint hongrois, au leu roumain et à la couronne suédoise.

GRAPHIQUE 5 :
LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO



Sources : Bloomberg, BCE

Au début de l'année 2008, le taux de change de la monnaie unique par rapport au dollar américain a tout d'abord poursuivi le mouvement d'appréciation qui avait été entamé en 2000 pour se rapprocher du seuil historique de 1,60 USD à partir du mois d'avril. Après s'être stabilisé aux alentours de ce niveau pendant plusieurs mois, le taux de change euro/dollar a subi une dépréciation de près de 20% entre la mi-juillet et la fin-octobre, ramenant ainsi le cours de la monnaie unique par rapport au billet vert à son niveau de début 2007. Les anticipations de baisses de taux directeurs de la BCE par les opérateurs de marché, les difficultés rencontrées par certains établissements bancaires en Europe, les inquiétudes concernant l'entrée en récession de la zone euro et le reflux du prix du baril de pétrole ont certes contribué à cette tendance, mais de manière générale, la crise économique et financière a redonné une certaine vigueur au dollar américain en tant que monnaie de réserve internationale. La montée de l'aversion au risque a en effet amené les investisseurs à accorder une préférence pour les actifs libellés

en dollars, considérés comme des valeurs refuges, ce qui s'est traduit par des mouvements de capitaux vers les Etats-Unis, notamment en provenance des bourses des pays émergents. L'euro a ensuite connu à deux reprises des rebonds transitoires face au dollar américain, ces derniers ayant notamment été favorisés par des mesures de politique monétaire de la Fed : dans la première moitié du mois de décembre, suite à la décision de maintenir de manière prolongée le taux directeur à un niveau proche de zéro, et à la mi-mars, suite à l'annonce du programme d'achat de 300 milliards de dollars de bons du Trésor américain. Au 15 mai 2009, l'euro s'échangeait contre 1,35 USD, à un niveau inférieur de 7,4% par rapport à sa moyenne de 2008.

Après avoir connu une relative stabilité dans la première moitié de l'année, l'euro a connu un mouvement de dépréciation prononcé vis-à-vis du yen et du franc suisse à partir de la fin du mois d'août 2008. La montée de l'aversion au risque et la volatilité du marché des changes ont en effet mis un frein aux opérations

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

de portage (carry trades) qui consistaient à s'endetter dans une monnaie où les taux d'intérêt étaient faibles pour investir dans des monnaies disposant de rendements plus élevés, de sorte que les investisseurs ont eu tendance à se défaire massivement de leurs positions spéculatives dans ces devises. En dépit d'une inversion de tendance en fin de période favorisée, dans le cas du franc suisse, par l'intervention de la BNS sur le marché des changes, la monnaie japonaise et la monnaie suisse ont respectivement gagné 21,2% et 8,5% face à la monnaie unique entre le 1er janvier 2008 et le 15 mai 2009. De son côté, la livre sterling s'est fortement dépréciée par rapport à l'euro, notamment à partir du mois d'octobre, pour se rapprocher à la fin-décembre de la parité avec la monnaie unique. Cette évolution est intervenue sous l'effet, non seulement, de la forte baisse des taux d'intérêt directeurs par la Banque d'Angleterre survenue au début du mois de novembre, mais également, des inquiétudes des investisseurs par rapport à l'ampleur de la récession outre-manche. Cette tendance s'est toutefois interrompue à partir du début de l'année 2009 à mesure que les opérateurs de marché prenaient conscience de l'ampleur du ralentissement économique dans la zone euro et anticipaient de nouvelles baisses des taux directeurs de la part de la BCE. Les mesures d'assouplissement quantitatif mises en œuvre par la Banque d'Angleterre ne se sont quant à elles pas traduites par un affaiblissement significatif de la monnaie britannique puisque la situation s'est ensuite stabilisée jusqu'à la fin de la période sous revue. Au 15 mai 2009, l'euro s'échangeait tout de même contre 0,88 livre sterling, à un niveau supérieur de 11,1% par rapport à sa moyenne de 2008.

La plupart des devises participant au MCE II (la couronne slovaque, la couronne danoise, le lita lituanien, le lats letton et la couronne estonienne) sont quant à elles restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro au cours de l'année 2008. De manière à maintenir la couronne danoise au sein de sa marge de fluctuation, la Banque centrale du Danemark a toutefois été amenée à augmenter ses taux directeurs à deux reprises au cours du mois d'octobre afin de freiner les sorties de capitaux survenues lors de la période de turbulences traversée par les marchés financiers. De son côté et suite à la réévaluation de 17,65% qui avait pris effet au 29 mai dans le cadre du MCE II, la couronne slovaque s'est échangée à un niveau proche du cours pivot de 320,126 SKK/euro, cours qui a

ensuite servi de référence comme taux de conversion lors du passage à l'euro de la Slovaquie le 1^{er} janvier 2009. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) ont pour leur part été fortement affectées par la crise financière internationale. A l'instar de la chute du rouble face au dollar et à l'euro en fin d'année, les monnaies de la plupart de ces pays ont été mises sous pression, notamment le zloty polonais, le forint hongrois, et le leu roumain qui se sont dépréciés de respectivement -24,8%, -13,3% et -17,2% par rapport à l'euro entre le 1er janvier 2008 et le 15 mai 2009. Les mouvements de capitaux qui ont accompagné la montée de l'aversion au risque ont en effet entraîné une forte dépréciation de ces devises, ce qui a conduit les banques centrales concernées à intervenir sur le marché des changes pour soutenir le cours de leur monnaie. De manière à éviter une crise majeure de balance des paiements, la Hongrie a bénéficié à la fin du mois d'octobre d'un accord de confirmation de 20 milliards d'euros du FMI, de l'Union européenne et de la Banque mondiale. La BCE a pour sa part conclu en octobre et en novembre 2008 des accords avec la Banque centrale de Hongrie et la Banque centrale de Pologne leur permettant de s'approvisionner en euros par le biais d'opérations de pension et ce pour une limite de montant respective de 5 et 10 milliards d'euros. Enfin, le FMI a récemment octroyé à la Pologne une ligne de crédit flexible de 20 milliards de dollars, ce nouvel instrument permettant au pays de faire face à titre préventif au remboursement de sa dette internationale et à d'éventuelles attaques spéculatives sans avoir l'inconvénient d'être assujéti à des contraintes au niveau de sa politique économique.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), après avoir atteint un pic historique avec 4% en juin et juillet 2008, s'est inscrite en baisse pour tomber à 2,3% au quatrième trimestre 2008. En moyenne annuelle, l'inflation s'est établie à 3,3% en 2008, son niveau le plus élevé depuis l'introduction de l'euro en 1999 et en forte accélération par rapport à 2007. Le renversement de tendance entamé au troisième trimestre 2008 s'est poursuivi au début de l'année 2009 et l'inflation a baissé à 0,6% en avril 2009. Ce renversement résulte

du recul des prix de l'énergie et d'une baisse généralisée de l'inflation des autres biens et services.

En effet, après son sommet de 17,1 % en juillet, le taux de variation annuel des prix de l'énergie s'est modérée pour muter ensuite en un recul de l'ordre de 6,1% au premier trimestre 2009 à la suite de la baisse du cours du pétrole depuis août 2008.

Un renversement de tendance s'observe également au niveau des autres composantes de l'indice des prix à la consommation. Ainsi, les taux annuels des prix des produits alimentaires ont reculé suite à la dissipation du choc sur les prix des matières premières alimentaires telles que le blé et le lait. Alors que l'inflation des produits alimentaires traités a été à 7,2% en juillet 2008, elle a diminué graduellement à 4,3% au quatrième trimestre 2008 pour fléchir à 1,2% en avril 2009. De même, le taux

de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés, ayant atteint son pic de 4,4% en juillet 2008, a progressivement diminué au cours des derniers mois pour s'établir à 1,6% en avril 2009.

Pour ce qui concerne les autres biens, l'inflation des prix des produits manufacturés hors énergie s'est avérée résiliente. La désinflation n'est en effet pas très prononcée puisque le taux annuel n'a baissé que de 0,2pp, passant de 1,0% en octobre 2008 à 0,8% en début d'année 2009. Ceci s'explique probablement par des effets indirects des fortes hausses des prix de l'énergie intervenues antérieurement et ayant une incidence sur les coûts de production. Le rythme annuel des prix des services a baissé plus fortement, passant de 2,6% au cours du deuxième semestre 2008 à 2,2% au premier trimestre 2009, essentiellement à la suite d'une évolution plus modérée des salaires.

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

	2007	2008	08 T3	08 T4	09 T1	Avril-09
IPCH global	2,1	3,3	3,8	2,3	1,0	0,6
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	3,9	3,0	2,8	1,6
Produits alimentaires transformés	2,8	6,1	6,7	4,3	2,1	1,2
Produits manufacturés hors énergie	1,0	0,8	0,7	0,9	0,7	0,8
Energie	2,6	10,3	15,1	2,1	-6,1	-8,8
Services	2,5	2,6	2,6	2,6	2,2	2,5
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,0	2,4	2,5	2,2	1,6	1,7

Source: Eurostat

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en mai devrait s'établir autour de 0,0%, son niveau le plus bas observé depuis l'avènement de la monnaie unique. Pour les mois subséquents, les taux d'inflation pourraient devenir négatifs. Ce processus de désinflation rapide reflète essentiellement le recul de certains prix, en l'occurrence de ceux de l'énergie. De plus, il ne

serait que de courte durée puisque les taux d'inflation redeviendraient positifs au deuxième semestre 2009. Ainsi, il n'est pas à confondre avec un processus déflationniste qui se caractérise par une baisse générale des prix sur une période relativement longue et qui s'autoalimente sous l'effet de l'anticipation d'une poursuite de la baisse des prix. Selon les récentes

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

projections des services de l'Eurosystème, l'inflation atteindrait son creux en 2009 avant de rebondir par la suite. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 0,1 % à 0,5% en 2009, contre 3,3% en 2008. Pour 2010, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 0,6%

et 1,4%. Une inflation faible mais toujours positive à un horizon de deux ans demeure compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de la BCE qui vise à maintenir, à moyen terme, les taux d'inflation à un niveau inférieur mais proche de 2%.

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

TABLEAU 2 :
STRUCTURE DE LA CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

(VARIATION EN POURCENTAGE, DONNÉES CSV)

	Taux de variation annuels			Taux de variation annuels						Taux de variation trimestriels					
	2006	2007	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2009	2007	2008	2008	2008	2008	2009
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Produit intérieur brut en volume	2,9	2,7	0,6	2,2	2,2	1,5	0,5	-1,7	-4,8	0,4	0,7	-0,3	-0,3	-1,8	-2,5
dont:															
Demande intérieure	2,8	2,5	0,5	2,0	1,6	0,9	0,5	-0,4	-3,1	0,1	0,5	-0,5	0,3	-0,8	-2,1
Consommation privée	2,0	1,6	0,3	1,2	1,4	0,5	0,1	-0,6	-1,1	0,3	0,1	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Consommation publique	1,9	2,2	2,0	2,0	1,5	2,0	2,0	2,1	1,7	0,3	0,4	0,8	0,5	0,4	0,0
Formation brute de capital fixe	5,5	4,8	-0,3	3,4	3,1	1,6	-0,3	-5,5	-10,4	1,0	1,1	-1,3	-1,0	-4,3	-4,2
Exportations nettes (contribution à la croissance du PIB)	0,2	0,3	0,0	0,6	0,6	0,0	-1,3	-1,8		0,2	0,2	-0,7	-1,0	-0,4	
Exportations de biens et de services	8,3	5,9	0,8	3,9	5,1	3,8	1,4	-6,5	-15,5	0,7	1,6	-0,3	-0,6	-7,2	-8,1
Importations de biens et services	8,2	5,3	0,9	3,5	3,9	2,4	1,4	-3,7	-11,7	-0,1	1,2	-0,8	1,1	-5,1	-7,2
Emploi	1,6	1,8	0,8	1,7	1,5	1,1	0,5	0,0	n.d.	0,3	0,3	0,1	-0,1	-0,3	n.d.

Sources : Eurostat, Eurosystème

Au cours du premier trimestre 2009, le recul de l'activité économique au sein de la zone euro s'est encore une fois accéléré. Après une baisse de la production de l'ordre de -1,8% au dernier trimestre de l'année passée, on enregistre pour les trois premiers mois de l'année courante une diminution de -2,5% par rapport au trimestre précédent (voir tableau). En termes annuels, ceci revient à une réduction de presque 4,8% du PIB réel par rapport au premier trimestre 2008.

Le début d'année 2009 se caractérise donc non seulement par une prolongation de la récession mais aussi par une aggravation de celle-ci. Dans le présent contexte d'une récession au niveau mondial et d'un marché international de biens et de services en panne, toutes les composantes du PIB, à la seule exception de la consommation publique, ont contribué à l'évolution négative de la production.

La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB (-0,4 points de pourcents par rapport à 2008 T4) s'est avérée moins négative qu'au cours du trimestre précédent, ce qui pourrait à première vue être considéré comme un signe de perte de vitesse de la chute des échanges internationaux et donc comme un précurseur d'un plancher qui pourrait bientôt être atteint. Il ne faut cependant pas se laisser induire en erreur : L'amélioration de la contribution des exportations nettes à la croissance n'est que le reflet de la faiblesse accrue de la demande intérieure qui a mené à une baisse des importations. De leur côté, les exportations ont en fait subi une accélération de leur trend à la baisse.

A côté des exportations, ce sont surtout les investissements dont le développement témoigne de la gravité de la crise actuelle ainsi que des perspectives conjoncturelles moroses. La consommation privée semblait, jusqu'à la fin de 2008 avoir résisté relativement bien à la crise. La réaction des consommateurs observée pour le début de 2009 semble elle aussi encore relativement contenue, vu l'effondrement inégalé de la croissance du PIB. Plusieurs facteurs peuvent contribuer à la compréhension de ce phénomène. D'abord, le recul de l'inflation des prix à la consommation a exercé un impact positif sur le revenu disponible réel des ménages. Puis, le marché du travail, principale source de revenu des ménages privés, a tendance à ne réagir qu'avec un certain décalage à l'évolution de l'activité économique.

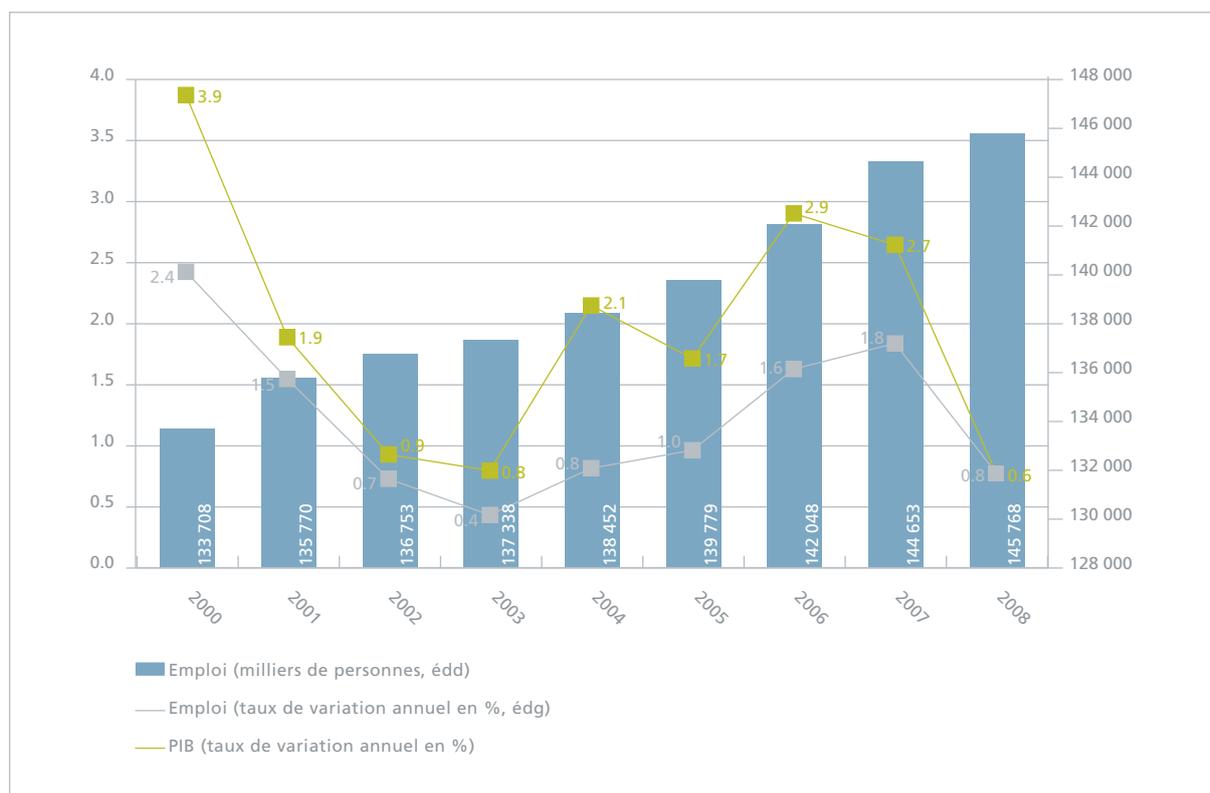
De plus, les gouvernements et les partenaires sociaux dans la zone euro essaient d'atténuer les conséquences que la crise risque d'avoir sur l'évolution de l'emploi et du chômage, notamment moyennant le recours à l'instrument du « chômage partiel », bien connu au Luxembourg, mais aussi ailleurs. Néanmoins, il y a un grand risque que l'impact décalé dans le temps de la crise sur le marché du travail sera fort et aura des conséquences pour le revenu et, par conséquent, le comportement des consommateurs.

La situation sur le marché du travail de la zone euro s'était en fait déjà dans une certaine mesure détériorée en 2008. Après avoir connu trois années d'embellie caractérisées par une progression soutenue de l'emploi et une baisse du taux de chômage, la zone euro est entrée dans une phase de retournement en 2008 avec une augmentation du taux de chômage à partir du deuxième trimestre et un ralentissement de l'emploi à partir du second semestre. Selon les dernières données disponibles, l'emploi se serait replié de 0,3% au quatrième trimestre 2008, alors que sur l'ensemble de l'année, l'emploi a encore progressé de 0,8% après 1,8% en 2007. Au quatrième trimestre 147,6 millions de personnes occupaient un emploi au sein de la zone euro.

La hausse concomitante du chômage est un autre reflet de la dégradation conjoncturelle. Après avoir baissé de 9,0% en janvier 2005 à 7,2 % en fin d'année 2007, le taux de chômage s'est remis à augmenter depuis le deuxième trimestre 2008. Le taux de chômage a alors atteint 7,5% en moyenne en 2008. Les chiffres disponibles pour les premiers mois de 2009 témoignent d'une poursuite de cette ascension : le nombre de chômeurs a franchi le seuil des 14 millions de personnes tandis que le taux de chômage s'est déjà hissé à 9,2% en avril 2009.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 6 :
EMPLOI TOTAL



Source : Eurostat et STATEC

Les dernières projections établies par l'Eurosystème la Commission européenne et le FMI tablent toutes sur une forte baisse du PIB de la zone euro en 2009 suivi d'une croissance toujours légèrement négative en 2010. La variation moyenne du PIB réel en 2009 serait de l'ordre de -4,1% selon le FMI, l'OCDE et la Commission et elle se situerait entre -5,1 et -4,1 % selon l'Eurosystème. Pour 2010, la croissance moyenne serait de respectivement -0,1 % et -0,4 % selon la Commission européenne et le FMI et elle se situerait entre -1,0 % et 0,4 % selon la BCE. Ces projections constituent à chaque fois des révisions importantes par rapport aux exercices précédents respectifs. Dans le cas des projections de l'Eurosystème, la révision à la baisse reflète surtout l'impact mécanique des chiffres publiés récemment par Eurostat concernant la variation du PIB au cours du premier trimestre 2009 (-2,5% sur base trimestrielle, voir en haut).

Comparée aux récessions de 1993 et de 2002-2003, celle que nous vivons actuellement est donc nettement plus sévère, aussi bien en termes de durée que dans son amplitude. Cette dégradation massive de la conjoncture est générale, englobant à la fois un affaissement des exportations ainsi que de la demande domestique, dus à l'effondrement de la croissance au niveau mondial ainsi qu'à une baisse généralisée de la confiance des agents économiques. Ainsi, pour 2009, l'Eurosystème projette, comme d'ailleurs déjà en mars, une variation négative pour toutes les composantes du PIB, hormis la consommation publique. La situation se redresserait graduellement au cours de 2010, pourvu que les politiques fiscales et monétaires expansionnistes, aussi bien dans la zone euro que dans le reste du monde, aient les effets attendus. Ce redressement serait porté par une reprise des exportations, le rétablissement du bon fonctionnement du système financier ainsi que la

stabilisation des marchés immobiliers. Néanmoins, le point central des fourchettes de projections resterait légèrement négatif en 2010 pour toutes les composantes à l'exception de la consommation publique. Ainsi, il faut s'attendre à ce que la plupart des composantes du PIB fléchissent sur deux années consécutives. La consommation privée enregistrerait une baisse en glissement annuel comprise entre -1,3 % et -0,5 % en 2009 et une variation entre -1,1 % et 0,3 % en 2010. La consommation publique se placerait quant à elle sur un sentier de croissance modérée s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,4 % et 2,0 % en 2009 et entre 0,9 % et 1,7 % en 2010. Enfin, la formation brute de capital fixe exercerait un effet pénalisant sur l'activité économique, avec un taux de variation annuel compris dans un intervalle de -12,3 % à -10,1 % en 2009 et de -6,1 % à -2,1 % en 2010. Cette évolution nettement défavorable proviendrait de la faiblesse de la demande mondiale et de l'incertitude particulièrement élevée, mais aussi de conditions de financement moins favorables qu'avant la crise. A cela s'ajoute la baisse de l'investissement résidentiel dans certains pays de la zone euro confrontés à un ajustement du marché de l'immobilier. Sous l'effet de la chute au plan mondial du commerce et de l'économie, les exportations afficheraient le recul le plus conséquent en 2009. Leur taux de variation s'établirait entre -16,6 % et -14%, pour se stabiliser graduellement avant de redémarrer modérément au cours de l'année 2010. Néanmoins, en moyenne annuelle, leur évolution resterait négative en 2010.

Pour ce qui est des risques entourant les projections de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs estime qu'ils apparaissent plutôt équilibrés. S'agissant des aspects positifs, les effets découlant des importants plans de relance macroéconomique en cours ainsi que d'autres mesures prises par les autorités pourraient être plus importants que prévu. La confiance pourrait également s'améliorer plus rapidement qu'on ne le prévoit actuellement. En revanche, des inquiétudes subsistent en ce qui concerne les facteurs potentiels suivants : une incidence plus forte des perturbations affectant les marchés financiers sur l'économie réelle, une évolution plus défavorable du marché du travail, l'intensification de pressions protectionnistes et, enfin, une évolution négative de l'économie mondiale sous l'effet d'une correction brutale des déséquilibres mondiaux.

**TABLEAU 3 :
PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES
POUR LA ZONE EURO**

	2008	2009	2010
PIB réel - Commission européenne	0,8	-4,0	-0,1
PIB réel - OCDE	0,7	-4,1	-0,3
PIB réel - FMI	0,9	-4,2	-0,4
Projections de l'Eurosystème			
PIB réel	0,6	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4
Consommation privée	0,3	-1,3 – -0,5	-1,1 – 0,3
Consommation publique	2,0	1,4 – 2,0	0,9 – 1,7
Investissements	-0,3	-12,3 – -10,1	-6,1 – -2,1
Exportations	0,8	-16,6 – -14,0	-2,0 – 1,0
Importations	0,9	-13,8 – -11,2	-3,0 – 1,4

Sources : Commission européenne, Eurosystème, OCDE et FMI

1.1.7 Le commerce extérieur

Le solde du commerce extérieur de la zone s'est nettement détérioré en passant d'un excédent de 12 milliards d'euros en 2007 à un déficit de 40 milliards en 2008. Cette évolution résulte largement d'une forte baisse des exportations sous l'effet d'une chute de la demande mondiale à partir du second semestre de l'année, ainsi que de la hausse des prix de produits pétroliers durant les huit premiers mois de l'année. Les exportations de la zone euro se sont en effet réduites de 6% en valeur au dernier trimestre de l'année par rapport au trimestre précédent, après avoir subi des baisses successives de 2% au troisième et au premier trimestre de l'année. Les données récentes montrent que les exportations de la zone euro ont intensifié leur mouvement de baisse (-19%) sur le premier trimestre 2009, dans un contexte de récession marquée de l'économie mondiale. L'évolution des indices de volume

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

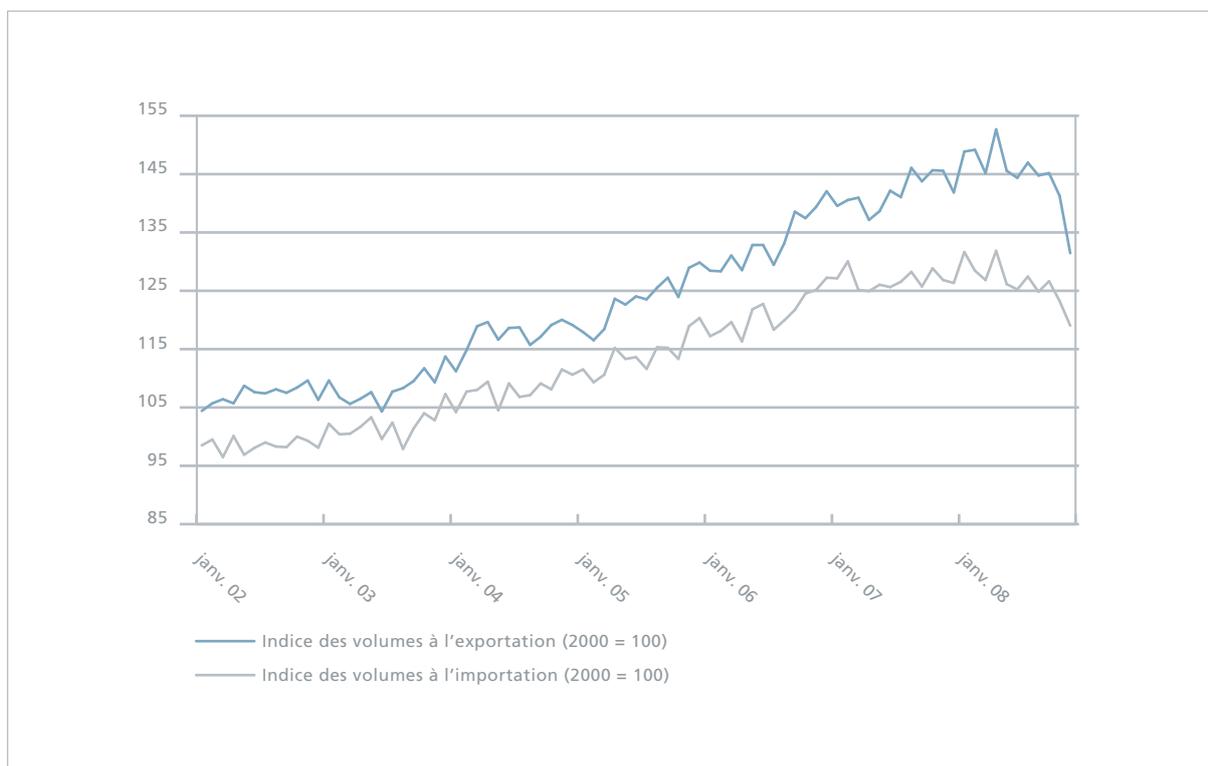
montre également que les exportations sont en baisse depuis le second trimestre 2008, avec une chute brutale de 8% au quatrième trimestre (voir graphique). En ce qui concerne les prix à l'exportation, leur évolution positive sur toute l'année 2008 (+2,3% en moyenne) a partiellement compensé la baisse des volumes.

S'agissant des importations de la zone euro, leur recul en termes nominaux n'est intervenu qu'au quatrième trimestre 2008 (-8% par rapport au troisième trimestre), alors qu'elles avaient affiché une croissance positive sur chacun de trois premiers trimestres 2008. L'évolution des indices de volume indique toutefois une baisse régulière des importations à partir du deuxième trimestre de 2008 (-2,8% en moyenne trimestrielle, voir graphique). Cette baisse atteint 4% au quatrième trimestre de 2008 par

rapport au trimestre précédent. L'indice des valeurs unitaires à l'importation était de son côté en hausse régulière sur les trois premiers trimestres 2008 (+3% en moyenne), mais s'est contracté de 5,5% au dernier trimestre de 2008. La hausse de l'indice observée sur les trois premiers trimestres de l'année est due essentiellement à une forte augmentation du prix du pétrole jusqu'en été 2008.

Compte tenu des évolutions dans les exportations et dans les importations de biens, le commerce extérieur de la zone euro a enregistré un déficit pour chaque trimestre de 2008, le déficit le plus lourd (-18 milliards d'euros) ayant été enregistré au troisième trimestre 2008. Au premier trimestre de 2009, le déficit commercial de la zone euro atteint 12 milliards d'euros, soit l'équivalent du déficit enregistré au même trimestre de 2008.

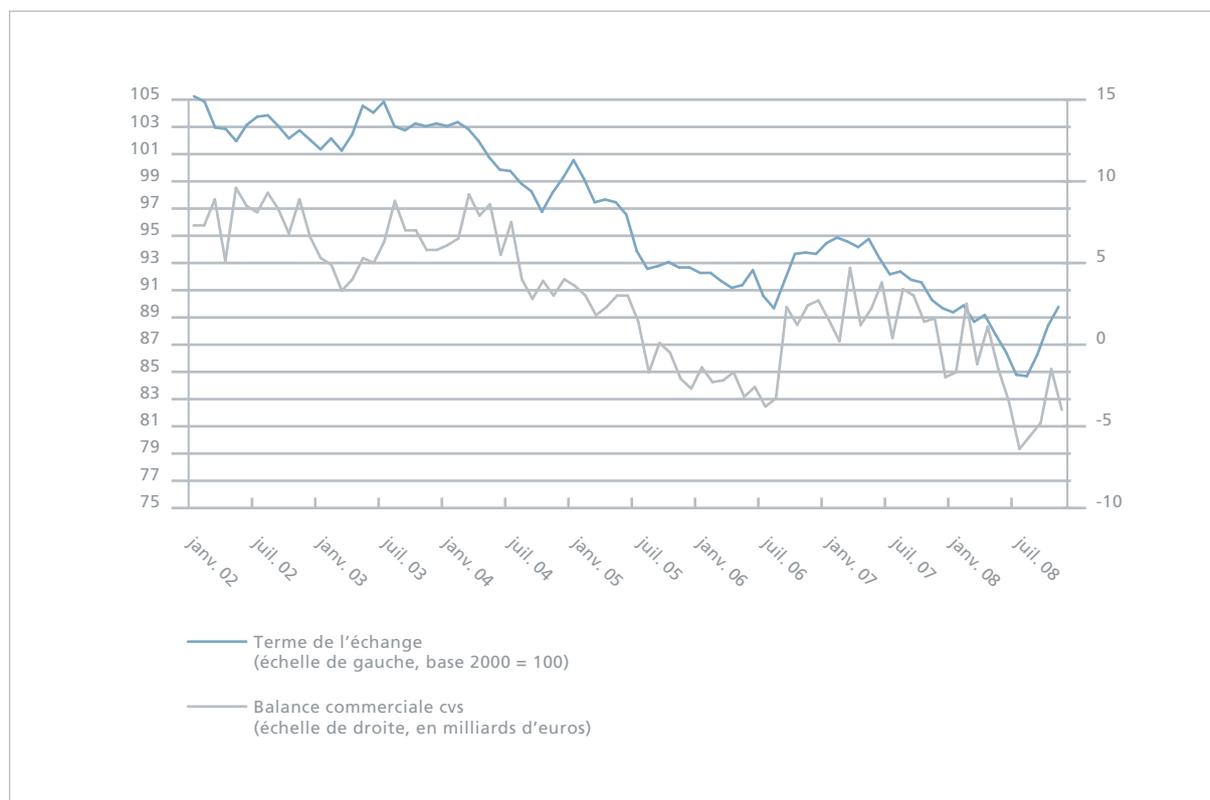
GRAPHIQUE 7 :
ÉVOLUTION EN VOLUMES DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO



Source : Eurostat

GRAPHIQUE 8 : ÉVOLUTIONS MENSUELLES DES TERMES DE L'ÉCHANGE ET DU SURPLUS COMMERCIAL DE LA ZONE EURO

(DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES, CVS)



Source : Eurostat

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre qu'en dépit de la baisse des prix du pétrole à partir de l'été 2008, le déficit dans les produits pétroliers a fortement grimpé (+32%) en atteignant 227 milliards d'euros sur toute l'année 2008. Le déficit dans les autres matières premières (hors énergie) a progressé à un rythme plus lent (+5% à 38 milliards d'euros). Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce des machines et véhicules s'est amélioré de 6% à 192 milliards d'euros sur toute l'année 2008. Le surplus sur les produits chimiques a également progressé de 4% à 90 milliards d'euros.

La ventilation du solde commercial par principaux partenaires montre une contraction des excédents avec le Royaume-Uni (-8% à 57 milliards d'euros sur toute l'année 2008) et avec les États-Unis (-22% à 50 milliards). Seuls les excédents à l'égard de la Suisse (+10% à 16 milliards), de la Roumanie (+10% à 12 milliards) et de la Turquie (+15% à 10 milliards d'euros) ont affiché une croissance positive en 2008. Les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (+7% à 119 milliards d'euros), les pays membres de l'OPEP (+50% à 41 milliards), la Russie (+14% à 39 milliards) ainsi que la Norvège (+45% à 29 milliards).

1.1.8 La balance des paiements

La balance courante de la zone euro s'est soldée par un déficit de 93,6 milliards d'euros sur toute l'année 2008 comparé à un surplus de 11 milliards en 2007. Les données trimestrielles montrent que la zone euro a enregistré un solde courant négatif pour chacun des quatre trimestres de 2008, le déficit trimestriel le plus lourd (31 milliards d'euros) ayant été enregistré au deuxième trimestre 2008. Le compte courant de la zone euro a poursuivi sa détérioration au premier trimestre 2009 en se soldant par un déficit de 25 milliards d'euros sur cette période. Cette dégradation s'explique principalement par un retournement des soldes de marchandises et de revenus.

Le solde des marchandises qui d'habitude apporte une contribution positive à la balance courante, s'est retourné dès le premier trimestre 2008, avec l'apparition d'un déficit de 2,5 milliards d'euros. Même si la zone euro a dégagé un solde positif (6 milliards d'euros) au second trimestre de 2008, les échanges de biens ont continué à se détériorer sur les deux derniers trimestres de 2008, suite à une forte contraction de la demande mondiale (cfr. section 1.1.7 ci-dessus).

S'agissant du solde des revenus, les taux de rendement relativement élevés dans la zone euro (Cfr. section 1.1.3 ci-dessus) ont occasionné un retournement de leur solde qui est passé d'un léger excédent en 2007 à un déficit de 32 milliards d'euros en 2008. Par ailleurs la hausse de 12% dans le déficit des transferts courants, qui a atteint un niveau record de 97 milliards d'euros en 2008, s'explique largement par l'aide au développement et par les contributions aux institutions internationales. La balance courante de la zone euro a finalement subi une évolution défavorable dans le solde des services dont le surplus s'est contracté de 15% pour s'établir à 42 milliards d'euros en 2008.

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 314 milliards d'euros sur toute l'année 2008 contre 41 milliards en 2007. Cette évolution positive est consécutive d'une part aux ventes nettes de titres étrangers par les résidents de la zone euro et d'autre part à une hausse des engagements de l'Eurosystème.

Dans le contexte de la crise financière, le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) s'est caractérisé par une grande méfiance à l'égard de titres étrangers, ce qui s'est traduit par une réduction de leurs placements en titres étrangers. Ainsi s'agissant des transactions sur titres de participations, les résidents ont vendu massivement les actions étrangères, notamment aux premier, troisième et quatrième trimestres 2008, occasionnant des entrées de 113 milliards d'euros. En même temps, les non-résidents ont désinvesti dans les actions de la zone euro, à concurrence de 77 milliards d'euros sur toute l'année 2008. Au total, les rapatriements des fonds par les résidents ayant dépassé ceux de non-résidents, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 36 milliards sur actions.

Dans les titres de dette, les résidents ont réduit considérablement leurs placements dans les obligations étrangères qui ont même subi des ventes nettes (60 milliards) au quatrième trimestre de 2008. En considérant l'année 2008 dans son ensemble, les résidents ont placé 91 milliards d'euros dans les obligations étrangères, un montant toutefois en forte baisse par rapport aux 282 milliards enregistrés en 2007. Les résidents ont également réduit (essentiellement entre septembre et octobre 2008, au plus fort de la crise) leurs investissements dans les instruments des marchés monétaires étrangers (7 milliards au total en 2008 contre 78 milliards en 2007). S'agissant du comportement des non-résidents face aux titres de dette émis par la zone euro, il s'est caractérisé par une réduction des placements dans les obligations (dont les entrées sont passées de 433 milliards en 2007 à 282 milliards en 2008) et par une hausse des investissements dans les instruments du marché monétaire (220 milliards en 2008 contre 160 milliards en 2007). Au total les entrées nettes sur investissements de portefeuille sont restées à un niveau élevé en 2008 (439 milliards contre 138 milliards en 2007).

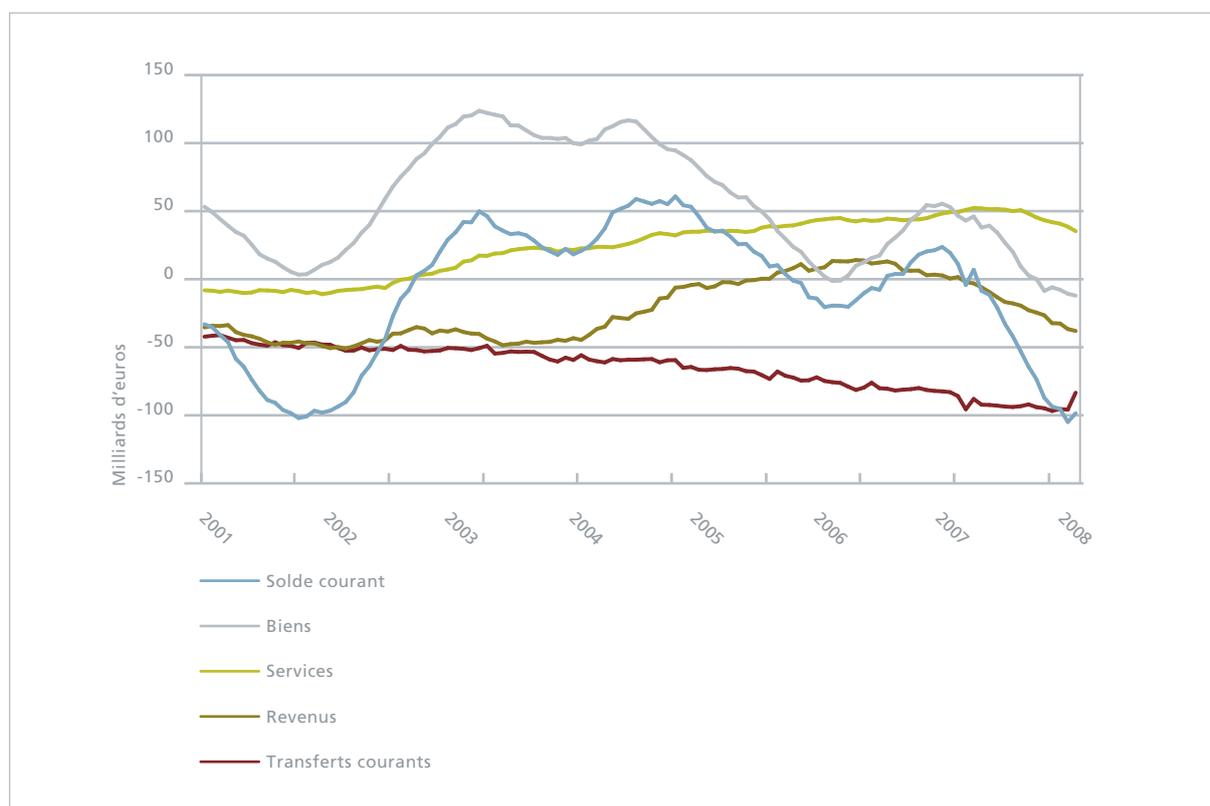
Les flux d'autres investissements (crédits et dépôts classiques) se sont caractérisés par des entrées nettes de 95 milliards d'euros en 2008 (contre 41 milliards en 2007). Cette évolution s'explique par une hausse des engagements de l'Eurosystème (de 69 milliards en 2007 à 284 milliards en 2008), engagements constitués essentiellement de dettes envers le Système fédéral de réserve et envers la Banque nationale suisse dans le

cadre du dispositif temporaire d'échange réciproque de devises. Les autres institutions financières monétaires et les autres secteurs de la zone euro ont en revanche enregistré des sorties nettes de 193 milliards d'euros, notamment suite à une réduction des dépôts et prêts des non-résidents.

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille et d'autres investissements ont été partiellement

compensées par les sorties nettes d'investissements directs et de produits financiers dérivés, dans une moindre mesure. La progression des sorties nettes d'investissements directs (251 milliards en 2008 contre 92 milliards en 2007) est due au fait que la chute des investissements étrangers dans la zone euro a largement dépassé la baisse des investissements de la zone euro à l'étranger.

GRAPHIQUE 9 :
EVOLUTION DES SOLDES DU COMPTE COURANT CUMULÉS SUR DOUZE MOIS



Source : BCE

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2 La situation économique au Luxembourg

1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

Depuis juillet 2008, l'inflation a reculé de manière remarquable au Luxembourg. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) est revenu à 1,1 % en décembre 2008, après avoir affiché avec 4,9 % en juillet un pic historique depuis l'intro-

duction de la série en 1995. En moyenne annuelle par contre, l'inflation s'est établie à 3,4% en 2008, son niveau le plus élevé depuis 1993 et en forte accélération par rapport au 2,3% observé en 2007. Le recul de l'inflation s'est poursuivi en 2009, et le taux annuel est tombé à 0,3% en avril.

GRAPHIQUE 10:
EVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION (TAUX DE VARIATION ANNUELS)



Source : STATEC

La modération de l'inflation a résulté d'une variation annuelle négative des prix des produits pétroliers et d'une baisse de l'inflation des autres prix et services. En effet, alors que la variation annuelle des prix des produits pétroliers était de 30% vers la mi-2008, elle est devenue négative à partir de novembre 2008 pour tomber à -24% en avril 2009. Parallèlement, la hausse en rythme annuel des prix des autres biens et services a reculé à 2,3% en avril 2009 contre 2,7% en août 2008.

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, le paiement effectif de la tranche indiciaire automatique échue en juin 2008 a été reporté au 1^{er} mars 2009.

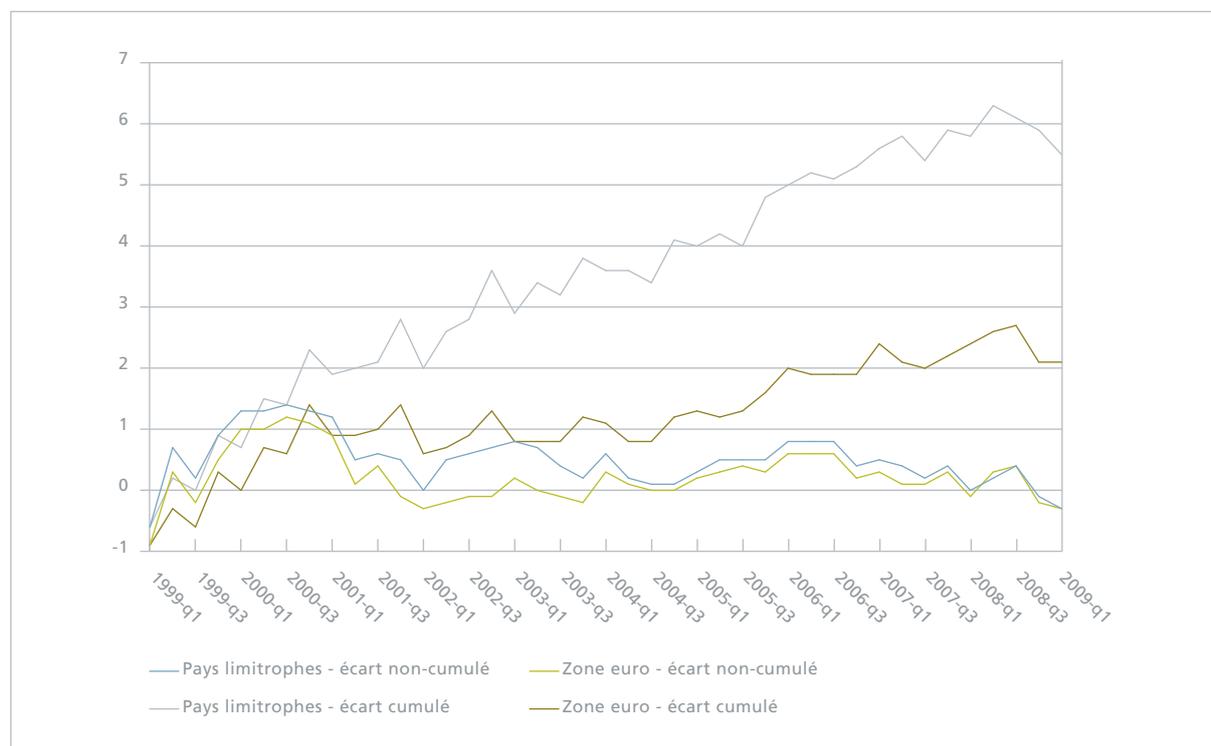
L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) fait désormais état d'une variation négative de l'inflation, le taux annuel ayant reculé de 5,8% en juillet 2008 à 0,0% en janvier 2009 et à -0,3% en mars et avril 2009. Sa baisse a été plus rapide que celle enregistrée par l'IPCN et son taux de variation est désormais inférieur à celui recensé par l'IPCN. Ce renversement de situation s'explique par la forte baisse des pro-

duits pétroliers, la principale cause du fléchissement de l'inflation globale et qui ont une pondération plus importante dans l'IPCH que dans l'IPCN.

Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes¹ sont redevenus légèrement favorables au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au premier trimestre 2009, ont atteint respectivement 2,1 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 5,5 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

GRAPHIQUE 11 : DIFFÉRENTIELS D'INFLATION

(EN POINTS DE POURCENTAGE)



Source : STATEC, Eurostat, calculs BCL

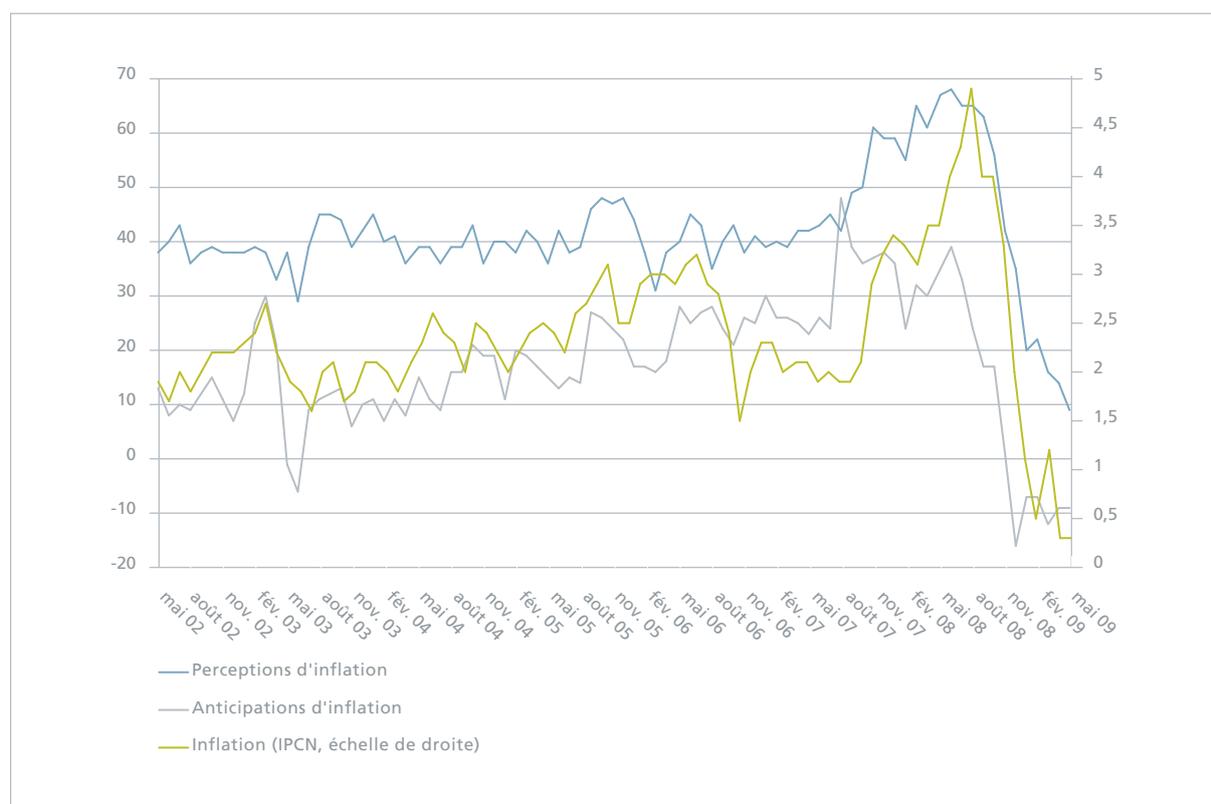
1 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs² ont fortement diminué depuis la mi-2008 pour atteindre au mois de mai 2009 le niveau le plus bas observé depuis la compilation de la série. Cette tendance des perceptions est en accord avec la forte chute de l'inflation globale recensée. Les anticipations d'inflation des consommateurs, relatives aux douze prochains mois, ont également fortement reculé pour atteindre un nouveau creux historique au mois de décembre 2008. Malgré un léger rebond en début d'année 2009, ces anticipations restent à un niveau très

bas. Depuis six mois, la majorité des consommateurs s'attend aussi à ce que les prix baissent au cours des 12 prochains mois. Les attentes d'une baisse généralisée des prix sont à la fois plus prononcées et plus persistantes que vers la mi-2003, qui était pourtant une période durant laquelle les craintes d'une spirale déflationniste étaient particulièrement répandues en Europe. En revanche, la situation actuelle et projetée des prix à la consommation constitue une période de désinflation, c'est-à-dire une baisse des taux d'inflation, qui ne doit pas être confondue avec une période de déflation.

GRAPHIQUE 12 :
PERCEPTIONS ET ANTICIPATIONS QUALITATIVES D'INFLATION DES CONSOMMATEURS
AU LUXEMBOURG ET INFLATION OBSERVÉE



Source : BCL et STATEC

² 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.

Un processus déflationniste se caractérise par une baisse générale des prix qui persiste pendant une assez longue période et qui s'autoalimente sous l'effet d'une anticipation de poursuite de cette baisse des prix. Ces anticipations peuvent amener les consommateurs à reporter leurs achats renforçant ainsi les pressions à la baisse sur les prix. Bien que les consommateurs anticipent une baisse des prix au cours des 12 prochains mois, il se pourrait que leurs attentes soient fortement influencées par l'évolution récente de l'inflation. A l'heure actuelle, les trois caractéristiques d'une spirale déflationniste ne sont pas réunies. Premièrement, le fort recul de l'inflation globale est essentiellement imputable à la baisse des prix de l'énergie, elle-même liée au fléchissement du prix du pétrole. Le recul de l'inflation s'est certes généralisé en début d'année 2009, sans toutefois provoquer une baisse des prix de biens autres que l'énergie. En effet, les prix des autres biens et services ont augmenté, bien qu'à une allure plus modérée, y compris les prix des biens alimentaires, une catégorie qui était particulièrement susceptible de voir baisser ses prix suite à la dissipation du choc sur les prix des matières premières alimentaires. Deuxièmement, selon les projections d'inflation de la BCL (voir plus bas), le fort recul de l'inflation qui est devenue négative pourrait bientôt venir à son terme et cette période serait donc de courte durée. Fin 2009, l'inflation au Luxembourg est attendue proche de 2%, et, pour les années 2010 et 2011, elle s'établirait, en moyenne à un niveau légèrement en-dessous de 2%. Ce retour à des taux d'inflation positifs résulterait notamment de la dissipation des « effets de base » sur les prix de l'énergie liés à l'évolution du prix du pétrole. Par consé-

quent, les anticipations d'inflation des consommateurs pourraient aussi se renverser au cours des prochains mois. Troisièmement, il n'existe pas d'informations concluantes qui confirmeraient l'entame d'un processus d'auto-alimentation des anticipations de baisse de prix. Si, à l'heure actuelle, la consommation ralentit et que certains ménages reportent des achats, de biens durables ou de biens de luxe par exemple, c'est probablement davantage en raison de l'incertitude quant à la situation économique future, éventuellement liée à la progression du chômage, que d'une anticipation de baisse des prix à la consommation.

Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-mai, l'euro cotait aux environs de 1,34 USD/EUR, soit à un niveau légèrement plus élevé que lors des projections datant de mars 2009³. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment autour de 55\$/bl et les marchés à terme anticipent une accélération supplémentaire du prix à un niveau proche de 65\$/bl jusque juin 2010. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar baisserait de 45% en 2009 par rapport à 2008. En revanche, en raison de la dépréciation de l'euro par rapport à la devise américaine, la baisse du prix exprimé en euros est ramenée à 38%. Par rapport à l'exercice de mars, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la hausse, en moyenne de 9,4%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

TABLEAU 4 :
HYPOTHÈSES SOUS-JACENTES AUX PRÉVISIONS D'INFLATION

	2008	2009	2010	09-T1	09-T2	09-T3	09-T4	10-T1	10-T2
Prix du pétrole (Brent) en \$	97,7	54,5	65,5	45,1	54,2	58,1	60,7	63,0	64,9
Taux de change \$/€	1,47	1,33	1,34	1,30	1,34	1,34	1,34	1,34	1,34
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	24,0	-37,6	19,2	-46,4	-48,3	-43,6	6,4	35,8	19,1

Source : BCL

3 Voir BCL, Bulletin 2009/1, pp.30-33

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La tendance baissière de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, entamée depuis le troisième trimestre 2008, devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Au début, elle résultera à nouveau exclusivement du recul de l'inflation des biens alimentaires traités. En effet, le scénario de base s'appuie sur l'hypothèse que le choc des prix des matières premières agricoles se dissipe progressivement. Un indice composite de ces prix, reprenant entre autres le blé et le lait, indique que le niveau des prix a baissé fortement depuis ses niveaux maxima observés en début d'année 2008. Même si, sur base des prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents, les prix devaient à nouveau remonter, ils ne dépasseraient pas leurs niveaux de début 2008, impliquant que l'impact sur les prix à la consommation devrait être dorénavant limité.

A un horizon plus lointain, le recul de l'inflation se généraliserait et engloberait aussi un ralentissement des autres composantes de l'IPC. Plusieurs facteurs inflationnistes se sont en effet abruptement effacés avec le renversement de la situation conjoncturelle. La forte baisse du prix du pétrole depuis ses sommets en juillet 2008, engendrera des effets directs et indirects favorables, d'abord via un recul des prix à la production industrielle et ultérieurement via un ralentissement des prix des biens à la consommation. La baisse des coûts de production sera aussi accompagnée d'un ralentissement, voire d'une contraction de la demande. La zone euro traverse actuellement une récession qui s'annonce comme la plus sévère depuis la deuxième Guerre Mondiale. L'effondrement des commandes et le recul de la production ont pris une ampleur telle que les effets sur le marché de l'emploi se sont manifestés par un gonflement massif du chômage partiel. Une baisse de l'emploi et une hausse concomitante du chômage freineront la progression des salaires, entraînant par ce biais une modération supplémentaire des coûts de production. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de baisser fortement en 2009, atteignant des niveaux qui n'ont pas encore été observés depuis l'avènement de la monnaie unique. Selon les dernières projections de l'Eurosystème, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro a été revue à la baisse et devrait s'établir entre 0,1 et 0,5% en 2009 et entre 0,6% et 1,4% en 2010 contre 3,3 % en 2008.

L'inflation des services au Luxembourg tourne autour d'un taux de 2,6% et une décélération supplémentaire au courant de l'année 2009 n'est guère réaliste. En effet, en dépit de la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires, l'échelle mobile des salaires évolue chaque mois à un taux annuel de 2,5%, ce qui empêche un repli plus conséquent de l'inflation des prix des services⁴. En 2010 cependant, cette situation pourrait se renverser. D'une part, les effets sur les prix des services liés au paiement de la tranche indiciaire de mars 2009 devraient se dissiper. D'autre part, le salaire minimum ne serait pas ajusté. Ces deux facteurs pourraient alors conjointement déclencher un processus désinflationniste qui ramènerait l'inflation des services en-dessous des 2%.

4

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

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, le scénario favorable de la désinflation des produits énergétiques va se poursuivre au cours des prochains mois. Le niveau des prix du pétrole a atteint son niveau plancher en janvier 2009, mais, en raison des effets de base, le recul des taux de variation annuel s'accroîtra encore jusqu'en juillet 2009, avoisinant alors des taux de -25%, pour se renverser par la suite. La remontée subséquente du taux d'inflation serait également rapide et, fin 2009, l'inflation pourrait à nouveau être positive dans le sillage de la remontée des prix du pétrole telle qu'anticipée. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, devenue négative au premier trimestre 2009, resterait négative tout au long de l'année 2009, de l'ordre de -2,5pp aux deuxième et troisième trimestres (voir graphique), pour redevenir positive en 2010. En moyenne, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à -18% sur l'ensemble de l'année 2009, le taux le plus bas observé depuis plus de vingt ans. Par rapport à l'exercice de mars, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été légèrement revues à la hausse, en ligne avec les ajustements des hypothèses techniques.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures a été légèrement adapté à la hausse. Malgré l'intensification de la récession en début 2009, les pressions inflationnistes se sont avérées plus importantes qu'anticipées initialement. Dans le contexte du recul de la demande, ces augmentations de prix sont alors vraisemblablement liées à l'évolution passée des coûts de production et à l'ajustement des coûts salariaux. En moyenne, le taux d'inflation pourrait baisser de 2,2% au premier semestre 2009 à 2,0% au deuxième semestre 2009 pour tomber autour de 1,3% en début d'année 2010. Le recul plus prononcé en 2010 résulte de la baisse de l'inflation des services, liée à une évolution très modérée des salaires nominaux et de la baisse de l'inflation des biens industriels non-énergétiques, liée à une inflation importée très faible.

Après un taux de 0,3% en avril 2009, l'inflation mesurée par l'IPCN global est devenue négative en mai en s'établissant à -0,3%. Cette baisse s'amplifierait

jusqu'en juillet lorsqu'un taux annuel de -0,7% serait observé, pour se renverser par la suite. Sur la base de nos projections actuelles, le Luxembourg devrait connaître des taux d'inflation négatifs durant respectivement 5 (sur base de l'IPCN) et 8 (sur base de l'IPCH) mois. L'inflation globale redeviendrait positive à partir du quatrième trimestre 2009 pour converger au premier trimestre 2010 vers un taux moyen de 1,5%. Ce rebond de l'inflation, tout comme la baisse qui le précède, sont toutefois à relativiser puisqu'ils résultent largement d'un facteur technique commun, en l'occurrence les effets de base liés au profil de l'IPC énergie. Il est important de signaler que ce scénario de baisse d'inflation globale a ses origines dans un ralentissement général des prix lié à deux facteurs. D'une part, on assiste à la dissipation simultanée des deux chocs qui ont nourri l'inflation au cours de l'année précédente, en l'occurrence les prix des biens alimentaires et le prix du pétrole. D'autre part, le scénario conjoncturel s'est dégradé au point qu'il est de nature à favoriser une évolution plus clémente des prix à la consommation.

En moyenne, l'inflation globale baisserait fortement en 2009 pour s'établir à respectivement 0,2% pour l'IPCN et -0,2% pour l'IPCH. En raison des pondérations différentes, ce dernier réagit en effet davantage à la forte désinflation des produits énergétiques. La situation de très faible inflation semble comparable à celle des années 1986 et 1987, lorsque, dans le contexte du contre-choc pétrolier, l'inflation avait avoisiné des taux annuels moyens de respectivement 0,3 et -0,1%.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 13 :
CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DE L'IPCEN⁵



Source : BCL et STATEC

L'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait reculer en 2009 par rapport à 2008. D'une part, le gouvernement central a contenu les ajustements de la taxation indirecte et les hausses des prix administrés. Ainsi, au mois d'avril 2009, les prix administrés à l'exclusion de l'électricité n'ont pas augmenté sur base annuelle. Mais, d'autre part, la contribution des mesures gouvernementales reste positive et résulte de la hausse d'environ 10% des prix de l'électricité telle qu'observée au début de l'année 2009 et des ajuste-

ments projetés du prix du tabac. Ceux-ci ne sont en effet guère sensibles à la dégradation conjoncturelle. Le paiement de la tranche indiciaire échue en juin 2008 a été reporté à mars 2009. Sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur n'est pas prévu pour 2009. En prolongeant les projections décrites ci-dessus jusqu'en 2011 (voir sous 2.10), il paraît vraisemblable que l'échéance de la prochaine tranche indiciaire, initialement anticipée pour le quatrième trimestre de 2010, serait reportée au début de l'année 2011. La poursuite de la détente de l'inflation globale, en termes de moyennes annuelles, favoriserait une modération importante des coûts salariaux et soutiendrait parallèlement le pouvoir d'achat réel des ménages dans un contexte conjoncturel qui s'annonce difficile.

5 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'IPCEN.

TABLEAU 5 :
PRÉVISIONS D'INFLATION ET RÉVISIONS PAR RAPPORT AUX PRÉVISIONS PRÉCÉDENTES

(EN TAUX DE VARIATION ANNUEL, RESPECTIVEMENT EN POINTS DE POURCENTAGE)

	2008	2009	2009-1 ^{er} sem	2009-2 ^e sem	2010-1 ^{er} sem
IPCN	3,4	0,2(0,1)	0,2(-)	0,2 (0,2)	1,5
IPCN hors énergie	2,5	2,1(0,3)	2,2(0,2)	2,0(0,3)	1,3
IPCH	4,1	-0,2(0,2)	-0,4(0,1)	0,0(0,2)	2,1
IPCH énergie	12,4	-18,2(0,3)	-20(-)	-16,3(0,6)	5,3
IPCH hors énergie	3,0	2,4(0,1)	2,6(0,1)	2,3(0,2)	1,7
Impact des mesures gouvernementales* sur l'IPCN, en pp	0,4	0,3(-0,1)			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,9	0,7(-0,1)			

Source : BCL

* 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).

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Depuis la finalisation de ces projections, le prix du pétrole exprimé en euros s'est accéléré plus vite qu'anticipé; Ces développements renverseraient partiellement l'ajustement à la baisse des projections d'inflation et feraient à nouveau avancer l'échéance de la prochaine tranche indiciaire à la fin d l'année 2010 (voir aussi l'analyse des risques dans le chapitre 1.2.11).

Les prix à la production industrielle ont accéléré aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2008, avant de se replier au quatrième (les prix à la production ont baissé de 2,2% au quatrième trimestre 2008 par rapport au troisième trimestre 2008). Au total, ils ont progressé de 8,7% en moyenne sur l'ensemble de l'année. Au niveau sectoriel, il apparaît que la hausse a été particulièrement forte sur l'année 2008 pour les prix à la production de biens énergétiques et, dans une bien moindre mesure, de biens intermédiaires. La progression des prix à la production est apparue en revanche modérée dans les secteurs des biens d'équipement et de consommation.

TABLEAU 6 :
PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE (EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)

	2006	2007	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009 T1
Ensemble des produits Industriels	7,7%	9,1%	8,7%	2,3%	3,3%	4,6%	-2,2%	-4,7%
Biens intermédiaires	8,8%	12,5%	9,2%	1,9%	4,3%	5,0%	-3,9%	-6,7%
Biens d'équipement	0,9%	5,0%	5,1%	2,3%	1,1%	0,3%	1,0%	-0,2%
Biens de consommation	1,2%	0,5%	2,1%	0,4%	0,8%	1,0%	0,5%	1,6%
Biens énergétiques	19,8%	0,1%	17,2%	8,8%	3,2%	8,6%	0,0%	-5,0%

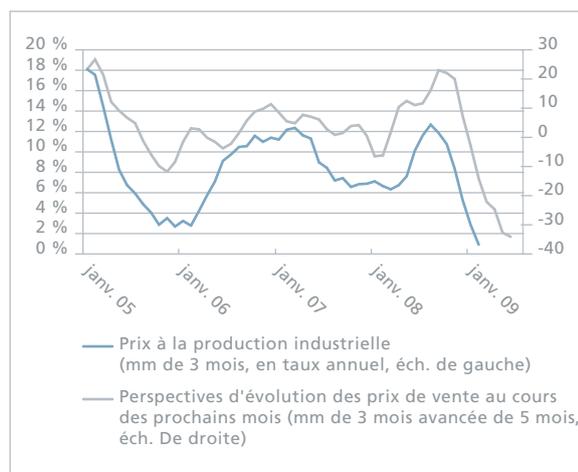
Source : STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Les derniers chiffres font état d'une nouvelle baisse des prix à la production industrielle au premier trimestre 2009 (-4,7, après -2,2%). Ce recul des prix est généralisé à l'ensemble des secteurs de l'industrie à l'exception des biens de consommation.

Les enquêtes de conjoncture harmonisées relatives au Luxembourg indiquent une poursuite d'une évolution à la baisse du taux de variation annuel de l'indice global au Luxembourg (voir graphique). Le solde d'opinion relatif aux perspectives d'évolution des prix, qui avait atteint un sommet en juillet 2008, demeure en moyenne négativement orienté.

GRAPHIQUE 14:
PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE,
ÉVOLUTIONS EFFECTIVE ET ANTICIPÉE⁶



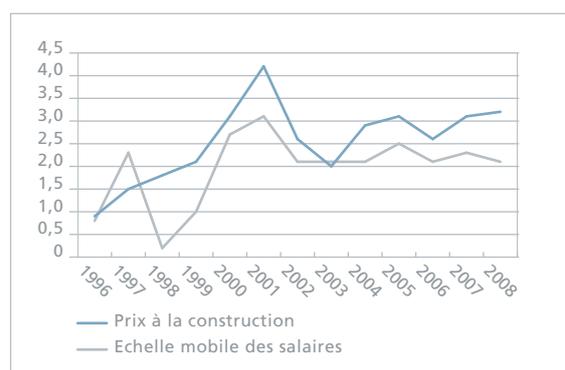
Source : STATEC, projections BCL

1.2.1.3 Les prix à la construction

En 2008, l'indice des prix à la construction, qui recense les tarifs pratiqués par les différents corps de métiers dans le bâtiment, n'a que très légèrement accéléré. Ces tarifs ont progressé en moyenne de 3,2% (après +3,1% en 2007). Ces évolutions de prix reflètent vraisemblablement davantage la variation du coût salarial que la position cyclique de la branche. A l'instar des prix des services consommés par les ménages luxembourgeois, les prix à la construction sont 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 de la progression de l'échelle mobile des salaires.

GRAPHIQUE 15:
PRIX À LA CONSTRUCTION



Source : Statec, calculs BCL

⁶ 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).

Compétitivité prix/coûts – impact de la crise et perspectives 2009-2011

Au cours du deuxième semestre 2008, le Luxembourg a connu un ralentissement spectaculaire de l'indice des prix à la consommation national (IPCN). En juillet le Luxembourg vivait encore un des niveaux d'inflation les plus élevés de la zone euro, mais depuis novembre l'inflation a atteint un des niveaux les plus faibles de la zone euro (en compagnie de l'Irlande et le Portugal). Ce développement a marqué les indicateurs de la compétitivité prix-coûts du Luxembourg. En particulier, l'indicateur basé sur les prix à la consommation et celui basé sur le déflateur du PIB suggèrent une amélioration mais seulement au quatrième trimestre 2008.

Les résultats du récent exercice de projection de l'Euro-système permettent de prolonger ces indicateurs de la compétitivité jusqu'en 2011. Ceci fait apparaître que la récente amélioration de la compétitivité est plus une correction passagère qu'une inversion de tendance, vu que la détérioration de la position compétitive du Luxembourg continue jusqu'à la fin de l'horizon de la projection.

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. Ceux-ci comparent les prix/coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts dans les principaux pays partenaires du Luxembourg¹, 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 présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg prolongés jusqu'en 2011 à l'aide des récentes projections de l'Euro-système². Dans chaque cas,

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). L'indicateur basé sur les prix à la consommation a commencé à reculer en 2008-T4, ce qui implique une amélioration de la compétitivité. Pour l'ensemble de 2008 la détérioration est limitée à +1,40%, ce qui est inférieur au chiffre de +2,08% avancé par la BCL dans son dernier rapport annuel. En 2009-T1 (la dernière observation disponible) l'indicateur s'est encore amélioré, en reculant de -1,01% en glissement annuelle. Pour l'ensemble de l'année 2009, les projections anticipent une amélioration de la compétitivité de -0,84%. Cependant, l'indicateur en 2010 et en 2011 devrait se détériorer à un taux de progression annuel excédant +0,5%, ce qui est près de sa moyenne historique depuis 1999-T1 (+0,71%).

Selon les derniers chiffres de comptabilité nationale, l'indicateur basé sur le déflateur du PIB enregistre une détérioration de +1,94% en 2008 (très près du niveau anticipé dans le dernier rapport annuel). Cependant, en 2008-T4 (dernière observation disponible) la détérioration en glissement annuelle était limitée à +0,19%. Pour l'année 2009, les projections indiquent une détérioration de seulement +1,09% et les chiffres sont semblables pour 2010 et 2011. Ainsi l'indicateur de la compétitivité basé sur le déflateur du PIB devrait se détériorer sur l'ensemble de l'horizon de projection, mais à un rythme inférieure à sa moyenne historique depuis 1999-T1, qui se situe à +1,69%.

L'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie indique une détérioration de la compétitivité de +3,46% en 2008, bien plus fort que le +1,74% anticipé il y a un an. Cette différence est liée à un important recul de la productivité apparente du travail tout au long de l'année. Cependant, en 2008-T4 (dernière observation disponible) cet indicateur s'est légèrement amélioré, en reculant à un rythme annuel de -0,10%. Selon les projections, cette amélioration de la compétitivité-coûts continuera en 2009 avec une diminution de -1,11% de l'indicateur. En 2010 l'indicateur devrait s'améliorer de seulement -0,39% et en 2011 il devrait se détériorer de +0,20%. Ainsi les projections n'anticipent pas une inversion de tendance, mais une nette amélioration par rapport à la détérioration depuis 1999-T1 (moyenne +1,44%).

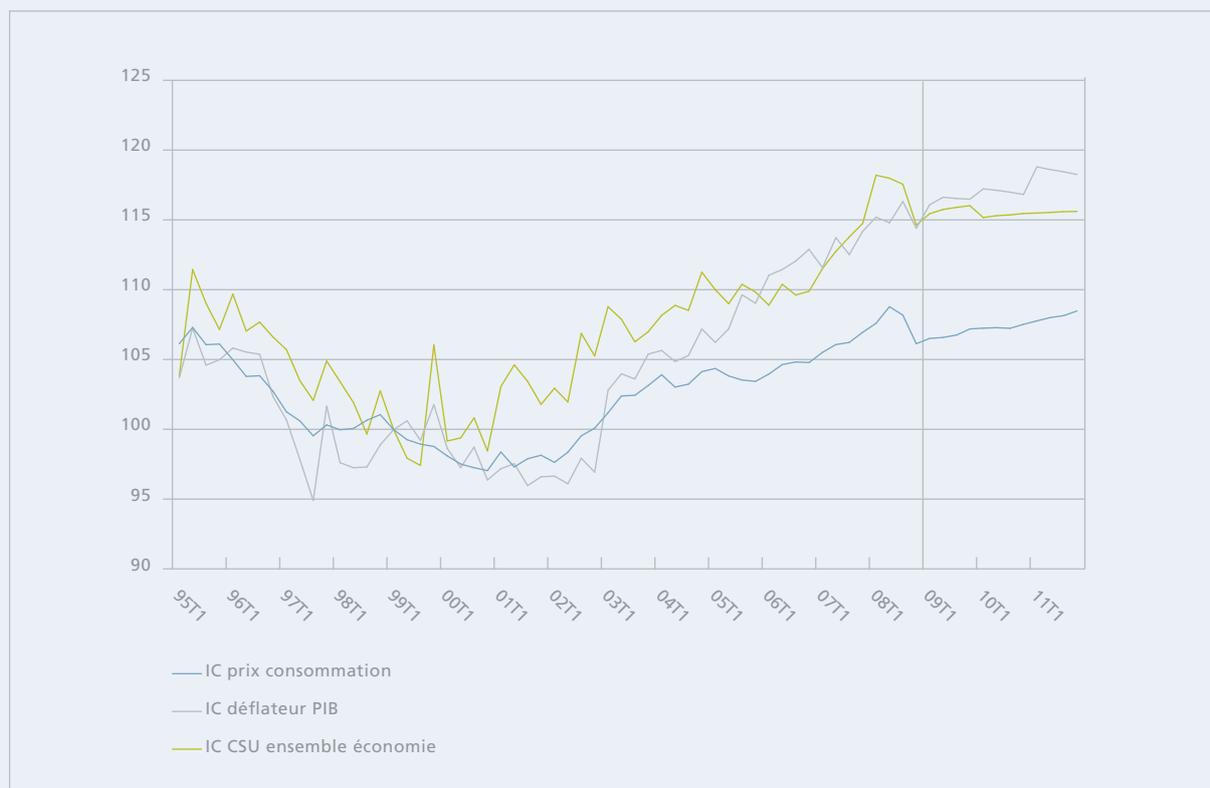
1 Les pays partenaires considérés sont les autres 26 membres de l'union européenne et 11 autres pays : la Suisse, la Norvège, les Etats-Unis, le Canada, le Japon, l'Australie, la Nouvelle Zélande, la Corée du Sud, la Chine, Hong Kong et Singapour.

2 Notons que les projections des déflateurs se limitent aux 16 pays membres de la zone euro et le Royaume-Uni, la Suisse, les Etats-Unis et le Japon.

Dans le contexte de la crise les projections sont entourées d'une incertitude plus importante qu'au passé, et les perspectives pour la compétitivité prix-coûts du

Luxembourg sont susceptibles d'être fortement révisées suite à la publication de nouvelles données.

GRAPHIQUE 16 :
INDICATEURS DE COMPÉTIVITÉ BASÉS SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION, LE DÉFLATEUR DU PIB ET LES COÛTS SALARIAUX UNITAIRES (CSU) DANS L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE



Source : Eurosysteme et calculs BCL

Depuis quelque mois, la Banque centrale européenne publie sur son site internet des indicateurs de compétitivité nationaux harmonisés pour les pays membres de la zone euro. Il s'agit des indicateurs basés sur les prix à la consommation, sur le déflateur du PIB et sur les coûts unitaires du travail. Ces indicateurs sont élaborés avec la même méthodologie que ceux calculés par la Banque centrale du Luxembourg, à une exception près. En effet, pour l'indicateur basé sur les prix à la consommation, la version publiée par la BCE se base sur l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) tandis que celui de la BCL se base sur l'indice national du Luxembourg (IPCN). La principale différence entre ces deux versions

de l'indice des prix à la consommation est l'importante pondération des prix énergétiques dans l'IPCH à cause de la consommation des non-résidents (qui est éliminée dans la construction de l'IPCN). Par conséquent, l'indice de compétitivité basé sur l'IPCH est caractérisé par une volatilité plus élevée et une tendance plus marquée³, comme apparaît dans le graphique. Ainsi, la progression annuelle depuis janvier 2000 est de 1,0% avec l'indicateur basé sur l'IPCN et de 1,6% avec celui basé sur

l'IPCH. La volatilité (telle que mesurée par l'écart-type de la progression annuelle) est de 5,4% sur la base de l'IPCN et de 6,5% sur la base de l'IPCH. En se limitant à l'évolution récente, les baisses au mois de janvier et mars 2009, ont été deux ou trois fois plus élevées selon l'indice basé sur l'IPCH que selon celui basé sur l'IPCN. Cependant, il est vraisemblable que ces baisses sont plus liées à l'évolution du cours du pétrole qu'à des véritables améliorations de la compétitivité.

GRAPHIQUE 17 :
INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ BASÉS SUR L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ (IPCH) ET L'INDICE NATIONAL (IPCN)



Source : Banque centrale européenne et calculs BCL

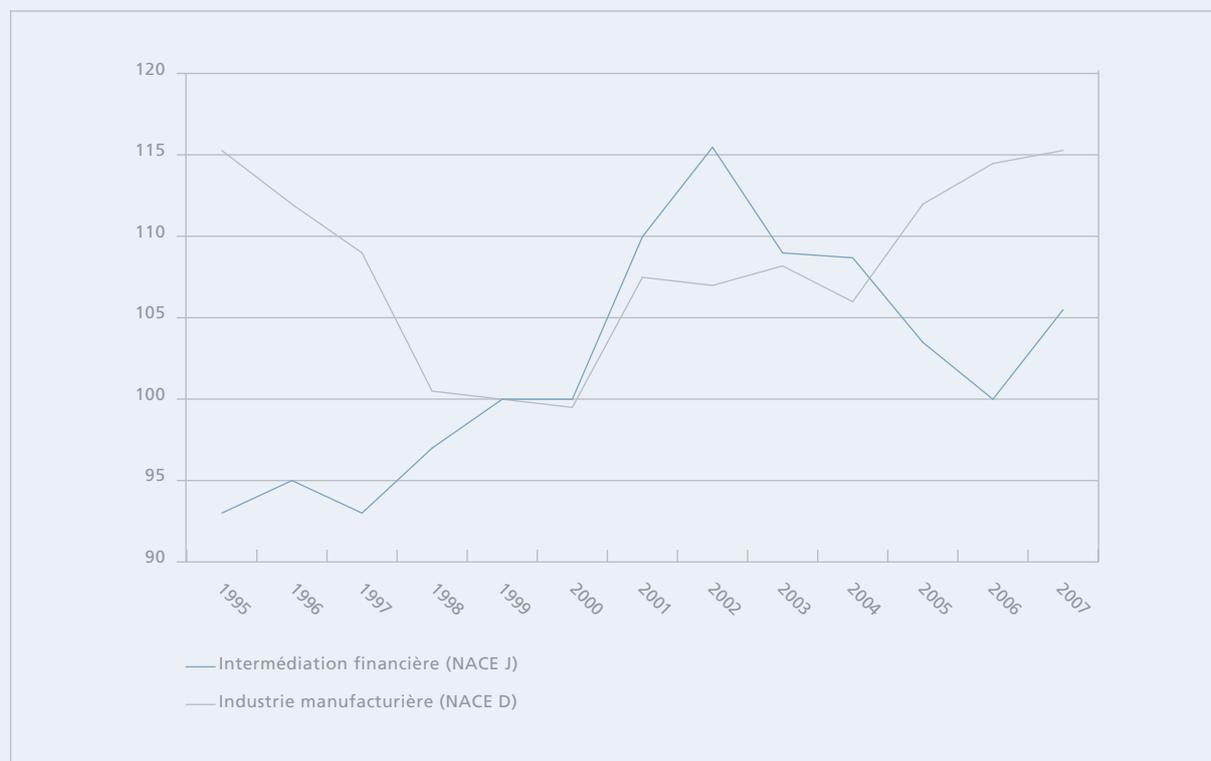
L'indicateur basé sur les prix à la consommation a les avantages d'une fréquence mensuelle et d'une disponibilité rapide. Cependant, les prix à la consommation couvrent beaucoup de biens et services qui ne sont pas exportés et excluent d'autres produits qui le sont (biens d'investissement, biens intermédiaires). C'est pourquoi les indicateurs de compétitivité basés sur le déflateur du PIB ou les coûts salariaux unitaires prennent en compte l'ensemble de l'économie. A leur tour, ces indicateurs macro-économiques sont parfois critiqués parce que

3 Signe qu'en moyenne sur la période la composante « prix énergétiques » a augmenté plus rapidement que l'ensemble de l'indice général.

la structure de l'économie domestique n'est pas nécessairement comparable à celle des pays partenaires. Suivant ce raisonnement, il est possible de construire des indicateurs de compétitivité qui se limitent à un secteur de production individuel pour comparer les prix ou les coûts domestiques et à l'étranger. Le graphique suivant compare les coûts salariaux unitaires au Luxembourg et à l'étranger d'une part pour la seule industrie manufacturière (secteur NACE D) et d'autre part seulement pour les services d'intermédiation financière (secteur NACE K). Cependant, les données de comptabilité nationale sous-jacentes (publiées par Eurostat) sont disponibles seulement jusqu'à l'année 2007 et pour seulement sept pays partenaires⁴.

Entre 1995 et 1999, l'indicateur pour l'industrie manufacturière révèle une amélioration de la compétitivité qui est cohérente avec l'évolution de l'indicateur pour l'ensemble de l'économie (coûts salariaux unitaires). Par contre, pour l'intermédiation financière l'indicateur se détériore continuellement de 1997 à 2002 mais montre une amélioration en 2003-2006 qui n'apparaît pas pour l'ensemble de l'économie. Pour 2007, la dernière observation disponible, la compétitivité a connu une forte détérioration pour l'intermédiation financière comme pour l'ensemble de l'économie. Il est important de tenir présent qu'une partie des différences est attribuable au fait que les indicateurs par secteur de production ont une couverture géographique plus limitée.

GRAPHIQUE 18 :
COMPÉTITIVITÉ PAR SECTEUR DE PRODUCTION - INDICATEURS BASÉS
SUR LES COÛTS SALARIAUX UNITAIRES – INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE ET INTERMÉDIATION FINANCIÈRE



Source : Banque centrale européenne et calculs BCL

4 Belgique, Allemagne, France, Italie, Pays-Bas, Suède et Royaume Uni. Ceux-ci représentent la destination de trois quarts des exportations des biens du Luxembourg et presque deux tiers des exportations des services. Pour l'intermédiation financière les données du Royaume-Uni font référence aux secteurs NACE J et K combinés (intermédiation financière et services aux entreprises).

1.2.2 Les activités sectorielles

1.2.2.1 Industrie

La production industrielle s'est nettement repliée en 2008, après une légère progression en 2007. L'effondrement de la production par jour ouvrable (ppjo) au cours du quatrième trimestre de l'année 2008 explique en grande partie cette évolution.

Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches de l'industrie ont enregistré un déclin au quatrième trimestre de l'année 2008, après avoir connu des trajectoires diversifiées. La ventilation sectorielle de la ppjo indique, sur l'ensemble de l'année 2008, des évolutions très hétérogènes par rapport à l'année précédente. Les biens d'équipement affichent un faible retrait en 2008, après une année 2007 extrêmement dynamique au cours de laquelle les investissements des entreprises s'étaient nettement redressés. La production d'énergie ne varie que faiblement en moyenne annuelle depuis 2006. La baisse du volume d'activité dans la branche des biens intermédiaires s'inscrit dans le contexte de la faiblesse de la demande mondiale. Enfin, le volume de production dans l'industrie des biens de consommation chute fortement en 2008 et ceci pour la troisième année consécutive. Au final, avec une ppjo en baisse de plus 4% en 2008 par rapport à 2007, le Luxembourg enregistre la pire performance de la zone euro.

Au premier trimestre de l'année 2009, la production industrielle a continué à reculer à un rythme quelque

peu supérieur à celui observé au dernier trimestre 2008. Pour l'ensemble de l'industrie, le recul de la ppjo a atteint 23,9% au premier trimestre 2009 par rapport à la même période de l'année précédente. La baisse de la production durant ce trimestre concerne tous les secteurs industriels. Cette dernière a été particulièrement prononcée dans les biens d'équipement et intermédiaires (respectivement -29,5% et -29,1% au premier trimestre de l'année).

L'indicateur de confiance, issu des enquêtes de conjoncture auprès des industriels, s'est détérioré tout au long de l'année 2008 pour atteindre en décembre un niveau historiquement faible. Depuis le début de l'année courante, il s'est atténué dans sa dégradation, en fluctuant légèrement autour de son minimum historique. Ces derniers résultats pourraient indiquer que le rythme de la baisse de la production industrielle ne s'intensifierait pas davantage sur les premiers mois de l'année 2009 – contrairement à ce qui a pu être observé entre les premier et second semestres de l'année 2008. Néanmoins, il faut garder à l'esprit que la diminution ininterrompue des heures travaillées depuis octobre dernier va peser négativement sur le niveau de la production au premier et au deuxième trimestres 2009. En moyenne sur les trois premiers mois de l'année, le volume des heures prestées s'est incliné de 9,5% environ par rapport aux trois premiers mois de l'année 2008 (après -1,1% en moyenne annuelle en 2008 par rapport à 2007). De plus, le taux d'utilisation des capacités de production, qui a poursuivi sa baisse en avril, se situe désormais à un niveau historiquement bas (65,2%, selon l'enquête trimestrielle dans l'industrie).

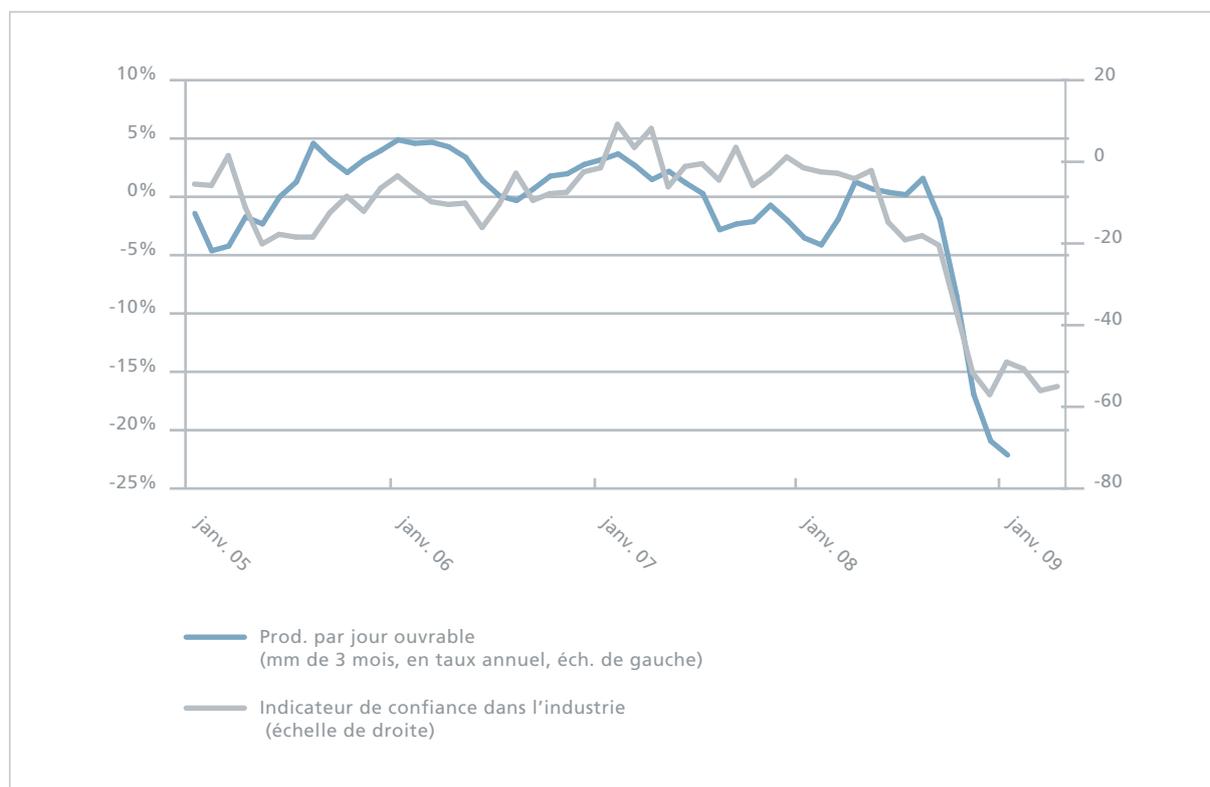
TABLEAU 7 :
INDICATEURS RELATIFS À L'INDUSTRIE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2006	2007	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1
Production par jour ouvrable	2,4	0,6	-4,8	-4,0	0,6	1,5	-16,7	-23,9
Biens intermédiaires (ppjo)	5,5	1,3	-6,3	-5,6	-0,5	4,6	-23,5	-29,1
Biens d'équipement (ppjo)	1,6	11,0	-0,9	3,5	7,3	-6,6	-6,9	-29,5
Biens de consommation (ppjo)	-4,1	-7,9	-6,0	-3,4	-6,2	0,4	-14,6	-14,1
Energie (ppjo)	-0,4	0,6	-0,4	3,3	8,7	-6,3	-5,4	-9,9
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	0,4	0,8	-4,9	-4,2	0,3	-1,8	-13,5	-21,0

Source : STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 19 :
INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE ⁷**



Source : Statec, calculs BCL

1.2.2.2 Construction

L'activité dans le secteur de la construction a fait preuve d'une certaine résistance en 2008 et au début de l'année 2009. Sur l'ensemble de l'année, le chiffre d'affaires a progressé de 2,3% par rapport à 2007. La production par jour ouvrable s'est pour sa part inscrite en léger retrait en 2008, ainsi que sur les trois premiers mois de l'année (-0,4% au premier trimestre 2009 par rapport à la même période de l'année passée). Les heures travaillées, pour leur part, ont reculé de 5,4% sur les trois premiers mois de l'année, après une légère diminution en 2008 (-0,2%).

Quant au logement, les indicateurs sont en baisse. Les permis de construire ont enregistré une baisse de 18,6% en 2008 et de 36,7% au premier trimestre 2009. Les statistiques bancaires, quant à elles, indiquent depuis le début de l'année 2008 un net ralentissement dans l'évolution de l'encours des crédits immobiliers accordés aux ménages. Au premier trimestre 2009, ils ont progressé de 6,9%. En termes de contrats, les nouveaux crédits accordés ont continué à progresser en 2008 (+13,8%, après +19,4% en 2007). Les statistiques disponibles montrent que ces nouveaux contrats ont progressé de manière extrêmement dynamique sur les trois premiers trimestres de l'année 2008. Au quatrième trimestre en revanche, ils ont chuté de 13,4%. Au premier trimestre 2009, la baisse s'est intensifiée puisqu'ils ont baissé de 19,2%.

⁷ Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance

TABLEAU 8 :
INDICATEURS RELATIFS AU SECTEUR DE LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2006	2007	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1
Chiffre d'affaires - Total	7,5	-0,5	2,3	5,6	-1,4	4,4	1,3	-13,4
Production par jour ouvrable -Total	2,1	1,7	-1,4	-2,0	0,0	-2,0	-1,8	-0,4
Heures travaillées	1,7	2,2	-0,2	-3,1	1,3	-0,2	1,1	-5,4
Permis de bâtir ¹	-5,9	12,1	-18,6	-7,9	-31,8	2,6	-26,7	-36,7
Crédits immobiliers accordés à des ménages - en cours	13,8	22,1	10,7	12,2	11,6	10,6	8,4	6,9
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	9,4	19,4	13,8	16,7	21,5	43,1	-13,4	-19,2
Taux hypothécaires	4,0	4,7	4,9	4,9	4,9	5,1	4,6	3,2

Source : STATEC, calculs BCL

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

1.2.2.3 Commerce et autres secteurs

Sur l'ensemble de l'année 2008, le chiffre d'affaires dans le commerce de gros s'inscrit en léger recul. Cette dernière évolution s'explique par la baisse marquée des ventes au quatrième trimestre 2008. Affichant un recul proche de 20%, le chiffre d'affaire des grossistes apparaît en ligne avec l'effondrement de la production industrielle au quatrième trimestre 2008.

Le chiffre d'affaires dans le commerce de détail affiche en revanche un taux de croissance nettement positif en 2008 (+15,9, comme en 2007). Ces évolutions ne sont guère surprenantes puisque la croissance de l'emploi a continué à un rythme soutenu et que la dynamique des salaires est également restée élevée, malgré la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires. Il est à noter que la croissance élevée du chiffre d'affaires des entreprises de ventes par correspondance (VPC) explique en grande partie ce dernier chiffre, puisque le commerce de détail corrigé de l'effet VPC enregistre une baisse de 0,7% en 2008 et une hausse de 0,9% en 2007.

Le commerce d'automobile a vu, pour la deuxième année consécutive, son chiffre d'affaires reculer en 2008. Les entreprises spécialisées dans l'entretien et la réparation de véhicules, quant à elles, ont enregistré une légère hausse de leur chiffre d'affaires (+2,7%).

Cette dernière apparaît modeste, comparée aux fortes progressions observées au cours des deux années précédentes (+8,9% et +14,0% respectivement en 2006 et 2007). Le chiffre d'affaires dans les autres secteurs des services a globalement continué d'évoluer favorablement en valeur au cours de l'année 2008. Il a notamment progressé de 3,5% dans l'hôtellerie-restauration (après +3,8%) et de 8,8% dans les transports (après +5,3%).

Enfin, les immatriculations automobiles ont fortement reculé au quatrième trimestre 2008, portant la croissance pour l'ensemble de l'année à +2% (après +1% en 2007). Les dernières statistiques disponibles ne sont guères plus réjouissantes, puisqu'elles font apparaître une baisse des immatriculations de 10,9% sur les quatre premiers mois de l'année 2009, par rapport à la même période de l'année précédente et ceci en dépit de la réduction importante des taux sur crédits à la consommation.

Les perspectives d'évolution du chiffre d'affaires dans le commerce en 2009 sont peu réconfortantes, même si le pouvoir d'achat a été soutenu par une série de mesures, notamment l'ajustement des barèmes fiscaux à l'inflation passée. La dégradation de la conjoncture au Luxembourg devrait peser sur les dépenses de consom-

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

mation, principalement via l'évolution du revenu salarial. Dans le contexte de la crise financière, les ménages de-

vraient aussi adopter un comportement plus prudent et reporter leurs achats majeurs à une date ultérieure.

TABLEAU 9 :
IMMATRICULATIONS DE VOITURES ET CHIFFRE D'AFFAIRES DANS DIFFÉRENTS SECTEURS
(EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2006	2007	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1
Immatriculations de voitures	4,7	1,0	2,0	-6,5	10,7	10,7	-6,7	-10,4
Automobile	1,1	-2,2	-1,9	-3,0	2,3	-3,2	-4,2	-
Commerce de gros	1,5	-8,8	-2,0	5,2	5,5	1,9	-18,3	-
Commerce de détail	15,0	15,9	15,9	12,4	8,7	3,3	2,2	-
Commerce de détail (corrige de l'effet des ventes par correspondance)	3,4	0,9	-0,7	1,8	0,4	-1,2	-3,3	-
Hôtels et restaurants*	2,0	3,8	3,5	6,6	6,0	2,0	-0,1	-
Transport*	4,0	5,3	8,8	10,3	5,4	14,5	5,6	-
Communications*	10,4	7,1	4,9	-0,6	15,4	2,0	6,3	-

Source : STATEC

* en valeur

1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs⁸ du Luxembourg a débuté au second semestre 2007. Il a donc coïncidé avec l'apparition des turbulences sur les marchés financiers. L'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg a atteint son minimum historique en décembre 2008, avant de se stabiliser quelque peu. La pause dans la dégradation de la confiance des ménages est apparue plus tardivement dans la zone euro, puisque ce n'est qu'en mars 2009 que le point le plus bas a été atteint.

Les différentes composantes de l'indicateur de confiance ont toutes atteint leur point historiquement le plus bas en décembre dernier, à l'exception du solde d'opinion

relatif au chômage au Luxembourg. Ce dernier a continué d'évoluer défavorablement jusqu'en avril 2009, mois au cours duquel l'inquiétude des consommateurs a atteint son maximum depuis l'existence de l'enquête.

La dernière enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date du mois de mai. L'indicateur de confiance a progressé de deux points pour le deuxième mois consécutif. Les évolutions des différentes composantes ont été assez diverses. Les anticipations des ménages sur l'évolution du chômage au Luxembourg, en dépit d'un redressement marqué en mai, se sont fortement dégradées depuis septembre dernier. Elles témoignent donc d'une réelle inquiétude des consommateurs vis-à-vis des évolutions futures sur le marché du travail. Le solde d'opinions relatif à la situation économique générale au Luxembourg, qui a fortement progressé en mai, se situe désormais à un niveau nettement supérieur au point bas atteint en décembre dernier. Enfin, les anticipations des ménages sur leur capacité d'épargner et leur situation financière ont été révisées à la baisse en mai, après s'être améliorées le mois précédent.

⁸ 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 20 : INDICATEURS DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS

(DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES)



Source : BCL et Commission européenne

TABLEAU 10 : 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
2007	mai	10	4	18	4	50
	juin	8	1	20	3	47
	juillet	10	0	12	4	47
	août	8	-3	15	2	48
	septembre	5	-10	18	-3	50
	octobre	9	2	20	4	49
	novembre	6	-5	17	-1	47
	décembre	4	-4	20	-1	41
2008	janvier	5	-8	19	-1	46
	février	4	-9	22	0	48
	mars	4	-10	20	-1	47
	avril	3	-14	18	-2	45
	mai	0	-21	18	-8	47
	juin	-1	-24	16	-9	44
	juillet	-4	-27	22	-9	41
	août	-2	-25	22	-9	47
	septembre	-2	-21	25	-4	42
	octobre	-10	-36	44	-6	46
	novembre	-12	-32	54	-7	43
	décembre	-20	-44	66	-9	38
2009	janvier	-16	-42	66	0	44
	février	-17	-34	70	-6	42
	mars	-19	-37	70	-6	39
	avril	-17	-36	75	-3	47
	mai	-15	-31	66	-4	40

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 2008, devenue disponible à la mi-avril, dresse l'image d'une récession durant l'année sous revue. Alors que la croissance avait décéléré de 6,4% à 5,2% de 2006 à 2007, l'économie luxembourgeoise s'est contractée à concurrence de 0,9% en 2008. Ce recul est essentiellement imputable au solde extérieur qui a amputé la progression du PIB de 2,0pp alors que la demande intérieure a quant à elle encore affiché une contribution positive de 1,1pp.

A l'aune de ces nouvelles estimations, c'est un ralentissement significatif de la progression des exportations (de 4,4% à 0,3% de 2007 à 2008) qui est à l'origine de la contribution négative du solde extérieur à la croissance puisque la croissance annuelle des importations s'est aussi modérée mais dans une moindre ampleur. Plus en détails, les effets de la crise mondiale se sont essentiellement faits sentir sur les exportations de services et plus particulièrement sur les exportations de services financiers dont les recettes ont reculé de 10%⁹ au troisième trimestre, pour chuter de 25% au dernier trimestre 2008 essentiellement sous l'effet de l'écroulement des marchés financiers.

La contribution de la demande intérieure à la croissance est demeurée positive, bien qu'elle se soit réduite par rapport à l'année précédente (1,1pp après 2,6pp). Le moindre dynamisme de la formation brute de capital explique pour l'essentiel le recul de la croissance de la demande intérieure (0,3pp contre encore 1,4pp l'année précédente) en raison de bilans moins positifs au sein des secteurs de l'industrie et de la construction en terme de production par jour ouvrable ainsi que de perspectives de croissance en net déclin. Portée par une forte progression de 4,6%¹⁰ en moyenne de l'emploi et

la stabilisation du chômage à 4,4% la consommation privée a vu sa part contributive à la croissance du PIB quasiment inchangée (0,6pp contre 0,7pp en 2007). Par ailleurs, la croissance de la consommation publique a quant à elle affiché un ralentissement (ce qui l'amène à contribuer à hauteur de 0,2pp à la croissance du PIB en 2008 après encore 0,4pp en 2007).

En ce qui concerne l'emploi et la rémunération des salariés, cette nouvelle version de la comptabilité nationale met en lumière une modération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié en 2008 (1,5% après 4,3% en 2007). C'est l'infléchissement de la croissance de la rémunération des salariés (6,4% contre 9,2% un an auparavant) combinée à une quasi-stabilisation de la croissance de l'emploi salarié (de 4,7% à 4,8%) qui est à l'origine de cette modération salariale. En dépit de cette évolution, les coûts salariaux unitaires se sont considérablement accrus en 2008 (de l'ordre de +7,2% contre +3,6% l'année précédente) en raison de l'effondrement brutal et important de la productivité (-5,3% en 2008 après +0,7% en 2007). A ceci s'ajoute la confirmation que la marge de profit des entreprises a fortement baissé en 2008 dans ce contexte de récession économique (-6,0% contre -2,3% en 2007).

Néanmoins, toutes les évolutions décrites ci-dessus doivent être relativisées et considérées avec une extrême prudence lors de leur interprétation en raison du caractère encore incomplet de la couverture statistique de l'année 2008 qui entrainera nécessairement des révisions lors des publications à venir des comptes nationaux. En outre, cette première estimation de la rémunération moyenne par salarié demeure particulièrement sujette à caution dans la mesure où d'une part, elle n'est pas en phase avec l'indicateur de l'IGSS qui décrit une quasi-stabilisation de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié en 2008, à hauteur de 3,7% (après 3,8% en 2007). D'autre part, elle semble décalée par rapport aux évolutions observées de ses différentes composantes au cours de 2008.

9 Selon les derniers chiffres de la balance des paiements au Luxembourg publiés le 06 avril 2008.

10 La croissance de l'emploi est passée de 4,5 à 4,6% de 2007 à 2008. La progression de l'emploi a atteint son sommet au premier trimestre de 2008 et elle a ensuite graduellement décéléré.

TABLEAU 11 :
COMPTES NATIONAUX ANNUELS : PREMIÈRE ESTIMATION DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL POUR L'ANNEE 2008
 (À L'ERREUR ARRONDI PRÈS)

	Comptes nationaux d'avril 2009							Contributions à la croissance du PIB						
	Taux de variation annuels													
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Consommation privée	5,8	-5,3	2,7	1,9	2,9	2,1	1,8	2,4	-2,2	1,0	0,7	1,0	0,7	0,6
Consommation publique	4,6	4,1	4,6	3,4	2,7	2,6	1,3	0,7	0,7	0,8	0,6	0,4	0,4	0,2
Formation brute de capital	-4,4	8,8	3,2	11,2	-1,5	7,2	1,6	-1,1	1,9	0,7	2,4	-0,3	1,4	0,3
Demande intérieure	2,6	0,4	3,2	5,0	1,4	3,8	1,6	2,1	0,4	2,5	3,8	1,1	2,6	1,1
Importations	0,8	6,9	11,8	6,0	13,4	3,5	1,7	1,0	8,4	13,3	7,7	17,8	5,1	2,5
Exportations	2,1	6,8	11,2	6,0	14,6	4,4	0,3	3,0	9,5	15,4	9,2	23,1	7,8	0,5
Exportations nettes	10,7	5,9	7,8	6,2	22,4	9,8	-7,8	2,0	1,1	2,1	1,5	5,3	2,7	-2,0
Produit intérieur brut	4,1	1,5	4,5	5,2	6,4	5,2	-0,9							
Déflateur du PIB	2,1	6,0	1,9	4,5	5,4	2,0	1,6							
Emploi salarié	3,4	1,9	2,4	3,1	3,9	4,7	4,8							
Emploi total	3,2	1,8	2,2	2,9	3,6	4,5	4,6							
Rémunération moyenne par salarié	3,1	1,1	3,7	3,7	3,1	4,3	1,5							
Productivité du travail	0,8	-0,3	2,3	2,2	2,7	0,7	-5,3							
Coût unitaire du travail	2,2	1,4	1,4	1,4	0,4	3,6	7,2							
Marge de profit	-0,1	4,6	0,5	3,1	5,0	-1,6	-5,6							

Source : STATEC, calculs BCL

Croissance potentielle – quel est l'impact de la crise ?

Selon les estimations présentées dans cet encadré, la croissance potentielle du Luxembourg devrait baisser sur l'horizon de la projection (2009-2011). Des baisses ont été observées aussi au passé, mais jamais d'une telle ampleur. Ce développement est lié au recul du PIB observé de presque 1% en 2008, ce qui représente une situation inédite pour le Luxembourg. Considérant qu'un choc si important intervient si près du fin de l'échantillon, les estimations de la croissance potentielle pour 2008-2011 sont entourés d'une incertitude encore plus grande que d'habitude. Il faut donc avoir à l'esprit que cette nouvelle baisse peut être aussi bien de nature cyclique que de nature structurelle.

Dans le contexte de la crise actuelle, il peut sembler étonnant que la croissance potentielle soit en baisse. En effet, la crise représente un choc de demande tandis que la croissance potentielle est un concept lié à l'expansion de l'offre. En effet, la croissance potentielle est souvent définie comme le plus haut taux de progression du PIB qui est soutenable sans engendrer des pressions inflationnistes sur les marchés des facteurs. Mais, lors de la crise actuelle, la disponibilité des facteurs de production au Luxembourg n'a pas subi une contraction mais, au contraire, même une expansion (augmentation du chômage, chute inédite du degré d'utilisation de capacité dans l'industrie) accompagnée d'une diminution rapide de l'inflation des prix.

Pour comprendre la baisse de la croissance potentielle dans ce contexte, il faut tenir présente que le PIB luxembourgeois est largement dépendant de la production de services financiers, un secteur qui est au cœur de la crise mondiale. Le recul de la demande pour ces services rend moins productifs les facteurs emploi et capital qui sont déjà mobilisés dans ce secteur de production (et dans les secteurs annexes). La productivité étant un facteur clé de la croissance potentielle, l'économie doit redéployer ces facteurs vers des nouvelles activités plus productives pour faire remonter la croissance potentielle. Toutefois, cette observation est accompagnée de deux conditions importantes. Premier, ces nouvelles activités « plus productives » peuvent se trouver même au sein du secteur des services financiers (nouveaux produits, nouveaux services, nouveaux processus de production). Deuxièmement, le redéploiement des facteurs de production est uniquement nécessaire si le recul de la demande dans ce secteur est de nature structurelle. Il n'est pas exclu que la place financière du Luxembourg ne se soit spécialisée dans des services pour lesquelles la baisse de demande actuelle est de nature simplement cyclique. Dans ce cas, une reprise cyclique de la demande, et donc de la production, permettra un retour aux niveaux passés de la productivité. Sous ce scénario optimiste, les estimations courantes de la croissance potentielle se révéleront trop pessimistes et subiront des révisions vers le haut.

TABLEAU 12 :
ESTIMATIONS DE L'ÉCART DE PRODUCTION ET LA CROISSANCE POTENTIELLE

		Tendance linéaire	Hodrick- Prescott	Harvey- Jaeger	Kuttner	Apel- Jansson	Fonction Production
	PIB réel (mia EUR)	Estimations de l'écart de production					
2004	24,93	2.6%	-0.4%	0.5%	3.2%	-3.1%	-0.4%
2005	26,22	3.1%	1.2%	2.2%	3.7%	-4.2%	1.0%
2006	27,91	4.7%	4.6%	5.2%	5.0%	-3.7%	3.8%
2007	29,36	5.2%	7.1%	7.3%	5.5%	-2.1%	6.5%
2008	29,09	-0.3%	3.8%	3.7%	1.6%	-0.5%	3.4%
2009	27,72	-9.7%	-3.1%	-3.5%	-4.9%	-3.2%	-2.8%
2010	27,71	-14.3%	-4.9%	-6.0%	-7.8%	-6.3%	-3.9%
2011	28,30	-16.5%	-4.4%	-6.3%	-8.3%	-6.0%	-2.8%
	Révisions	Révisions de l'écart de production par rapport aux estimations en 2008					
2004	-0.8%	3.6%	0.6%	0.9%	3.8%	-0.8%	1.1%
2005	-0.7%	4.1%	1.7%	2.5%	4.2%	-1.3%	1.9%
2006	-0.4%	4.6%	3.6%	4.6%	4.3%	-1.3%	3.1%
2007	0.3%	5.6%	6.1%	7.0%	5.2%	-0.7%	5.6%
2008	-3.7%	1.8%	4.0%	4.8%	2.8%	-0.1%	3.4%
	Croissance du PIB réel	Estimations de la croissance potentielle					
2004	4.5%	4.7%	3.8%	3.6%	5.1%	7.2%	3.4%
2005	5.2%	4.7%	3.4%	3.4%	4.7%	6.3%	3.7%
2006	6.4%	4.7%	2.9%	3.2%	5.0%	5.9%	3.4%
2007	5.2%	4.7%	2.4%	2.9%	4.7%	3.6%	2.3%
2008	-0.9%	4.7%	2.7%	2.9%	3.1%	-2.5%	2.4%
2009	-4.7%	4.7%	2.1%	2.4%	1.6%	-2.1%	1.4%
2010	0.0%	4.7%	1.7%	2.4%	2.7%	3.0%	1.0%
2011	2.2%	4.7%	1.7%	2.5%	2.6%	1.8%	1.1%
	Moyenne croissance réelle	Moyenne croissance potentielle					
1981-2008	4.6%	4.7%	4.4%	4.6%	4.6%	4,6%	4.5%
2001-2006	3.6%	4.7%	3.5%	3.5%	4.6%	4,0%	3.5%

Sources : calculs BCL, données STATEC

La croissance observée a été plus faible que prévue en 2008. Ceci a un impact sur la croissance potentielle qui n'est pas observable mais est supposée changer graduellement. En effet, la faible croissance observée

en 2008 engendre des révisions vers le bas de la croissance potentielle qui touchent également les années précédentes. Par conséquent, le niveau de la production potentielle en 2004-2005 a été révisé vers le bas et l'écart de production¹ est à nouveau positif selon plusieurs des méthodes² retenues, contrairement aux résultats publiés en juin 2008. Pour les années 2006 et 2007, l'écart de production est encore estimé positif pour cinq des six méthodes. L'exception est le modèle

1 L'écart de production est le niveau de la production potentielle moins le niveau de production observée, exprimé en pourcentage de la production potentielle.

2 Pour les détails des différentes méthodes voir le Cahier d'études No. 4 de la BCL.

Apel-Jansson qui trouve des écarts négatifs pour tous les ans depuis 2003. Ceci s'explique par le fait que cette méthode prend en compte les fluctuations du chômage et de l'inflation pour identifier la partie cyclique de la production. Selon ce modèle, la hausse du chômage entre 2003 et 2007 contenait une composante cyclique qui a atteint plus de +0,5 points de pourcentage en 2005. Pour l'année 2008, la tendance linéaire et le modèle Apel-Jansson trouvent que la production était près de son niveau d'équilibre. Selon les autres méthodes l'écart de production en cette année se situait entre +1,6% et +3,8%.

Pour les années 2009-2011, les projections anticipent un recul important (-4,7%) pour l'année en cours, suivi par une année de stagnation et une reprise modérée en 2011 (2,15%). Ceci implique un écart de production négatif pour l'ensemble des méthodes pour chacun des trois années. C'est-à-dire que la production va bientôt passer en dessous de son niveau potentiel. Un retournement en 2010 (avec un écart moins négatif en 2011) est envisageable seulement pour trois méthodes (filtre Hodrick-Prescott, modèle Apel-Jansson et approche par la fonction de production). Cependant, il est bien connu que les estimations pour les observations en fin d'échantillon sont sujettes à un biais important. Les estimations par la tendance linéaire semblent particulièrement affectées par ces biais, avec des valeurs peu plausibles pour 2009-2011, ce qui souligne l'utilité réduite de cette méthode quand un choc intervient vers la fin de l'échantillon.

La fiabilité limitée des estimations de la croissance potentielle est renforcée par l'ampleur des révisions intervenues depuis la dernière publication en juin 2008. Notons que par rapport à cette date le niveau du PIB publié par le STATEC pour les années 2003-2005 a été également révisé vers le bas de plus de 0,5 points de pourcentage. Pour les années plus récentes, le niveau du PIB en 2006 a été révisé vers le bas (-0,4%) et celui en 2007 vers le haut (+0,3%). Une conséquence de ces révisions est que l'écart de production selon la tendance linéaire a augmenté entre 3,6 et 5,6 points de pourcentage sur les années 2004-2007. Les révisions de l'écart estimé pour ces années a été positif pour cinq des six méthodes (l'exception est le modèle de Apel-Jansson, pour lequel la révision a été vers le bas : écart négatif plus important). Comme observé déjà par le rapport

annuel 2007, la méthode Apel-Jansson affiche les révisions les plus réduites en valeur absolue (fiabilité plus élevée)³.

Les estimations de la croissance potentielle ont généralement subi une révision vers le bas. La tendance linéaire, qui pose comme hypothèse que la croissance potentielle est inchangée à travers le cycle économique, a vu sa valeur estimée baisser de 5,0% à 4,7% (sur l'ensemble de l'échantillon depuis 1981). Pour les autres méthodes, la croissance potentielle moyenne (depuis 1981) a diminué entre -0,3 points de pourcentage (Apel-Jansson) et -0,4 points (Harvey-Jaeger). Pour l'horizon de prévision 2009-2011, les résultats indiquent que la croissance potentielle se déplace à une fourchette plus basse entre 0,9% (Apel-Jansson) et 4,7% (tendance linéaire). Des telles fluctuations de la croissance potentielle ont déjà eu lieu dans le passé, mais selon les cinq méthodes, la croissance potentielle devrait atteindre son niveau le plus faible depuis 1981 au cours de 2008-2011. Le modèle Apel-Jansson trouve même une croissance potentielle inférieure à zéro pour 2008 et 2009, ce qui veut dire qu'une croissance du PIB nulle ou positive au cours de ces deux années impliquerait une baisse du chômage en dessous de son nouveau niveau d'équilibre, avec des possibles conséquences inflationnistes.

Il faut rappeler que les résultats pour les observations récentes et pour l'horizon de projection sont à interpréter avec une précaution particulière. Les données disponibles jusqu'ici ne sont pas encore suffisantes pour écarter l'hypothèse optimiste selon laquelle cette baisse de la croissance potentielle est de nature cyclique et qu'au futur elle pourra récupérer son niveau historique.

Cependant, les différentes méthodes confirment que la croissance potentielle du Luxembourg est en train de se réduire. Sur le passé, les estimations de la croissance potentielle ont diminué entre 0,3 et 0,4 points en moyenne depuis 1981. Sur l'horizon de projection, la croissance potentielle pourrait baisser de 2 à 4 points de pourcentage par rapport à sa moyenne historique.

3 Ceci pourrait s'expliquer par le fait qu'elle prend en compte l'évolution de deux variables supplémentaires (inflation et chômage) qui ne sont pas révisées.

1.2.5 Le secteur financier

L'année 2008 s'est caractérisée par la diminution nette du nombre d'établissements de crédit présents sur la place bancaire luxembourgeoise; ainsi, au 31 décembre 2008, le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistrés était de 152, soit une diminution de quatre unités par rapport à la fin de l'année 2007. Dans le détail, le recensement fait état de deux fermetures, de deux fusions, d'une liquidation et d'une constitution pour l'année en cours. Jusqu'au 29 mai 2009, nous avons enregistré deux fusions et un retrait qui portent le nombre des établissements de crédit à 149.

1.2.5.1 Le bilan des établissements de crédit

Le taux de croissance annuel du volume d'activités a nettement diminué au cours de l'année 2008 pour se limiter à 1,8% au 31 décembre 2008; ainsi, la somme de bilan agrégée des banques de la place affiche son taux de croissance annuel le moins élevé depuis mars 2004 (1,7%). Dans ce contexte, on notera un ralentissement du volume des activités particulièrement important au dernier trimestre de l'année 2008, en raison de l'aggravation de la crise financière.

TABLEAU 13 :
PRINCIPAUX CHIFFRES RELATIFS AUX DIFFÉRENTS POSTES DE L'ACTIF DU BILAN ET LEUR ÉVOLUTION
(ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹
	2007/12	2008/12	2009/04	2007/12 - 2008/12		2008/12 - 2009/04		2009/04
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	455 682	471 281	418 914	15 599	3,4	-52 367	-11,1	47,5
Créances sur la clientèle	195 350	205 222	206 093	9 872	5,1	871	0,4	23,4
Portefeuille titres	236 700	221 593	228 519	-15 107	-6,4	6 927	3,1	25,9
Autres actifs	27 717	33 466	28 240	5 749	20,7	-5 226	-15,6	3,2
Total de l'actif	915 448	931 562	881 766	16 114	1,8	-49 796	-5,3	100,0

Source : BCL

1. Poids relatif par rapport au total des actifs

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

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹
	2007/12	2008/12	2009/04	2007/12 - 2008/12		2008/12 - 2009/04		2009/04
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	443 797	479 178	425 297	35 380	8,0	-53 881	-11,2	48,2
Dettes envers la clientèle	305 279	286 692	288 986	-18 587	-6,1	2 294	0,8	32,8
Dettes représentées par un titre	93 574	80 062	82 996	-13 512	-14,4	2 934	3,7	9,4
Autres passifs	72 797	85 630	84 487	12 833	17,6	-1 143	-1,3	9,6
Total du passif	915 448	931 562	881 766	16 114	1,8	-49 796	-5,3	100,0

Source : BCL

1. Poids relatif par rapport au total des passifs

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Au 30 avril 2009, la somme de bilan agrégé des banques luxembourgeoises s'élevait à 881 766 millions d'euros, contre 931 562 millions d'euros au 31 décembre 2008; ainsi, en termes bruts, la somme des bilans agrégée a baissé de 49 796 millions d'euros (-5,3%) entre décembre 2008 et avril 2009. Il y a également lieu de noter qu'entre fin novembre et fin décembre 2008, celle-ci avait déjà diminué de 48 282 millions d'euros, soit 4,9%.

En dépit d'une volatilité importante sur les marchés boursiers, combinée à une accélération et une propagation de la crise américaine des crédits «subprime», les banques luxembourgeoises ont su poursuivre le développement de leurs activités en 2008. Ce constat doit néanmoins être relativisé par la forte diminution des volumes de créances et de dépôts interbancaires, dès novembre 2008. Celle-ci s'est prolongée au cours des quatre premiers mois de 2009, avec des diminutions respectives de 11,1% (52 367 millions d'euros à l'actif) et 11,2% (53 881 millions d'euros au passif), amenant la somme de bilan des banques luxembourgeoises à un encours 881 766 millions d'euros à la fin d'avril 2009.

De multiples raisons sont à l'origine de cette évolution. Tout d'abord, le recul notable des dépôts collectés et, par conséquent, des crédits accordés. Certaines filiales de groupes bancaires internationaux ont servi de plaque tournante pour la collecte ou la distribution de fonds intragroupe. Selon nos informations, ces fonds sont redirigés directement des filiales d'autres états membres de la zone euro ou de l'Union européenne vers la maison mère. D'autre part, la diminution de l'endettement vis-à-vis de la BCL suggère que leurs positions en liquidités se sont améliorées. Enfin, les fluctuations des dépôts ou crédits des banques dépositaires suite à des opérations d'OPC monétaires qui, en raison de conditions adverses sur les marchés financiers, n'ont pas eu investir tous leurs fonds.

Les créances sur la clientèle ont progressé de 5,1% sur base annuelle, avec une stabilisation en fin de période, c'est à dire entre décembre 2008 et avril 2009 (0,4%). Cette hausse modérée au cours des quatre premiers mois de l'année 2009 ne plaide pas en faveur de l'hypothèse d'un frein brutal par les banques de l'accès au crédit mais est aussi le résultat d'une faiblesse de la demande de crédits. D'une part, les banques ont revu leurs critères d'octroi dans le sens d'une restriction

accrue, tandis que le secteur non bancaire, quant à lui, a sans doute reporté certains investissements dans un contexte économique difficile.

Notons que la variation annuelle importante des autres actifs et passifs s'explique en grande partie par la prise en compte depuis janvier 2008 des instruments financiers dérivés.

Les crédits à la clientèle non-bancaire Les crédits des résidents

En outre, notons que les encours des crédits aux ménages résidents à Luxembourg ont évolué de manière favorable, augmentant de 7,7% (1 257 millions d'euros) au cours de l'année 2008 et de 180 millions d'euros (1,0%) au cours des quatre premiers mois de 2009. Ils atteignaient 17 814 millions d'euros au 30 avril 2009. Cette évolution positive est principalement due à la croissance de 1 054 millions d'euros des crédits immobiliers en 2008 et de 158 millions d'euros (1,1%) entre fin décembre et fin avril 2009. Leurs encours atteignaient 15 059 millions d'euros au 30 avril 2009. Toutefois, le taux de croissance des crédits immobiliers accordés à la clientèle résidente s'est nettement réduit en 2008. Ainsi, de décembre 2007 à décembre 2008 le taux de croissance était de 7,6%, comparée à 22,1% au cours de l'année 2007. De plus, le nombre de logements mis en vente a commencé à stagner, voir même à baisser, ce qui laisse supposer que le rythme de croissance des crédits immobiliers est appelé à ralentir.

Dans le sillage de la crise financière, la demande en provenance des autres intermédiaires financiers résidents était en baisse. Sur base annuelle, de décembre 2007 à décembre 2008, la baisse était de 7,5% (2 266 millions d'euros). Cette tendance baissière s'est fortement intensifiée au cours des premiers mois de l'année 2009, avec une baisse de l'ordre de 2 131 millions d'euros (7,6%) entre décembre 2008 et avril 2009, ce qui a porté l'encours à 25 820 millions d'euros au 30 avril 2009. Cette baisse s'est exclusivement concentrée sur le mois de mars, avec -5 177 millions d'euros. Dès avril, les encours de crédits sont repartis en hausse de 1 153 millions d'euros, dans le sillage de la progression des indices boursiers mondiaux.

Les dépôts à la clientèle non-bancaire Les dépôts des résidents

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle, on constate également un recul prononcé, tant sur base annuelle que sur la période allant de décembre 2008 à avril 2009; ce constat s'explique par le fait que la baisse survenue au cours des derniers mois de l'année 2008 est très marquée. En effet, tandis que les dépôts de la clientèle augmentaient de 1,2% (2 050 millions d'euros) en 2008, la tendance s'est inversée dès avril 2009, mois au cours duquel un recul assez fort a été observé. Au final, sur les quatre premiers mois de l'année 2009 le recul atteint 5,0% (8 376 millions d'euros). La baisse des titres des créances émises doit être interprétée dans le contexte d'une perte de confiance des investisseurs, tout particulièrement à partir de mois de septembre 2008, avec les incertitudes en ce qui concerne les émissions bancaires engendrées par l'affaire Lehman Brothers. Néanmoins, un retournement de tendance a été observé au cours des premiers mois de 2009, dans le sillage d'un regain de confiance de la part des investisseurs.

De plus, la baisse des dépôts de la clientèle s'explique par des retraits de fonds des autres intermédiaires financiers résidents. Il s'agit en partie des organismes de placement collectif qui ont du faire face à des rachats de parts émanant des investisseurs où des sociétés non financières qui ont préféré financer leurs dépenses en retirant ces fonds placés plutôt que de recourir au crédit. Ces derniers ont retiré 9 553 millions d'euros, soit 8,1% de leurs encours de dépôts avec les banques luxembourgeoises, entre décembre 2008 et avril 2009. Leurs dépôts atteignaient 108 868 millions d'euros au 30 avril 2009. Il convient de souligner qu'à lui seul, le mois d'avril a contribué à cette croissance à hauteur de 7 541 millions d'euros.

1.2.5.2 Les taux d'intérêt des banques

L'année 2008 a été marquée par un ajustement à la hausse de 25 points de base du taux de refinancement de l'Eurosystème le 9 juillet. Ce dernier a été maintenu à un niveau de 4,25% jusqu'au 15 octobre, puis progressivement amené à 2,50% au 10 décembre. Le début de l'année 2009 a été marqué par quatre nouvelles

baisses du taux de refinancement de l'Eurosystème. Au final, celui-ci a été porté à 1,00% le 13 mai. De leur côté, les taux interbancaires ont également affichés un fort recul sur cette période.

Ces nouvelles conditions financières ont été transmises de manière rapide aux taux d'intérêt proposés par les banques luxembourgeoises aux ménages et aux sociétés non financières (SNF) de la zone euro.¹¹

Par ailleurs, les volumes de nouveaux contrats, quelque soit la catégorie de crédits ou de dépôts, demeurent très élevés.

Le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable s'est replié de 61 points de base entre le 31 décembre 2007 (4,83%) et le 31 décembre 2008 (4,22%). Sur la période allant de septembre à décembre 2008, le taux de refinancement de l'Eurosystème était en baisse de 125 points de base tandis que le coût des crédits immobiliers ne baissait que de 95 points de base, passant de 5,17% à 4,22%. Au cours du premier trimestre 2009, une nouvelle baisse de 121 points de base a porté le coût des crédits immobiliers de 4,22% en décembre 2008 à 3,01% en mars 2009. Finalement, il atteignait 2,38% en avril 2009. Cette observation est la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique, en janvier 2003.

Traditionnellement, le taux variable représente la norme en matière de crédits immobiliers au Luxembourg. Cela a été le cas tout au long de l'année 2008 et au cours des deux premiers mois de l'année 2009. Néanmoins, au cours du mois de mars 2009, les ménages de la zone euros ont plutôt contracté des crédits immobiliers à taux fixes auprès des banques luxembourgeoises. Ainsi durant cette période, 55% des nouveaux contrats sous

11

Le type de taux que les agents déclarants déclarent pour toutes les catégories d'instruments de dépôts et de crédits est le taux contractuel annualisé (TCA). Le TCA couvre tous les versements d'intérêts sur les dépôts et crédits à l'exception de toutes autres commissions susceptibles de s'appliquer (assurance, frais de dossier ...).

A ce sujet, le lecteur pourra se reporter au règlement (CE) n° 290/2009 annexe II de la Banque centrale européenne du 31 mars 2009 modifiant le règlement (CE) n° 63/2002 (BCE/2001/18).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

cette catégorie portaient un taux d'intérêt fixé pour une période supérieure à dix ans, contre moins de 15% habituellement. Il semble donc que les ménages considèrent que les taux d'intérêt ne descendront plus de manière significative en dessous de leurs niveaux actuels.

En dépit du ralentissement économique qui frappe actuellement le Luxembourg et malgré les informations émanant des professionnels de l'immobilier, relatant une baisse significative du nombre de transactions, le volume de nouveaux crédits immobiliers conserve sa dynamique. Ainsi, en avril 2009, 298 millions d'euros ont été accordés par les banques luxembourgeoises, à comparer à des moyennes mensuelles de 241 millions en 2008 et de 230 millions en 2007.

Après une année 2008 marquée par une baisse modérée, le coût des crédits à la consommation était en très nette baisse au premier trimestre 2009 en raison des effets du festival de l'automobile. Le contexte tout à fait singulier de ce festival, marqué par les graves difficultés rencontrées par le secteur automobile, a ouvert la voie à des offres commerciales très agressives. Les conséquences ont été perceptibles sur le niveau des taux d'intérêt des crédits à la consommation, puisque ces derniers ont affiché leur plus forte baisse trimestrielle depuis la mise en place de cette collecte statistique.

Entre décembre 2007 et décembre 2008, le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans, a diminué de neuf points de base, passant de 6,29% à 6,20%. Entre décembre 2008 et mars 2009, ce dernier a diminué de 214 points de base, passant de 6,20% à 4,06%. Entre la tenue effective du festival, en janvier et février 2009 (valeur la plus basse avec 3,73%), et la fin du mois de mars 2009 (4,06%), une hausse de 33 points de base a néanmoins été observée. Finalement, au 30 avril 2009, il atteignait 4,77%.

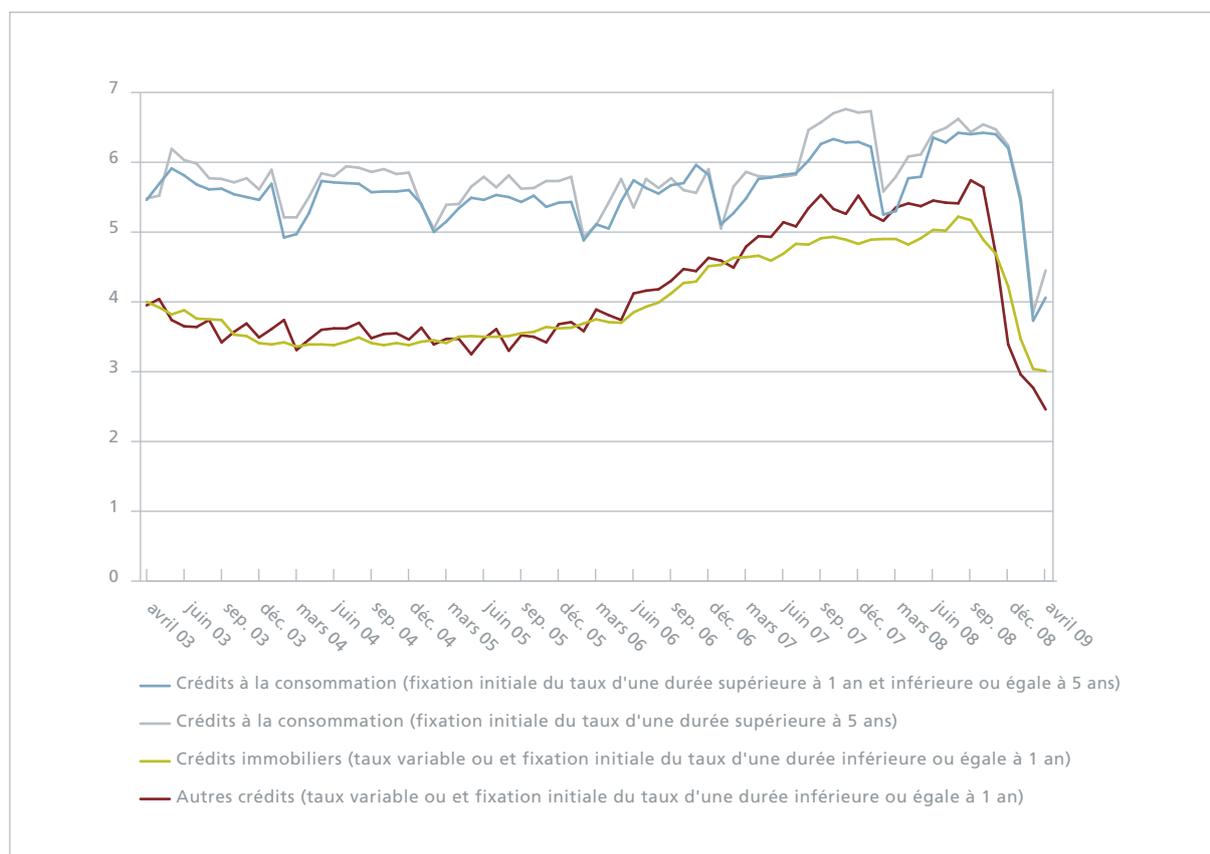
En ce qui concerne le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est supérieure à cinq ans (37% des crédits à la consommation), il était en baisse de 47 points de base entre décembre 2007 (6,71%) et décembre 2008 (6,24%) puis de 179 points de base entre décembre 2008 et mars 2009 (4,45%). La hausse observée en fin de période, entre février (3,85%) et avril (4,45%), a atteint 60 points de base.

Les volumes de nouveaux crédits à la consommation sont remarquables. En effet, les mois de février et mars 2009 ont affiché les volumes mensuels les plus importants depuis la mise en place de la collecte statistique, avec, respectivement, 112 et 95 millions d'euros (toutes périodes de fixation confondues).

La catégorie des autres crédits à taux variables, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a vu son coût diminué de 119 points de base entre décembre 2008 (3,39%) et avril 2009 (2,21%). Cette baisse est toutefois inférieure de six points de base à celle du taux de refinancement de l'Eurosystème sur cette période. Au cours de l'année 2008, entre décembre 2007 (5,52%) et décembre 2008 (3,39%), une baisse de 212 points de base a été observée. Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers et portent donc un risque de défaut plus important. Par ailleurs, les volumes de nouveaux crédits sous cette catégorie sont près de 20 fois plus élevés que les volumes de nouveaux crédits immobiliers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, les autres crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

**GRAPHIQUE 21 :
EVOLUTION DU COÛT DES NOUVEAUX CONTRATS DE CRÉDITS AUX MÉNAGES SUR LA PÉRIODE ALLANT DE
AVRIL 2003 À AVRIL 2009**

(EN %)



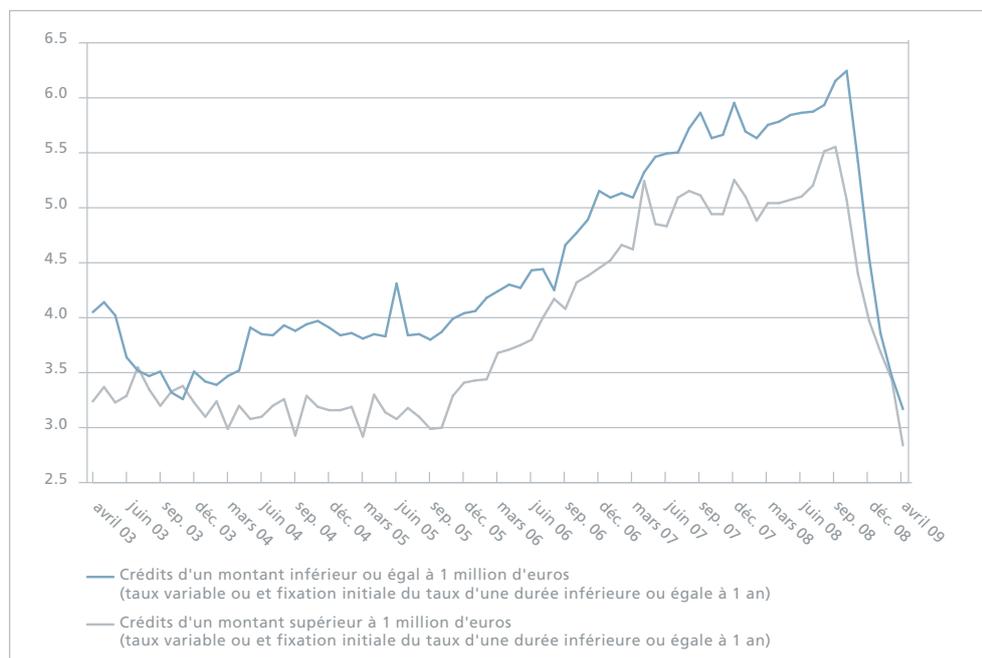
Source : BCL

Les crédits aux sociétés non financières, pour des nouveaux contrats d'un montant inférieur à un million d'euros, ont vu leur coût diminuer de 141 points de base entre décembre 2007 (5,95%) et décembre 2008 (4,54%), puis de 160 points de base entre décembre 2008 et avril 2009 (2,94%). Pour sa part, le coût des crédits correspondant à des nouveaux contrats d'un montant supérieur à un million d'euros a diminué de 128 points de base en 2008, puis de 113 points de base au premier trimestre 2009 passant de 3,97% en décembre 2008 à 2,84% en mars 2009. Finalement, au 30 avril 2009, il atteignait 2,48%. Pour ces deux

catégories de crédits, ces dernières valeurs sont les plus faibles observées depuis la mise en place de cette collecte statistique.

En ce qui concerne les volumes de nouveaux contrats, ces derniers ont atteint des moyennes mensuelles respectives de 1 319 et 17 267 millions d'euros au cours du premier trimestre 2009. A titre de comparaison, les moyennes mensuelles atteintes en 2008 pour ces deux catégories étaient de respectivement 1 224 et 14 051 millions d'euros.

GRAPHIQUE 22 :
EVOLUTION DU COÛT DES NOUVEAUX CONTRATS DE CRÉDITS AUX SNF
SUR LA PÉRIODE ALLANT DE AVRIL 2003 À AVRIL 2009 (EN %)

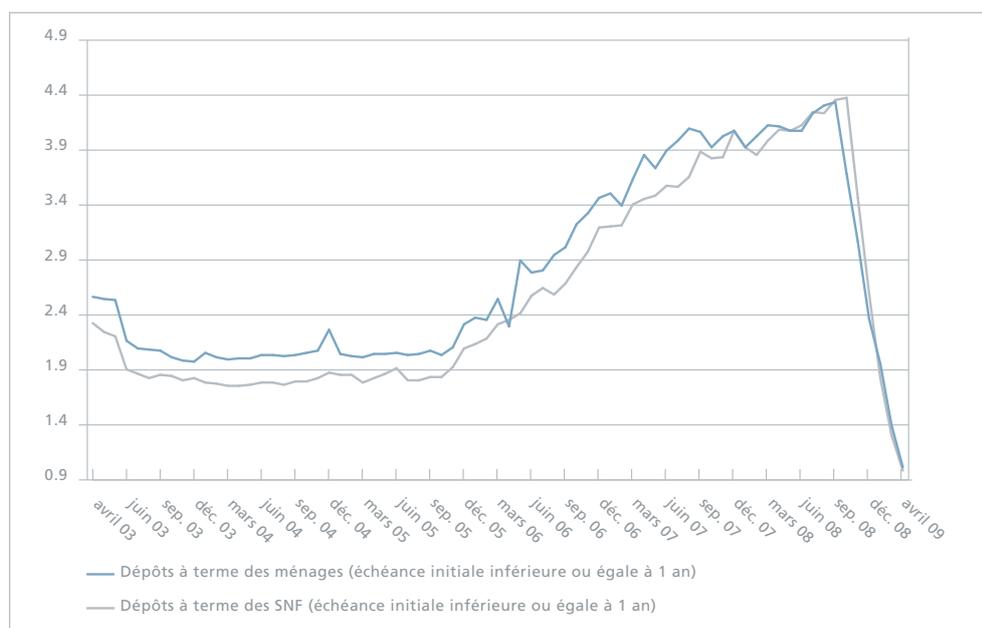


Source : BCL

La rémunération des dépôts des ménages, pour les nouveaux contrats de maturité inférieure à un an, est passée sous le seuil des 1%, se fixant à 0,77% en avril 2009. Entre décembre 2007 (4,07%) et avril 2009 (0,77%), c'est un recul de 330 points de base qui a pu être observé.

Le constat est similaire en ce qui concerne les nouveaux contrats de dépôts à moins d'un an. La rémunération de ces derniers était en recul de 328 points de base entre décembre 2007 (4,07%) et avril 2009 (0,79%).

GRAPHIQUE 23 :
EVOLUTION DE LA RÉMUNÉRATION DES DÉPÔTS DES MÉNAGES ET DES SNF
SUR LA PÉRIODE ALLANT DE AVRIL 2003 À AVRIL 2009
(EN %)

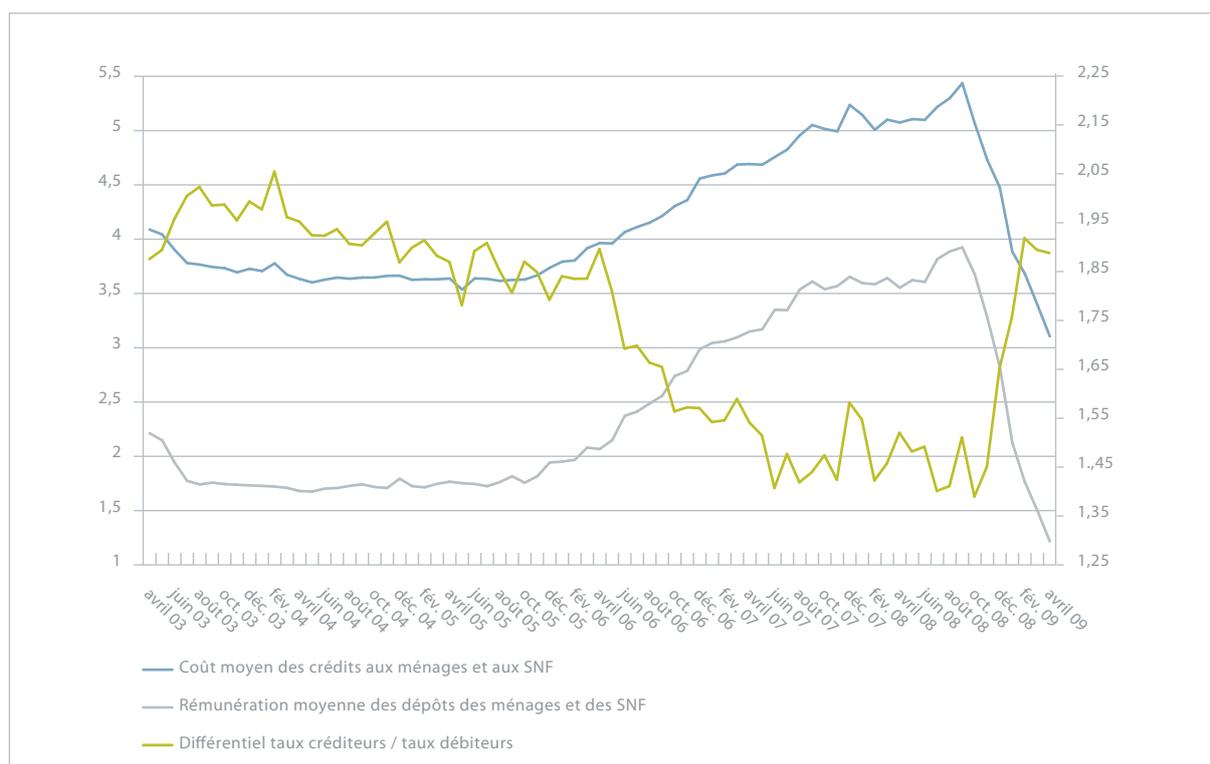


Source : BCL

Les différentes hausses du taux de refinancement de l'Eurosystème opérées entre décembre 2005 et juillet 2007 (celui-ci était passé de 2,00% à 4,25%) ont entraîné des hausses subséquentes du coût moyen des crédits et de la rémunération moyenne des dépôts (portant sur l'encours de crédits et de dépôts) sur cette période. Dans la mesure où la progression de la rémunération des dépôts avait été plus importante que celle du coût des crédits, le différentiel entre les taux débiteurs et créditeurs s'était nettement réduit. Ce dernier, qui évoluait dans une fourchette comprise entre 177 et 205 points de base depuis janvier 2003,

s'est progressivement inséré dans un canal de 140-157 points de base. Cette situation a perduré jusqu'en fin d'année 2008 quand une brusque remontée de ce différentiel vers 170 points de base a été observée. Cette hausse est liée aux différents assouplissements monétaires réalisés par l'Eurosystème au quatrième trimestre 2008. Finalement, le niveau actuel du différentiel entre les taux débiteurs et les taux créditeurs (autours de 190 points de base) est conforme aux valeurs observées entre 2003 et 2005, période marquée par une stabilité du taux de refinancement de l'Eurosystème.

GRAPHIQUE 24 :
EVOLUTION DU COÛT MOYEN DES CRÉDITS, DE LA RÉMUNÉRATION MOYENNE DES DÉPÔTS (EN %, ÉCHELLE DE GAUCHE) ET DU DIFFÉRENTIEL ENTRE LES TAUX DE CES DEUX CATÉGORIES (EN %, ÉCHELLE DE DROITE)



Source : BCL

1.2.5.3 L'emploi dans les banques

Le secteur bancaire luxembourgeois, qui était créateur net d'emplois depuis la fin du premier semestre 2004, a vu ses effectifs reculer de 0,2% au quatrième trimestre 2008, puis de 0,9% au premier trimestre 2009. Au 31 mars 2009, 26 973 personnes occupaient

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

un emploi bancaire au Luxembourg contre 27 208 au 31 décembre 2008.

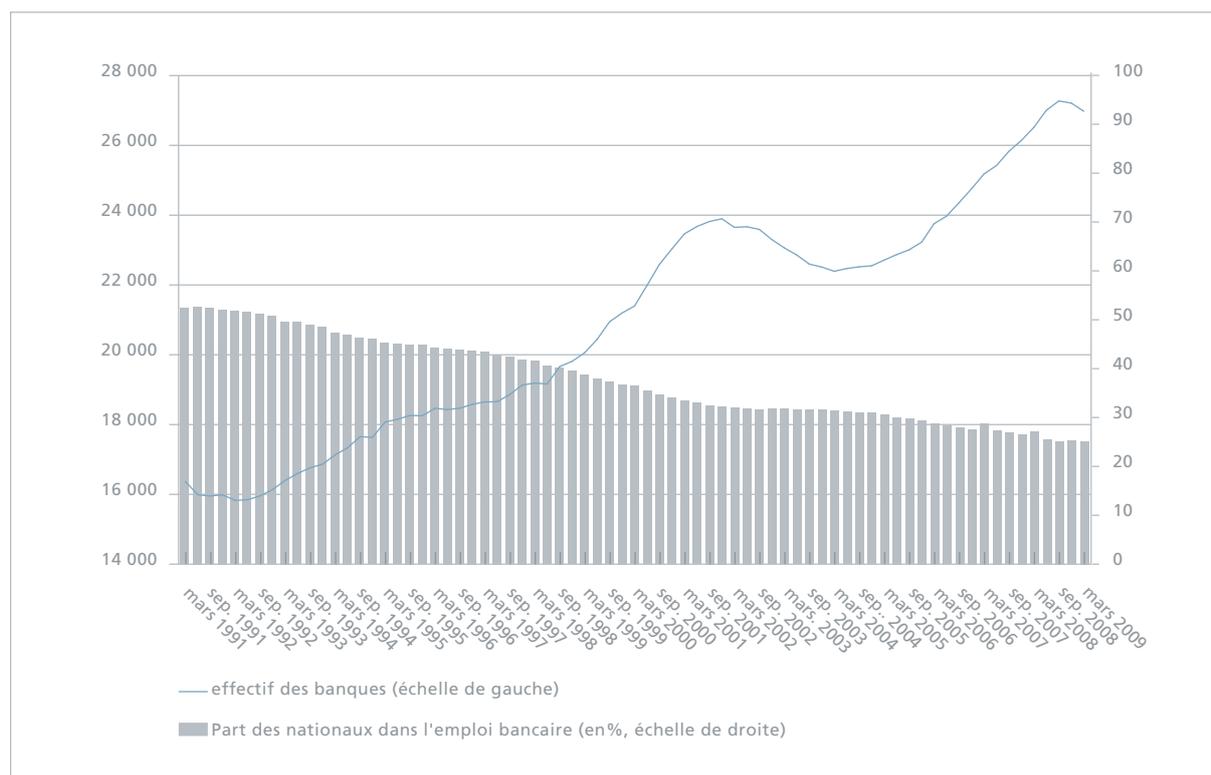
Le recul de l'emploi observé entre décembre et mars 2009 s'est fait à périmètre constant, en ce sens qu'aucune opération de retrait (ou de constitution) n'a été enregistrée au cours de cette période.

Au cours de l'ensemble l'année 2008, le secteur bancaire luxembourgeois a néanmoins été créateur net d'emplois, avec une progression de 4,09% de l'effectif

entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008. De plus, malgré les deux baisses successives de décembre 2008 et mars 2009, l'emploi bancaire a progressé entre décembre 2007 et mars 2009 (3,19%).

La part de l'emploi national dans l'emploi total était de 25,1% au 31 mars 2009. Cette proportion est relativement stable depuis le second trimestre 2008 (25,5%). Auparavant, un recul régulier avait été observé depuis le second trimestre 2004 (31,2%).

GRAPHIQUE 25 :
ÉVOLUTION DE L'EMPLOI BANCAIRE ENTRE MARS 1991 ET MARS 2009



Source : BCL

1.2.5.4 L'évolution des comptes de profits et pertes

Dans un environnement des affaires marqué par les turbulences sur les marchés financiers internationaux, par une crise de confiance générale dans les relations

bancaires et par des perspectives de croissance économiques ajustées continuellement vers le bas pour les principaux pôles économiques internationaux, les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé, sur base des chiffres actuellement disponibles, un résultat avant provisions de 5 851 millions d'euros au 31 décem-

bre 2008. Ceci représente un recul de 15,8% par rapport à fin décembre 2007 où le résultat avant provisions s'était élevé à 6 952 millions d'euros. Le résultat net a

quant à lui chuté bien plus fortement, à concurrence de 89%, en passant de 4 988 millions d'euros en 2007 à seulement 548 millions d'euros en 2008.

TABLEAU 15 :
COMPTE DE PROFITS ET PERTES AGRÉGÉ EN COURS D'ANNÉE
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDITS LUXEMBOURGEOIS ¹⁻²

Rubrique des débits et des crédits	2007 12	2008 12	Variation annuelle	
			en termes brutes	en pourcent
1 Produits d'intérêts	60 477	61 098	621	1,0
2 Intérêts bonifiés	54 681	53 683	-998	-1,8
3 Marge sur intérêt	5 796	7 415	1 619	27,9
4 Revenus nets sur commissions	3 951	3 723	-228	-5,8
5 Autres revenus nets	931	-730	-1 661	-178,4
6 Revenus hors intérêts	5 484	2 993	-2 491	-45,4
7 Produit bancaire	11 280	10 408	-872	-7,7
8 Frais de personnel	2 329	2 467	138	5,9
9 Frais d'exploitation	1 756	1 842	86	4,9
10 Frais de personnel et d'exploitation	4 085	4 309	224	5,5
11 Amortissements sur immobilisé non financier	243	247	4	1,7
12 Résultats avant provisions, dépréciations et impôts	6 952	5 851	-1 101	-15,8
13 Constitution nette de provisions et dépréciations	1 175	4 974	3 799	323,3
14 Résultats avant impôts	5 777	877	-4 900	-84,8
15 Impôts sur revenu et bénéfice	789	329	-460	-58,3
16 Résultat net	4 988	548	-4 440	-89,0

Source : BCL

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

2) Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois.

Fin 2008, la marge sur intérêts s'est élevée à 7 415 millions d'euros, en hausse de 27,9%, soit 1 619 millions d'euros, par rapport au 31 décembre 2007. Dans un environnement national et international caractérisé par des conditions de financement rigoureuses, le secteur bancaire luxembourgeois a bénéficié de sa situation excédentaire en liquidités pour générer d'importants revenus. Les dividendes perçus ont reculé de 12,1% sur la période considérée; avec 1 546 millions d'euros, ils représentent une part relative de 21% de la marge sur intérêts, contre 30,4% un an plus tôt. Il importe cependant de relever l'impact sur ce poste, au dernier trimestre de l'année 2007, des opérations de restructuration d'une banque de la place à hauteur de 518 millions d'euros. Faisant abstraction de ce fait, la marge sur intérêts aurait progressé de 40,2% en comparaison annuelle et les dividendes de 1 241 millions d'euros auraient représenté une part relative de 23,5% de la marge sur intérêts en 2007.

En ce qui concerne les revenus nets sur commissions, une baisse de 5,8% a pu être constatée. Le recul modeste de cette catégorie de revenus est attendu au vu de l'évolution à la baisse des marchés financiers et du recul subséquent de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois, à hauteur de 500 milliards d'euros (-24,3%) entre décembre 2007 et décembre 2008. En effet, les commissions perçues par les établissements de crédit pour leurs services de banque dépositaire et/ou d'administration centrale sont déterminés en fonction de la valeur nette d'inventaire des OPC. Or, les périodes de forte volatilité des prix sur les marchés financiers se caractérisent en général par un volume important de transactions de la part des investisseurs, ce qui a permis de neutraliser en partie le recul des revenus nets sur commissions. Ainsi, le volume des parts d'OPC luxembourgeois négociés au cours de l'année 2008 a atteint 7 941 milliards d'euros,

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

soit 2 788 milliards d'euros (+54,1%) de plus que celui observé à la même période, une année plus tôt.

Les établissements de crédit de la place financière ont rapporté une baisse de 1 661 millions d'euros, soit 178,4%, sur le poste des autres revenus nets, au 31 décembre 2008. Cette évolution s'explique en partie par le recul des principaux indices boursiers suite à la crise financière internationale et aux moindres valorisations qu'elle entraîne des titres détenus dans les portefeuilles de négociation. Il va sans dire qu'au niveau des transactions, il a été particulièrement difficile de réaliser des bénéfices sur des marchés boursiers extrêmement volatiles.

L'excellent résultat obtenu au niveau de la marge sur intérêts a été plus que neutralisé par la régression substantielle des revenus hors intérêts. En conséquence, les

établissements de crédit ont réalisé en 2008 un produit bancaire de 10 408 millions d'euros, en baisse de 872 millions d'euros, soit 7,4%, par rapport à l'année précédente. Cette baisse n'aurait été que de 3,3% en faisant abstraction de l'effet unique à hauteur de 518 millions d'euros constaté au niveau des dividendes en 2007 et mentionné ci-dessus.

En outre, l'emploi dans le secteur bancaire a progressé de 4,1%, soit 1069 emplois en comparaison annuelle, tandis que les frais de personnel progressaient avec 5,9% à peine plus rapidement. Plus globalement, les frais de personnel et d'exploitation ont évolué en hausse de 224 millions d'euros soit 5,5% sur la période considérée.

Avec la prise en compte des frais généraux administratifs ainsi que des amortissements sur actifs immobiliers

TABLEAU 16 :
COMPTE DE PROFITS ET PERTES AGRÉGÉ - DÉCUMULÉ - EN COURS
D'ANNÉE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDITS LUXEMBOURGEOIS ¹⁻²

		2008 03	2008 06	2008 09	2008 12
1	Produits d'intérêts	16 853	13 662	14 540	16 044
2	Intérêts bonifiés	15 205	11 879	13 044	13 555
3	Marge sur intérêt	1 648	1 782	1 496	2 489
4	Revenus nets sur commissions	1 011	954	889	869
5	Autres revenus nets	-96	28	-666	4
6	Revenus hors intérêts	915	982	224	873
7	Produit bancaire	2 563	2 764	1 719	3 362
8	Frais de personnel	623	588	647	609
9	Frais d'exploitation	415	450	468	509
10	Frais de personnel et d'exploitation	1 039	1 038	1 115	1 118
11	Amortissements sur immobilisé non financier	68	52	61	66
12	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts	1 456	1 674	543	2 178
13	Constitution nette de provisions et dépréciations	1 559	-1 108	928	3 595
14	Résultats avant impôts	-103	2 783	-385	-1 417
15	Impôts sur revenu et bénéfice	215	262	18	-166
16	Résultat net	-318	2 521	-404	-1 251

Source : BCL

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

2) Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois.

non financiers en faible hausse de 4 millions d'euros, ou 1,7%, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts se détériore de 15,8%, soit 1 101 millions d'euros en comparaison annuelle. Sans prendre en compte les 518 millions de revenus déjà évoqué, la performance des banques luxembourgeoises se serait détériorée de 9,1%.

Les résultats 2008 du secteur bancaire luxembourgeois se présentent manifestement sous l'emprise des ravages de la crise financière avec certains acteurs de la place touchés plus que d'autres. Avec l'entrée en récession de nombreuses économies développées, une aversion au risque prononcée des investisseurs, confirmée notamment par un désinvestissement net en capital accentué au niveau des OPC ces derniers mois ainsi qu'un climat d'incertitude général, il y a peu d'espoir que la situa-

tion en termes de revenus ne se redresse rapidement en 2009.

D'après les chiffres actuellement disponibles, les établissements de crédit ont effectué une constitution nette de provisions et des dépréciations sur les actifs hors portefeuille de négociation de 4 974 millions d'euros, en hausse de 323,3% par rapport au 31 décembre 2007. Après déduction de la charge d'impôt, en baisse de 58,3%, le résultat net provisoire a régressé 89% en comparaison annuelle.

Notons finalement que la constitution nette de corrections de valeur et de provisions dépasse très nettement celle observée en 1982, voire même celle observée en 2002 respectivement à la suite des crises de l'endettement des pays en voie de développement et de l'éclatement de la bulle spéculative sur les nouveaux marchés.

Variation du 1 ^{er} au 2 ^e trimestre en termes bruts	Variation en pourcent	Variation du 2 ^{er} au 3 ^e trimestre en termes bruts	Variation en pourcent	Variation du 3 ^{er} au 4 ^e trimestre en termes bruts	Variation en pourcent
-3 191	-18,9	878	6,4	1 504	10,3
-3 325	-21,9	1 165	9,8	510	3,9
134	8,2	-287	-16,1	994	66,4
-57	-5,6	-65	-6,8	-21	-2,3
124	128,7	-693	-2 514,3	670	100,6
67	7,3	-758	-77,2	649	290,4
201	7,8	-1 045	-37,8	1 643	95,6
-35	-5,7	59	10,1	-38	-5,9
34	8,3	19	4,1	40	8,6
-1	-0,1	78	7,5	2	0,2
-16	-23,7	8	16,2	5	9,0
218	15,0	-1 131	-67,6	1 635	301,1
-2 668	-171,1	2 036	183,7	2 667	301,1
2 886	2 792,1	-3 168	-113,8	-1 032	287,3
47	22,1	-244	-92,9	-184	-997,4
2 838	892,8	-2 924	-116,0	-847	210,0

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Un regard sur la variation trimestrielle du résultat du secteur bancaire pendant l'année 2008 révèle un déclin de toutes les catégories de revenus au troisième trimestre, suivi d'un exercice relativement bon au quatrième trimestre, se distinguant par une belle progression de la marge sur intérêts et d'un redressement des autres revenus nets. Les revenus nets sur commissions ne cessent pourtant de diminuer d'un trimestre à l'autre. En dépit des conditions moroses sur les marchés financiers et des ajustements de valeur appliqués aux titres du portefeuille de négociation, la catégorie des autres revenus nets a enregistré un résultat positif au dernier trimestre. En vue des risques de récession de plus en plus concrets, il semble que de nombreuses banques aient liquidé des positions de titres de leur bilan, soit pour atténuer les résultats négatifs du portefeuille de négociation, soit pour se prémunir contre des ajustements de valeurs impliqués par des marchés financiers en pleine dérive. Rappelons que suite à l'adoption des normes comptables IAS/IFRS et à l'application du principe de la « juste valeur », ce poste est soumis à d'importantes oscillations en cas de fluctuations des prix sur les marchés financiers. Ainsi, du troisième au quatrième trimestre, le produit bancaire a augmenté de 1 640 millions d'euros, soit de 95,4%. Malgré l'accroissement de l'effectif sur toute l'année 2008, les frais

de personnel et d'exploitation n'ont que modérément augmenté, témoignant ainsi de mesures déjà prises pour maîtriser les coûts. Avec un certain étonnement, on peut constater que les banques luxembourgeoises ont affiché avec 2 175 millions d'euros le meilleur résultat avant provisions, dépréciations et impôts au dernier trimestre 2008.

Cependant, la constitution nette de provisions ainsi que la prise en compte de dépréciations substantielles sur les actifs hors portefeuille de négociation déjà mentionnées ci-devant font nettement basculer le résultat dans le négatif.

A l'instar du second semestre de l'année 2008, les comptes de profits des banques luxembourgeoises du premier trimestre de l'année 2009 sont nettement marqués par les effets de la crise économique et financière. D'une part, la valorisation des actifs a pesé lourdement sur les résultats des banques, soit directement par le biais des portefeuilles propres, soit par le biais des revenus sur commissions. D'autre part, les baisses successives des taux directeurs de l'Eurosystème a permis aux banques de profiter des possibilités de transformations d'échéances pour augmenter leur marge sur intérêts.

TABLEAU 17 :

COMPTE DE PROFITS ET PERTES AGRÉGÉ EN COURS D'ANNÉE ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDITS LUXEMBOURGEOIS (EN MILLIONS DE EURO)

	Activités	2008 03	2009 03	Variation annuelle	
				#	%
1	Produits d'intérêts	16 830	10 744	-6 086	-36,2
2	Revenus de valeurs mobilières	288	157	-131	-45,5
3	Intérêts bonifiés	15 441	8 877	-6 564	-42,5
4	Marge sur intérêt	1 677	2 024	347	20,7
5	Revenus nets sur commissions	1 025	826	-199	-19,4
6	Revenus sur opérations de change	16	27	11	68,8
7	Autres revenus nets	-108	-64	44	-40,7
8	Revenus hors intérêts	933	789	-144	-15,4
9	Produit bancaire	2 610	2 813	203	7,8
10	Frais de personnel	637	636	-1	-0,2
11	Frais d'exploitation	424	432	8	1,9
12	Frais de personnel et d'exploitation	1 061	1 068	7	0,7
13	Amortissements sur immobilisé non financier	69	64	-5	-7,2
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts	1 480	1 681	201	13,6

Source: BCL

1) A l'exclusion des succursales étrangères des établissements de crédit luxembourgeois

Au cours du premier trimestre de l'année 2009, la marge sur intérêts a progressé de 347 millions d'euros, soit une hausse de 20,7% par rapport à la même période de l'année passée. Cette hausse s'explique essentiellement par la réduction des taux directeurs de l'Eurosystème; en effet, dans la mesure où les banques se refinancent généralement à court terme pour investir à long terme, elles peuvent tirer avantage des baisses des taux directeurs puisque l'ajustement des taux d'intérêt bonifiés s'effectue plus rapidement que celui des taux d'intérêt perçus. Toutefois, il importe de noter que cet effet est temporaire et qu'il diminuera au cours des trimestres à venir lorsque l'ensemble des taux d'intérêts débiteurs et créditeurs aura été ajusté. De plus, le niveau historiquement faible des taux d'intérêts suggère que des baisses additionnelles des taux directeurs de l'Eurosystème, si elles ont lieu, n'auront ni la même fréquence ni la même ampleur que celles connues au cours des derniers mois. Finalement, l'on notera encore que le volume des intérêts perçus et des intérêts bonifiés affiche une baisse très importante; cette dernière s'explique par l'effet conjugué de la réduction du volume des activités, tel que mesuré par la somme des bilans et du niveau plus faible des taux d'intérêts. Ainsi, au cours du premier trimestre de l'année 2009 la marge sur intérêts s'élève à 2 024 millions d'euros contre 1 677 millions d'euros fin pour le premier trimestre de l'année 2008.

En revanche, les revenus hors intérêts sont en baisse de 144 millions d'euros, soit 15,4% entre le 31 mars 2008 et la même date de l'année en cours. La persistance de la moindre évaluation des actifs financiers sur les principaux marchés boursiers a donné lieu à un net recul de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif luxembourgeois ainsi qu'à une diminution du nombre de transactions effectuées conduisant ainsi à un recul prononcé du solde net sur commissions. Ce dernier a en effet diminué de 199 millions d'euros, soit 19,4% pour s'élever à 826 millions d'euros au 31 mars 2009. Les autres revenus nets, qui comprennent notamment les résultats relatifs aux portefeuilles propres des banques, montrent une perte nette de 64 millions d'euros, soit une légère amélioration par rapport à la même période de l'année précédente.

Ainsi, au 31 mars 2009 le produit bancaire, qui s'élève à 2 813 million d'euros au 31 mars 2009, est en hausse

de 203 millions d'euros (+ 7,8%) par rapport au 31 mars 2008.

Dans le contexte économique difficile les établissements de crédit sont devenus nettement plus sensibles au développement des frais généraux et ont entamé des programmes de réduction des coûts. Ainsi, la hausse des frais de personnel et d'exploitation se limite à 0,7%, soit 7 millions d'euros, pour s'élever fin mars 2009 à 1 068 millions d'euros. Dans le détail, cette hausse se compose d'une réduction des frais de personnel de 0,1% (1 million d'euros) et d'une hausse de 1,9% (8 millions d'euros) des frais d'exploitation. Dans ce contexte, il importe de mentionner que le premier trimestre de l'année 2009 s'est caractérisé ainsi par une baisse de l'emploi de 235 unités, contribuant à limiter l'évolution des frais de personnel. Les frais d'exploitation, bien qu'en légère hausse, font également l'objet de mesures de réduction de frais notamment au niveau des frais de voyage etc..

Compte tenu de ces développements, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts s'élève à 1 681 millions d'euros, soit une hausse de 13,6% (201 millions d'euros).

1.2.5.5 Les organismes de placement collectif

La crise des marchés financiers n'a pas épargné les organismes de placement collectifs (OPC) luxembourgeois. Au cours de l'année 2008, leur valeur nette d'inventaire a perdu près du quart de sa valeur par rapport à décembre 2007. Un effet de marché largement négatif explique en grande partie ce recul. Il s'est accompagné d'un retrait net de fonds évalué à 77,2 milliards d'euros, qui se concentre principalement sur le mois de septembre 2008. Par ailleurs, en décembre, la faillite frauduleuse du groupe Madoff a impacté négativement une vingtaine de compartiments d'OPC luxembourgeois, pour un montant évalué à environ 1,9 milliards d'euros, soit 0,12% de la valeur nette d'inventaire globale des OPC en décembre 2008.

Quant au premier trimestre de l'année 2009, il a été marqué par une nouvelle régression, toutefois moins marquée, de la valeur du portefeuille d'actifs. Ce nou-

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

veau recul est principalement dû aux mauvaises performances des marchés boursiers.

L'évolution en nombre

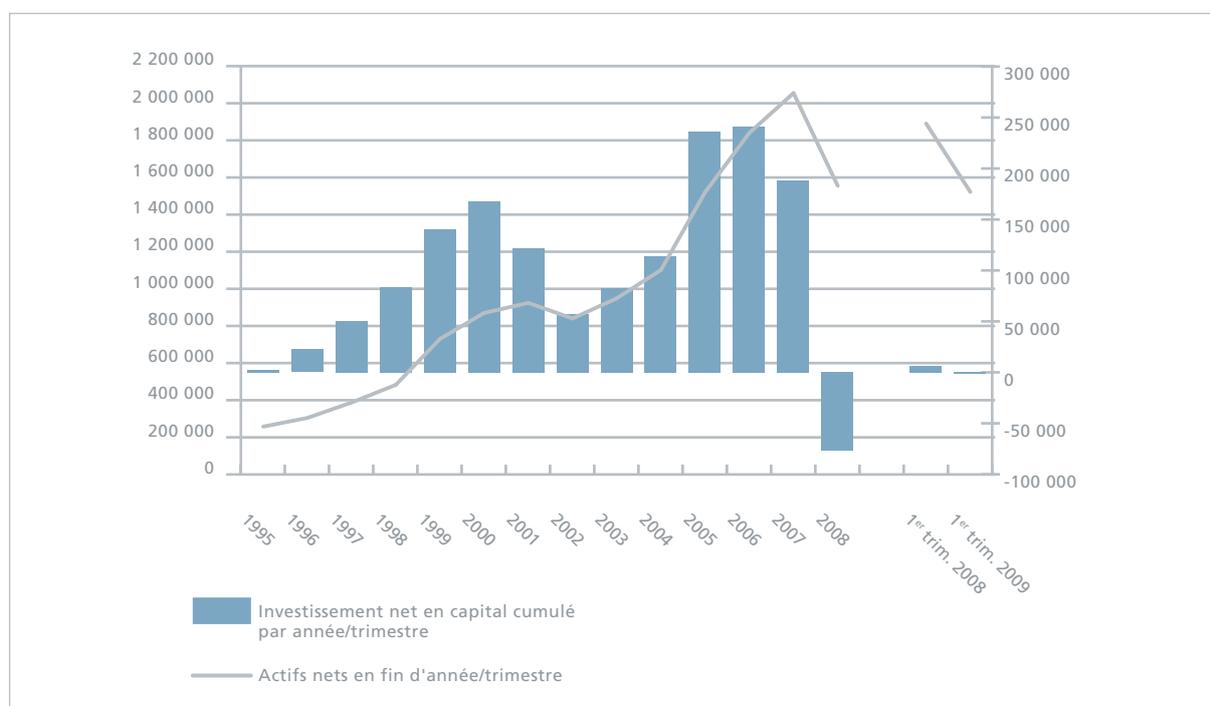
Au 31 décembre 2008, la liste officielle comptait 3372 OPC, contre 2868 à la fin décembre 2007. Cela repré-

sente une création nette de 504 nouvelles unités en 2008. Le rythme de création de nouveaux OPC, très ralenti depuis octobre 2008, reste à un niveau faible au premier trimestre de 2009. En effet, 24 OPC supplémentaires seulement ont vu le jour au cours des trois premiers mois de 2009, contre 144 au cours de la même période de l'année précédente.

GRAPHIQUE 26 :

EVOLUTION DES ACTIFS NETS ET DE L'INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL

(EN MILLIONS D'EUROS)



Source : CSSF

L'évolution de la valeur nette d'inventaire

Dans le courant de l'année 2008, le patrimoine global net des OPC a enregistré un recul considérable. Entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008, la valeur nette d'inventaire a régressé d'environ 500 milliards d'euros pour s'établir à 1559,7 milliards d'euros, ce qui représente une diminution de 24,3%. Le mouvement de repli de la valeur des actifs était perceptible depuis l'automne 2007, malgré des sursauts à la hausse ponctuels en février, avril, mai et août 2008. Le recul s'est nettement accéléré à partir de septembre 2008; au cours des quatre derniers mois de 2008, la valeur du patrimoine a régressé de 358,3 milliards d'euros.

Malgré un mois de janvier en légère croissance, tant du point de vue de l'apport net en capital que de l'effet de marché, le premier trimestre de 2009 clôture en baisse. La valeur du portefeuille s'élève à 1526,6 milliards d'euros fin mars 2009, en recul de 33,1 milliards d'euros par rapport à décembre 2008. Cette nouvelle régression est principalement imputable à un effet de marché très négatif observé en février 2009. Parallèle-

ment, un retrait net de capitaux (-1,1 milliard d'euros) a été enregistré pour l'ensemble du premier trimestre 2009. Les perspectives pour les mois suivants sont toutefois un peu meilleures. Vu les hausses observées sur les marchés boursiers entre la fin mars et le mois de mai 2009, on peut s'attendre à un effet de marché positif sur la valeur nette du portefeuille des OPC au début du second trimestre de 2009.

TABLEAU 18 :
EVOLUTION DE LA SITUATION GLOBALE DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

(EN MILLIONS D'EUROS, ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE SAUF INDICATION CONTRAIRE)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Nombre d'OPC	Nombre de compartiments	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ^{1) 2)}	Variation des marchés financiers ^{2) 3)}	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %	
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1			2000
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2			2001
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0			2002
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9			2003
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0			2004
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9			2005
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0			2006
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6			2007
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3			2008
2008 janv.	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9	-108 254	-5,3	2008 janv.
févr.	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8	11 704	0,6	févr.
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7	-67 400	-3,4	mars
avril	3 083	11 602	1 964 076	17 993	50 638	-2 920	-0,1	68 631	3,6	avril
mai	3 105	11 716	1 996 959	15 709	17 174	-27 703	-1,4	32 883	1,7	mai
juin	3 153	11 797	1 902 092	-15 346	-79 521	-144 930	-7,1	-94 867	-4,8	juin
juil.	3 220	11 964	1 896 357	9 644	-15 379	-156 620	-7,6	-5 735	-0,3	juil.
août	3 284	12 110	1 917 993	3 149	18 487	-117 301	-5,8	21 636	1,1	août
sep.	3 322	12 234	1 796 696	-28 362	-92 934	-262 448	-12,7	-121 297	-6,3	sep.
oct.	3 351	12 300	1 647 028	-69 109	-80 558	-476 491	-22,4	-149 668	-8,3	oct.
nov.	3 364	12 374	1 604 237	-6 873	-35 918	-459 560	-22,3	-42 791	-2,6	nov.
déc.	3 372	12 325	1 559 653	-10 237	-34 347	-499 742	-24,3	-44 584	-2,8	déc.
2009 janv.	3 398	12 278	1 571 534	3 458	8 423	-379 607	-19,5	11 881	0,8	2009 janv.
févr.	3 402	12 255	1 530 291	-4 375	-36 868	-432 554	-22,0	-41 243	-2,6	févr.
mars	3 396	12 200	1 526 563	-226	-3 502	-368 882	-19,5	-3 728	-0,2	mars

Source : CSSF

1) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes déminuées des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2008 et 2009.

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

Contrairement aux autres OPC, l'année 2008 a été globalement favorable aux OPC monétaires, même si les apports nets en capitaux ont été légèrement négatifs en septembre et octobre. L'effet de marché est resté positif, même au plus fort de la crise. Il s'est toutefois avéré largement négatif en décembre. Ces quelques points faibles sont toutefois largement en-deçà des fortes baisses observées dans le cas des OPC d'actions et d'obligations.

Nombre de compartiments

Au 31 décembre 2008, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 477 unités, contre 463 unités fin 2007, enregistrant ainsi une hausse de 14 unités au cours de l'année. Au premier trimestre 2009, le nombre de compartiments a continué à progresser de façon régulière. Il s'élevait à 485 unités au 31 mars 2009. Toutefois, selon des chiffres provisoires, il a reculé à 478 unités au 30 avril 2009.

La somme de bilan

Au cours de l'année 2008, la somme du bilan des OPC monétaires a augmenté de 34,1%, passant de 253,6 milliards d'euros au 31 décembre 2007 à 340,2 milliards d'euros au 31 décembre 2008. Au cours des quatre premiers mois de 2009, la tendance à la hausse s'est progressivement ralentie. La somme de bilan au 30 avril 2009 s'élevait à 358,9 milliards d'euros, ce qui représente une croissance mensuelle moyenne de 1,4%, alors que cette croissance mensuelle s'élevait à 2,5% en moyenne en 2008.

Cette progression repose essentiellement l'apport de nouveaux capitaux. Dans le contexte de crise financière de 2008, les OPC monétaires, qui offrent un rendement stable tout en étant liquides, ont attiré de nombreux investisseurs. Cet attrait pour les placements monétaires était perceptible dès 2007 et l'éclatement de la crise du marché hypothécaire américain. En fin de période sous revue, cette tendance haussière semble toutefois progressivement s'essouffler, même si les résultats restent appréciables en regard des piètres performances des OPC non monétaires. Cet essoufflement n'est sans doute pas étranger à la forte diminution des

taux d'intérêt observée sur les marchés monétaires depuis novembre 2008.

1.2.6 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

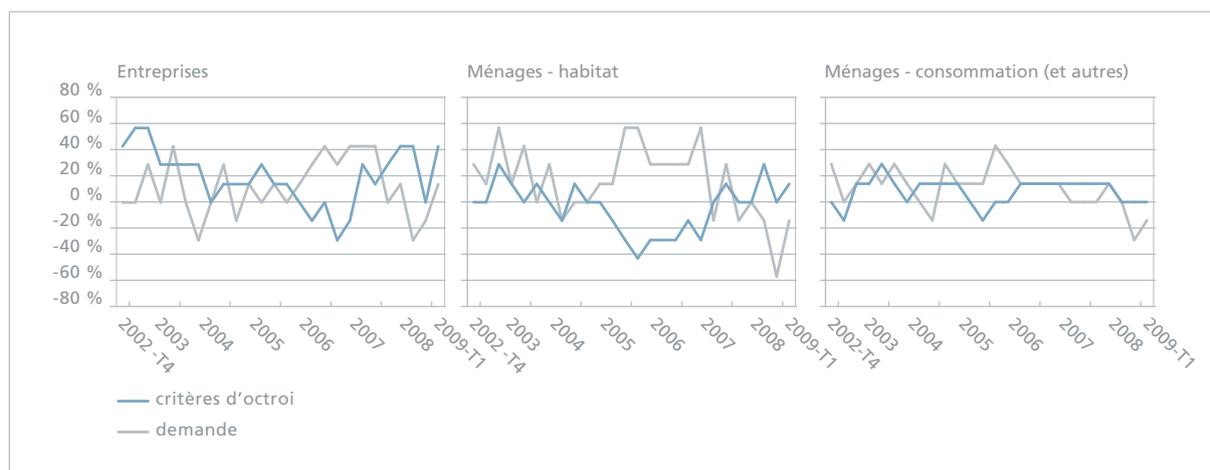
L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon représentatif 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 2009. Pour l'ensemble de la période sous revue (janvier 2008 à mars 2009), les résultats luxembourgeois relatifs au secteur des ménages sont en général plus favorables, notamment en ce qui concerne l'évolution des critères d'attribution de crédits. Néanmoins, les résultats relatifs au secteur des entreprises sont plus ou moins en ligne dans les deux échantillons, ce qui est toutefois partiellement attribuable à la composition de l'échantillon luxembourgeois.

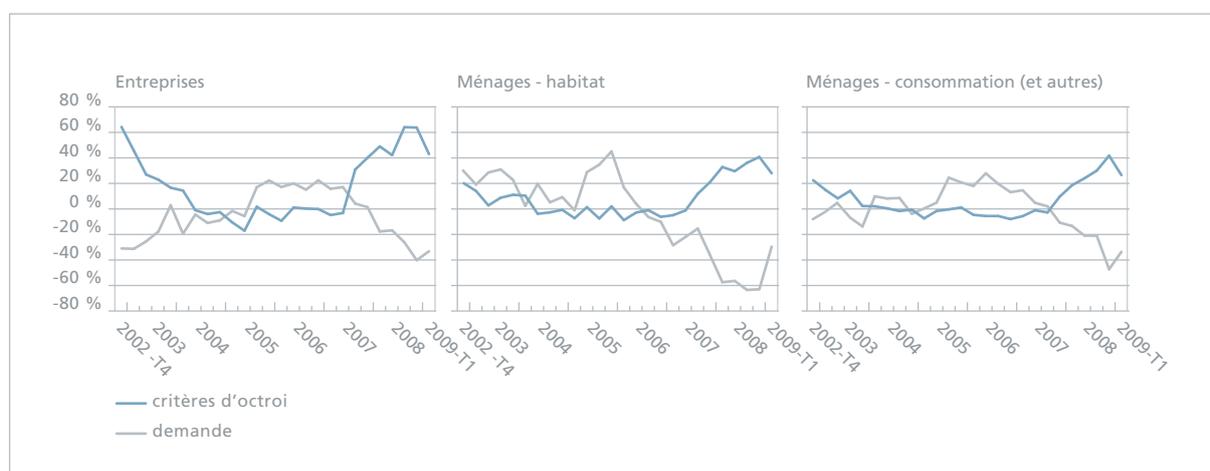
Depuis le troisième trimestre 2007, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également un nombre de questions supplémentaires sur l'accès au financement des banques. On constate que les banques de l'échantillon luxembourgeois ainsi que celles de l'échantillon de la zone euro continuent à rencontrer certaines difficultés à lever des fonds.

GRAPHIQUE 27 :
EVOLUTION DES CRITÈRES D'OCTROI ET DE LA DEMANDE AU LUXEMBOURG, POURCENTAGES NETS



Source : BCL

GRAPHIQUE 28 :
EVOLUTION DES CRITÈRES D'OCTROI ET DE LA DEMANDE DANS LA ZONE EURO, POURCENTAGES NETS



Source : BCE

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 clés.

Entreprises : Depuis le déclenchement des turbulences sur les marchés financiers en août 2007, les banques ont signalé un revirement en matière de politique de

crédit, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble. La politique de crédit des banques a continué dans son orientation plus restrictive en 2008. Au Luxembourg, les pourcentages nets continuent à s'inscrire à des niveaux élevés en 2009; néanmoins, les critères d'attribution demeuraient inchangés au dernier trimestre 2008 et - par rapport au premier trimestre - les banques n'anticipent qu'un durcissement plus faible

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

pour le deuxième trimestre de l'année en cours. Au niveau de la zone euro, certaines indications laissent toutefois supposer une certaine stabilisation du cycle de crédit, même si les banques continuent à signaler des durcissements considérables.

Les principaux éléments explicatifs cités par les banques sont les perceptions de risques qui découlent, notamment, des prévisions concernant l'activité économique générale et des perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises. Le durcissement des critères d'octroi s'est également traduit sur les conditions d'octroi, notamment sur les marges des banques.

L'orientation globale de la demande nette des entreprises enregistrée au Luxembourg fut légèrement négative au troisième et quatrième trimestre 2008, signalant un repli de la demande de crédits émanant des entreprises. La situation demeure cependant plus favorables que dans la zone euro dans son ensemble, où la demande nette fut négative tout au long de l'année sous revue ainsi qu'au premier trimestre 2009. Un moindre besoin de financement pour les investissements en capital fixe et pour les fusions, acquisitions et restructurations sont les éléments principaux à l'origine du repli de la demande dans les deux échantillons.

Ménages pour habitat : En ce qui concerne l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits à l'habitat octroyés aux ménages, les développements sont beaucoup plus favorables pour les ménages au Luxembourg que pour ceux de la zone euro dans son ensemble. En effet, sur la période allant de janvier 2008 à mars 2009, seulement trois faibles durcissements ont été signalés au Luxembourg (deux au troisième trimestre 2008 et un au premier trimestre 2009). Par contre, dans la zone euro les pourcentages nets se sont constamment accrus pour atteindre un sommet historique au quatrième trimestre de l'année passée. S'agissant des facteurs explicatifs sous-jacents, les banques ont signalé que leurs perceptions de risques liés aux prévisions concernant l'activité économique générale et aux perspectives sur le marché du logement se sont accrues, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble.

Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont plus en ligne avec ceux de la zone euro. Effectivement, la demande nette fut largement négative au

Luxembourg sur la période sous revue, ayant même atteint son creux historique au quatrième trimestre 2008. La demande nette de la zone euro a très fortement chuté en 2008 ; alors que les pourcentages nets ont rebondi au premier trimestre de l'année en cours, ils demeurent négatifs. Les perspectives sur le marché du logement ainsi que la détérioration de la confiance des consommateurs seraient largement à l'origine de la baisse de la demande pour les crédits à l'habitat, au Luxembourg ainsi que dans la zone euro.

Ménages pour consommation (et autres) :

Compte tenu du fait que les résultats de l'enquête ne sont pas pondérés par la part de marché des banques, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres) sont restés largement inchangés au Luxembourg. Pour ce qui est de l'échantillon de la zone euro, les résultats font apparaître une évolution parallèle à celle des critères d'octroi appliqués aux crédits à l'habitat. Le durcissement des critères d'attribution au niveau de la zone euro découle des perceptions de risques accrues des banques.

La demande nette au Luxembourg n'est négative que depuis le dernier trimestre 2008, alors que dans la zone euro dans son ensemble elle est négative depuis le quatrième trimestre 2007. Le repli de la demande au Luxembourg serait attribuable à la détérioration de la confiance des consommateurs, notamment au quatrième trimestre 2008. Dans la zone euro, l'élément explicatif principal est un moindre besoin de financement lié aux dépenses de consommation en biens durables et à la détérioration de la confiance des ménages.

Questions supplémentaires concernant l'accès au financement :

Outre les questions régulières, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro comprend depuis l'émergence des turbulences de marché certaines questions sur l'accès au financement par les banques. En cette matière, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont surtout rencontré des difficultés à lever des fonds sur le marché monétaire ; si ces difficultés se sont accrues au cours de l'année passée, notamment au quatrième trimestre 2008, la situation s'est par contre améliorée au premier trimestre 2009. Alors qu'au niveau de la zone euro les résultats font également apparaître des difficultés de financement sur le marché monétaire, les banques ont surtout

signalé des difficultés à se refinancer par l'émission de titres de créance et par l'intermédiaire de la titrisation. L'annonce par les gouvernements des mesures de recapitalisation et de garantie publique pour les émissions de titres de créance a pour partie pu mitiger ces difficultés. 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 les marges appliquées.

Le financement du logement au Luxembourg

Depuis un certain temps déjà, l'octroi de crédits immobiliers au Luxembourg est sous le feu des projecteurs. Si les évolutions des volumes de crédit et des conditions d'octroi présentent un intérêt particulier, notamment en raison de la disponibilité des données à fréquence trimestrielle ou même mensuelle, il convient également de faire le point sur certains aspects structurels ayant trait au financement du logement au Luxembourg. Dans ce contexte, le « Structural Issues Report » (SIR) publié par la BCE en mars 2009 et portant sur le financement du logement est particulièrement pertinent ; hormis l'exploitation des données déjà disponibles, le SIR a bénéficié des informations transmises dans le cadre d'un questionnaire envoyé aux principales banques actives dans le domaine du financement du logement¹. Il est opportun de souligner que le SIR est un rapport structurel ; le but ne fut donc pas de présenter les développements les plus récents, mais plutôt d'analyser les évolutions pertinentes sur un horizon à plus long terme. Une partie des informations recueillies lors de la production du SIR sont entièrement nouvelles ou bien ne sont pas disponibles en tant que série temporelle.

Cet encadré présente certaines des informations structurelles sur le financement du logement devenues dis-

¹ Chaque année, la BCE publie un rapport sur un sujet de nature structurelle dénommé « Structural Issues Report » (SIR) ; ce rapport est produit en étroite coopération avec les banques centrales nationales. Le dernier rapport, publié fin mars 2009, porte sur le financement du logement. Une des sources d'information fut un questionnaire envoyé aux principales banques actives dans le domaine du financement du logement. Les informations recueillies couvrent en principe la période allant de janvier à décembre 2007. Les données, pondérées par la part des banques dans l'octroi de crédits immobiliers, sont de nature structurelle et n'ont donc pas tendance à changer considérablement au cours d'un an ou deux. Néanmoins, il convient de souligner qu'il s'agit de données d'enquête et que certaines banques ont répondu sur la base des meilleurs efforts. Le rapport complet peut être téléchargé en anglais sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp101.pdf>).

ponibles lors de la production du SIR tout en analysant les développements récents en matière d'octroi de crédits à l'habitat.

Avant de passer aux réponses fournies dans le cadre du questionnaire susmentionné, il y a lieu de constater que l'endettement au logement des ménages a augmenté considérablement au Luxembourg. En pourcentage du PIB, l'endettement à l'habitat est passé de 24% en 1999 à 43% en 2008.

GRAPHIQUE 29 : EVOLUTION DU TAUX D'ENDETTEMENT À L'HABITAT DES MÉNAGES, 1999 À 2008

(RATIO DES ENCOURS DE CRÉDITS À L'HABITAT OCTROYÉS AUPRÈS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AU LUXEMBOURG ENVERS LES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO PAR RAPPORT AU PIB)



Source : BCL

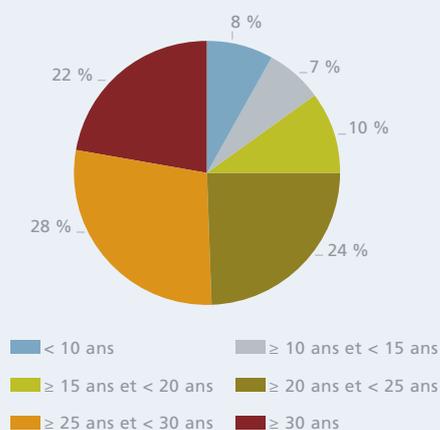
Ces développements se sont sans doute répercutés sur la quotité d'emprunt (« loan-to-value ratio »), qui d'après les réponses pondérées fournies par les banques s'éleva à environ 87% en 2007. Un des éléments explicatifs est la hausse des prix de l'immobilier. Effectivement, en termes nominaux, les prix du logement au Luxembourg se sont en moyenne accrus de 10,4% par an entre 1999 et 2007. Il va de soi que la causalité va toutefois dans les deux sens, c'est-à-dire que les développements sur le marché du logement d'un côté et sur le marché du crédit de l'autre sont aptes à se renforcer mutuellement. Il convient également d'évoquer les facteurs démographiques comme variable explicative ; en effet, le taux d'accroissement moyen de la population fut

nettement plus élevé au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble.

Il est peu surprenant que l'accroissement de l'endettement des ménages s'est également traduit sur les maturités des crédits. Alors qu'en 2002 les informations disponibles² indiquaient que la maturité habituelle des crédits au logement se situait entre 20 et 25 ans, les données fournies dans le cadre de l'enquête faite pour le SIR indiquent qu'en 2007 environ 50% des crédits avaient une échéance initiale qui fut supérieure ou égale à 25 ans; une partie considérable de ces crédits affichent une échéance initiale supérieure ou égale à 30 ans. L'échéance initiale maximale pour les personnes achetant pour la première fois fut d'environ 30 ans en moyenne.

80% des crédits octroyés en 2007 permettaient aux ménages d'acquérir un logement principal, tandis que 14% étaient destinés à des fins « buy-to-let » (acheter pour louer); les 6% restants étaient destinées à l'acquisition d'une seconde résidence, d'une résidence de vacances ou à d'autres fins.

GRAPHIQUE 30 :
RÉPARTITION DES CRÉDITS IMMOBILIERS SELON LEUR MATURITÉ, 2007



Source : BCL

Force est de constater que les crédits à taux variable³ constituent toujours une vaste majorité au Luxembourg, alors que dans la zone euro dans son ensemble et notamment dans les pays limitrophes ce n'est pas nécessairement le cas. Les deux dernières années, la part de crédits immobiliers à taux variable s'inscrivait en moyenne aux alentours de 85%. Néanmoins, plus récemment la part des nouveaux crédits immobiliers à taux fixe s'est considérablement accrue. Ces développements s'inscrivent dans le cadre de la tendance baissière des taux de détail variables et fixes, respectivement. Suite à l'abaissement progressif des taux directeurs depuis la mi-octobre 2008, les taux à l'habitat (variables et fixes) se sont généralement fortement repliés au Luxembourg pour s'inscrire au niveau le plus bas depuis le début de la collecte statistique *MIR* en janvier 2003. Dans ce contexte, les crédits à taux fixe sont particulièrement attractifs.

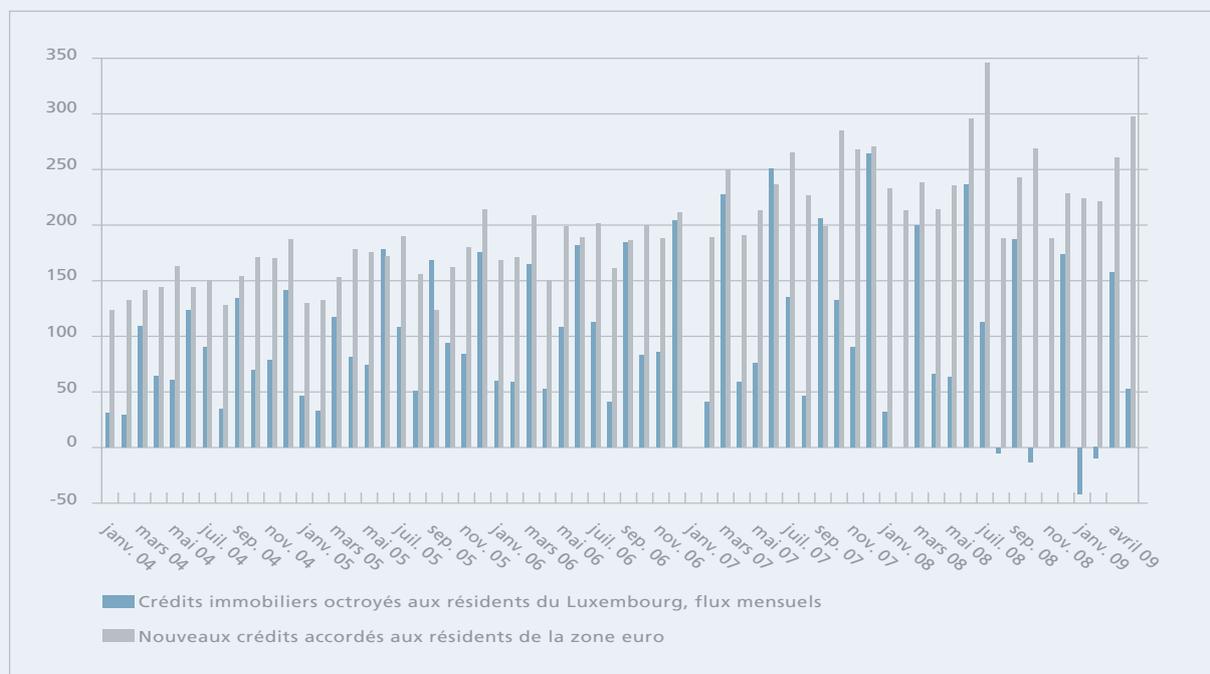
Qu'en est-il des volumes de crédit ? Pour rappel, deux collectes statistiques permettent d'analyser l'évolution des volumes de crédit : la collecte BSI et la collecte *MIR*⁴. Alors que les évolutions mensuelles relatives aux deux collectes statistiques ne sont pas parfaitement en ligne, largement en raison de différences méthodologiques, les tendances sous-jacentes vont toutefois dans le sens d'un ralentissement continu de l'octroi de crédits à l'habitat au Luxembourg.

2 Il s'agit d'informations informelles fournies bilatéralement par nos contacts bancaires, pour le rapport intitulé « Structural Factors in the EU Housing Markets » publié en mars 2003.

3 Taux flottant ou taux fixe dont la période de fixation initiale ne dépasse pas un an.

4 Pour de plus amples détails concernant notamment les différences méthodologiques sous-jacentes, prière de consulter l'encadré intitulé « L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises » apparu dans le Bulletin BCL 2009-01, pages 47-51. A noter que les données BSI présentées dans cet encadré ont été révisées depuis la publication de l'encadré précédent ; la révision concerne les mois d'octobre et de novembre 2008.

GRAPHIQUE 31 :
EVOLUTION DES CRÉDITS IMMOBILIERS, EN MILLIONS D'EURO, JANVIER 2004 À AVRIL 2009



Source : BCL

Remarque : Les données de janvier 2007 ont été enlevées du graphique puisque la collecte BSI est biaisée en raison d'un effet statistique.

La collecte BSI sur les bilans des établissements de crédit indique que les flux mensuels (c'est-à-dire les différences des encours d'un mois à l'autre) ont embarqué sur une trajectoire baissière courant 2008 ; plus récemment, on note que ces flux étaient même négatifs à plusieurs reprises. Quant à la collecte MIR, les données disponibles signalent également une tendance baissière sous-jacente des crédits mensuels nouvellement accordés, et ce depuis 2008 ; si ces données signalent un bref rebond temporaire vers la mi-2008, la tendance générale demeure négative.

Il est toutefois impératif de souligner que malgré les tendances négatives notées ci-dessus, on ne peut guère parler de « credit crunch » (resserrement de crédit). S'agissant des données BSI, il est opportun de comparer la moyenne annuelle des flux aux développements de 2004 et 2005, quand les crédits progressaient modérément sans toutefois atteindre les sommets des années récentes ; ainsi, en 2008 les

flux mensuels moyens calculés à partir des données BSI s'élevaient à EUR 88 millions, par rapport à EUR 81 millions en 2004 et EUR 101 millions en 2005. L'évolution des données MIR est encore nettement plus propice : la moyenne annuelle des crédits nouvellement accordés calculée à partir des données MIR fut de EUR 241 millions en 2008 ; il s'agit de la moyenne annuelle la plus élevée depuis le début de la collecte en 2003. Il reste à voir si les développements des derniers mois s'inscrivent dans le cadre de la tendance baissière notée ci-dessus, car les séries présentées sont sujets à un degré de volatilité parfois élevé et ne permettent d'ailleurs pas de faire abstraction des effets saisonniers.

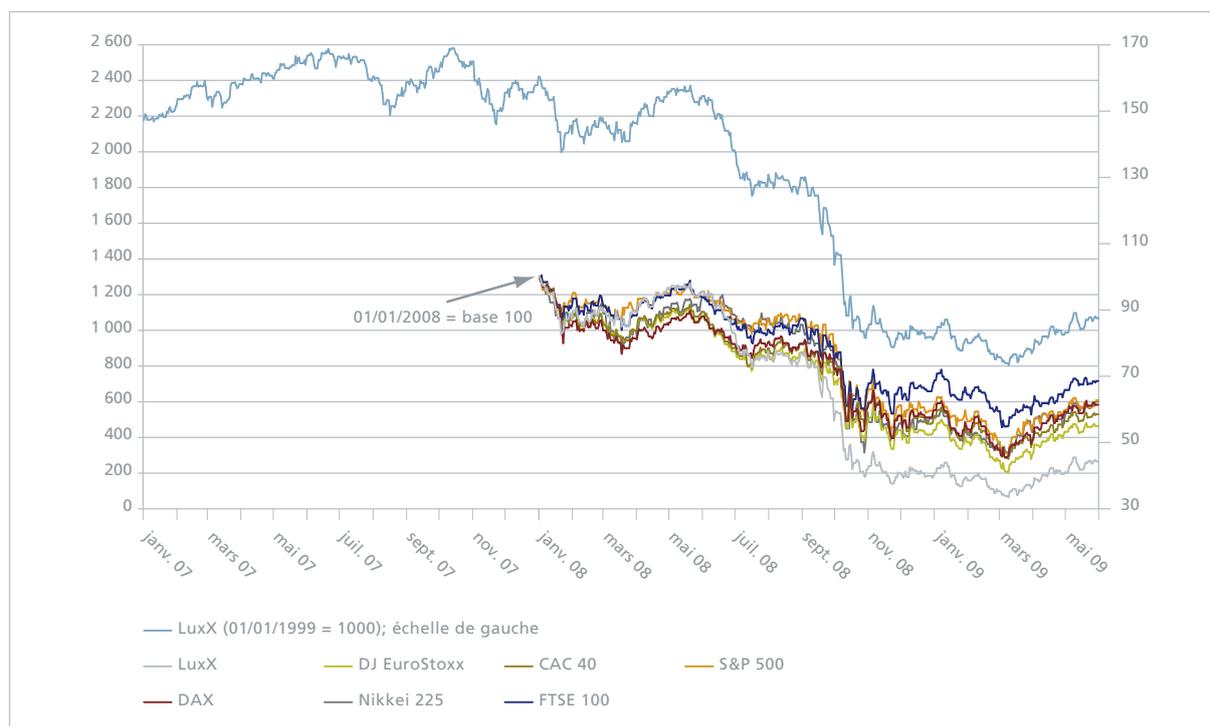
Finalement, il serait opportun de préciser que le ralentissement de la progression des volumes de crédit est sans doute largement attribuable à un repli de la demande, plutôt qu'à un durcissement des critères d'octroi appliqués par les banques (voir aussi « L'enquête sur la distribution du crédit bancaire »).

1.2.7 L'activité boursière au Luxembourg

Entre fin-2007 et fin-2008, l'indice LuxX a chuté de 59,5%, passant de 2 419,28 à 980,91. Lors des cinq premiers mois de l'année en cours, l'indice luxembourgeois a toutefois progressé de 8,8%, pour s'établir à 1 067,5 points en fin de période. Par rapport aux principaux indices boursiers, l'indice LuxX fut particulièrement touché par les tensions financières en raison de la prépondérance des banques et des entreprises financières dans le panier de l'indice.

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

(INDICE : 01/01/2008 = 100 SAUF INDICATION CONTRAIRE ; DONNÉES QUOTIDIENNES)



Source : Bloomberg

Le prix des actions Fortis S.A., par exemple, a chuté très fortement courant 2008 ; alors que ces actions ne font plus partie de l'indice depuis le 14 octobre 2008, leur poids dans la composition de l'indice s'éleva à 20%. Le prix des actions ArcelorMittal, qui interviennent avec un poids de 20%, s'est réplé de presque 70% en 2008. Les actions

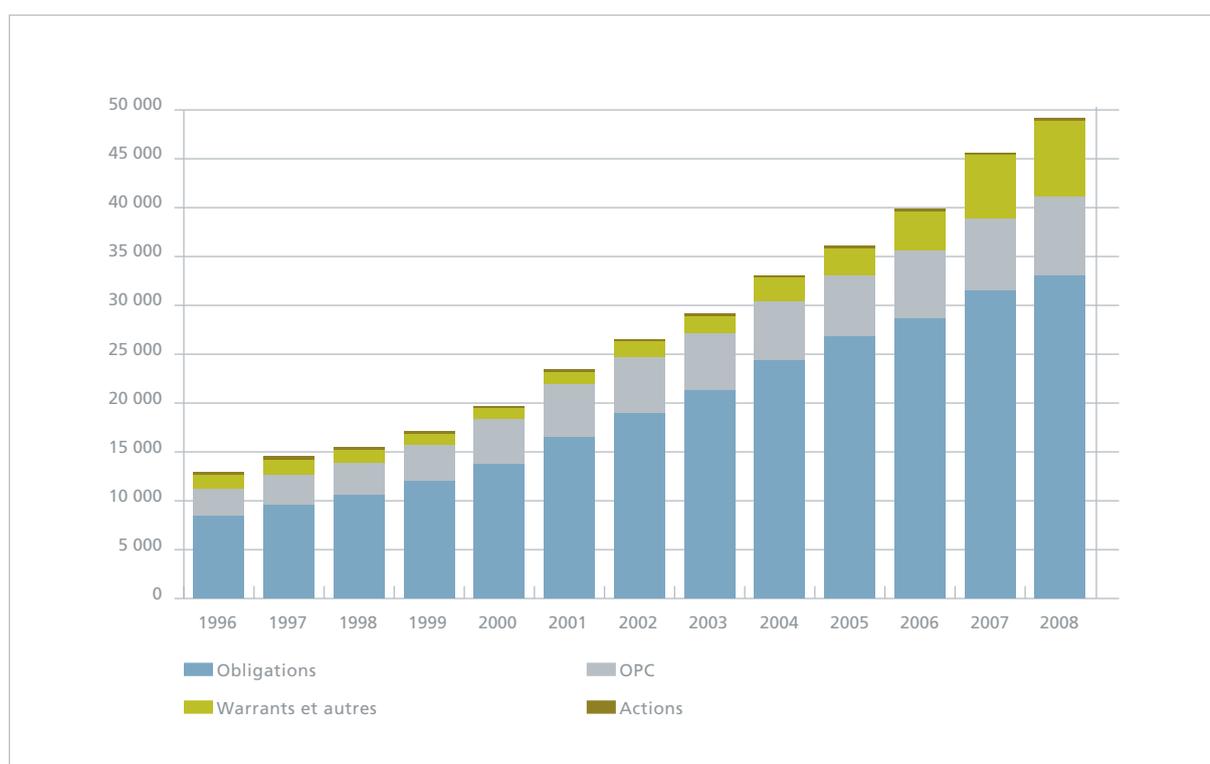
SES S.A., dont le poids dans l'indice LuxX est également fixé à 20%, se sont dépréciées de presque 25% sur la même période. Toutes les autres composantes du LuxX (dont le poids est inférieur à 20%) se sont également réplées en 2008, certaines très fortement, à l'exception des actions Cegedel S.A. qui ont progressé de 46,4%.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Début 2009, la composition de l'indice a été ajustée et deux sociétés ont été rajoutées au LuxX : Reinet Investments S.C.A. (un véhicule de titrisation) et Intercultures S.A. (une société holding qui investit surtout dans diverses entreprises agricoles situées en Afrique).

Fin 2008, la Bourse de Luxembourg comptait 49 097 valeurs cotées (dont 5 221 au marché alternatif Euro MTF), par rapport à 45 573 cotations en 2007. Compte tenu des retraits, l'activité de cotation en bourse affiche donc un taux de croissance net de 7,73%.

GRAPHIQUE 33 :
NOMBRE DE VALEURS COTÉES



Source : Bourse de Luxembourg

La ventilation du nombre de valeurs cotées met en évidence une légère diminution de la part des obligations (de 69,1% en fin-2007 à 67,1% fin-2008). En revanche, la part des OPC a augmenté légèrement (de 16,2% à 16,6%) et celle des warrants s'est également accrue (de 14,1% à 15,8%). Le nombre d'actions est passé de 292 à 290 (stable à 0,6%).

Le volume d'échange a progressé de 116,9% en 2008 pour atteindre EUR 1,41 milliards.

Outre ces développements, il est opportun de rappeler qu'en 2007 la Bourse de Luxembourg avait 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. En mars 2009, la Bourse de Luxembourg a de nouveau migré l'ensemble des valeurs cotées pour passer désormais sur la plateforme UTP (Universal Trading Platform) d'Euronext. L'ancienne plateforme NSC® n'est plus utilisée. 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.

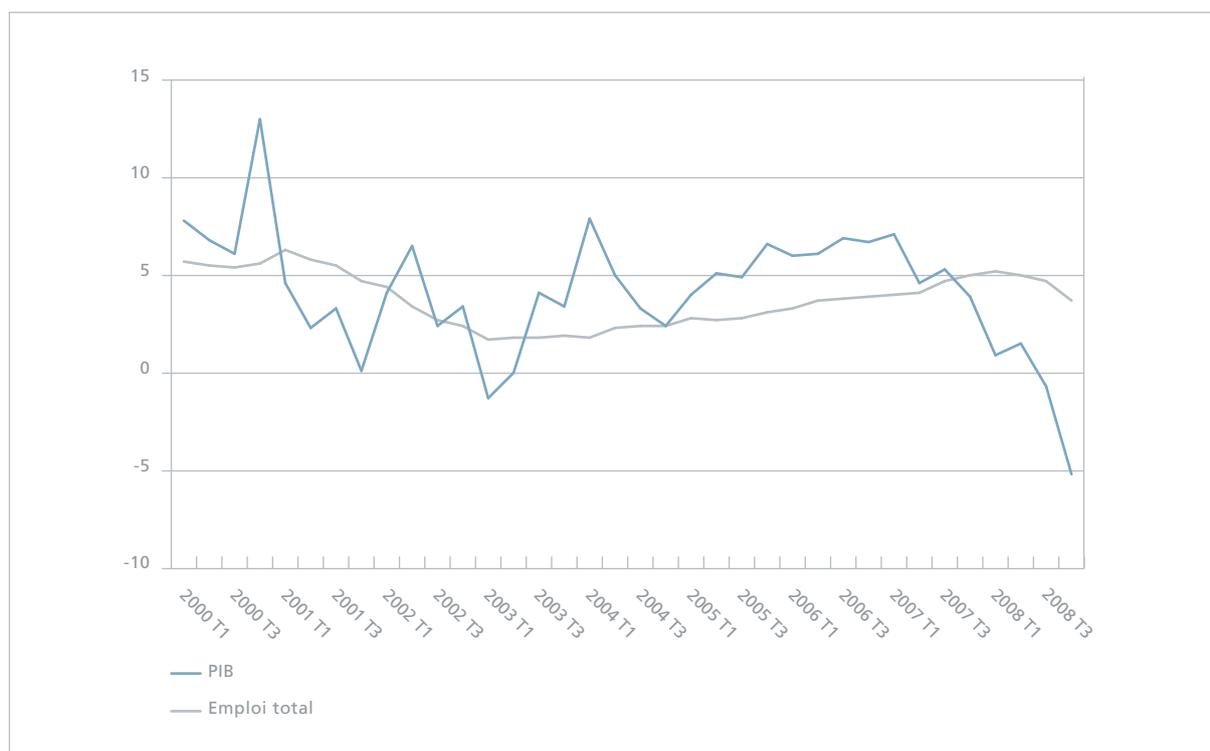
1.2.8 Le marché du travail

1.2.8.1 L'emploi

Après plusieurs années de dynamisme soutenu, le marché du travail a connu un retournement au cours de l'année 2008. La croissance de l'emploi a atteint un pic de croissance à la fin du premier trimestre 2008 et elle a ensuite décéléré d'avril à décembre dans le sillage de la récession économique. A noter que ce ralentissement s'est particulièrement aggravé au dernier trimestre de l'année sous revue. Ceci témoigne d'une réaction des entreprises à l'intensification et à la généralisation de la crise suite à la faillite de Lehman Brothers.

L'emploi a donc réagi avec un retard d'environ un an par rapport à la croissance économique puisque le PIB a amorcé une décélération à partir du deuxième trimestre de 2007 alors que l'emploi n'a commencé à ralentir que l'année suivante à la même période (Cf. graphique ci-joint).

GRAPHIQUE 34 :
CROISSANCE DU PIB ET EMPLOI



Source : STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Il est intéressant de noter que les composantes de l'emploi total n'ont pas toutes réagi de la même manière au ralentissement de la conjoncture. Alors que l'emploi frontalier décélère déjà depuis le début de l'année, passant de 8,2% à 5,3% de janvier à décembre 2008, l'emploi national a crû de manière plus ou moins stable au cours de cette période, autour de 3,2%. Dès lors, l'emploi national et le nombre de travailleurs frontaliers ont atteint respectivement 218 010 et 145 820 personnes en décembre 2008. Les récentes estimations officielles pour le premier trimestre de 2009 tablent sur une poursuite du ralentissement de l'emploi frontalier ainsi que sur l'amorce d'une décélération de l'emploi

national. En fait, la moindre résilience de l'emploi frontalier pourrait s'expliquer d'une part, par le fait que les secteurs qui emploient davantage de frontaliers ont été les premiers touchés par les effets négatifs de la crise et, d'autre part, en raison du fait que beaucoup de frontaliers ont une ancienneté plus faible du fait que le groupe des frontaliers a majoritairement bénéficié des créations d'emploi au cours des dernières années. Cependant, après avoir occupé plus de sept nouveaux emplois sur 10 de 2004 à 2007, la part des frontaliers dans les créations d'emploi a fortement diminué tout au long de l'année 2008 pour finalement afficher un taux de 56% en décembre.

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

	Emploi sala- rié *	Indépen- dants*	Emploi total in- térieur*	Fronta- liers en- trants*	Emploi natio- nal*	Popula- tion ac- tive*	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage «strict» ajus- té pour les variations saisonnnières	Taux de chômage "large"	Taux de chômage harmonisé
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,5%	5,2%	3,8%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%	5,0%
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%	4,6%
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%	4,6%
2007	4,6	0,6	4,4	7,9	2,3	2,2	4,4%	4,4%	6,1%	4,2%
2008	5,0	2,4	4,8	7,2	3,2	3,1	4,4%	4,4%	5,8%	4,4%
2008T1	5,4	2,6	5,3	8,3	3,2	2,8	4,4%	4,2%	5,9%	4,1%
2008T2	5,2	2,6	5,0	7,6	3,2	3,1	4,1%	4,3%	5,5%	4,3%
2008T3	5,1	2,6	4,9	7,2	3,3	3,3	4,2%	4,4%	5,5%	4,4%
2008T4	4,2	2,0	4,1	5,7	2,9	3,3	4,7%	4,6%	6,0%	4,7%
2009T1	3,2	0,5	3,0	4,7	1,9	3,1	5,6%	5,2%	6,8%	5,2%
déc-08	4,0	1,8	3,9	5,3	2,9	3,5	5,0%	4,8%	6,2%	4,9%
janv-09	3,2	0,7	3,1	4,8	1,9	2,9	5,6%	5,0%	6,8%	5,1%
févr-09	3,1	0,4	2,9	4,4	1,9	3,0	5,6%	5,2%	6,9%	5,3%
mars-09	3,2	0,4	3,1	4,7	1,9	3,3	5,5%	5,3%	6,8%	n.d.
avril-09	2,6	0,0	2,4	3,5	1,7	3,1	5,5%	5,5%	6,8%	n.d.

Sources: IGSS, STATEC, Eurostat et calculs BCL

* Les données concernant l'emploi de janvier à avril 2009 sont des estimations

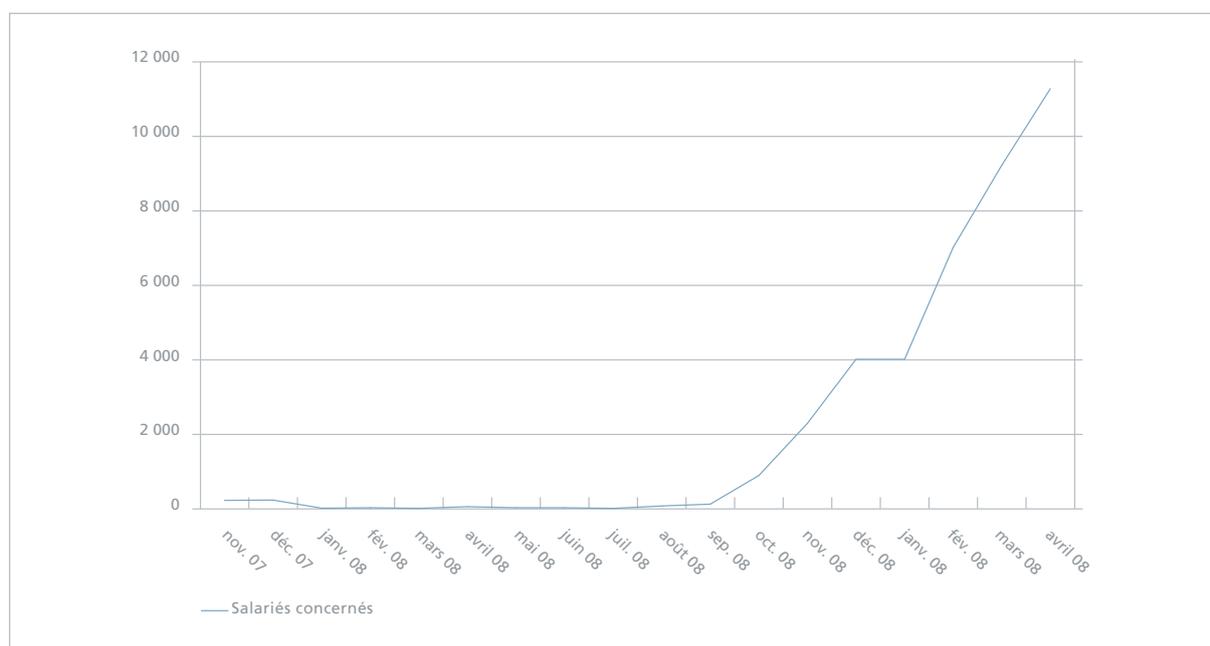
La décélération de l'emploi provient effectivement des secteurs des « Services financiers, immobiliers, et services aux entreprises »¹², et de la « Construction »¹³ qui sont des secteurs où les frontaliers sont fortement représentés. La résistance de l'emploi national n'est guère surprenante au regard de l'accélération de la croissance de l'emploi observée au sein du secteur des « Autres activités de services »¹⁴ qui comprend le secteur public.

En dépit du fait que le travail intérimaire ne représente que 3% de l'emploi total au Luxembourg en 2008, il n'en demeure pas moins intéressant à observer car il fait office d'indicateur avancé des évolutions sur le marché de l'emploi. En effet, la décélération brutale de la croissance du nombre de travailleurs intérimaires, de contrats de mis-

sions ainsi que du nombre d'entreprises ayant recours au travail intérimaire observés en 2008 témoigne de ce rôle : la croissance du nombre de travailleurs intérimaires est passée de 12,5% en 2007 à 1,5 en 2008 ; la progression du nombre de contrats de missions a été de 13,7% en 2007 et de 2,3% en 2008 ; finalement la croissance du nombre d'entreprises ayant recours au travail intérimaire est passée de 9,7% en 2007 à 0,8% en 2008.

Ces évolutions sont cohérentes avec le ralentissement observé de l'emploi frontalier compte tenu du fait que les emplois intérimaires sont quasi-exclusivement occupés par des travailleurs frontaliers (et de surcroît dans le secteur de la construction).

GRAPHIQUE 35 :
EVOLUTION DU CHÔMAGE PARTIEL (NOMBRE DE PERSONNES AFFECTÉES)



Source : STATEC

12 La progression de l'emploi a décéléré de 9,1% en 2007 à 8,5% en 2008 selon les derniers chiffres de la comptabilité nationale.

13 La progression de l'emploi a décéléré de 5,3% en 2007 à 4,4% en 2008.

14 La croissance de l'emploi dans ce secteur est passée de 3,0% à 3,6% de 2007 à 2008.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

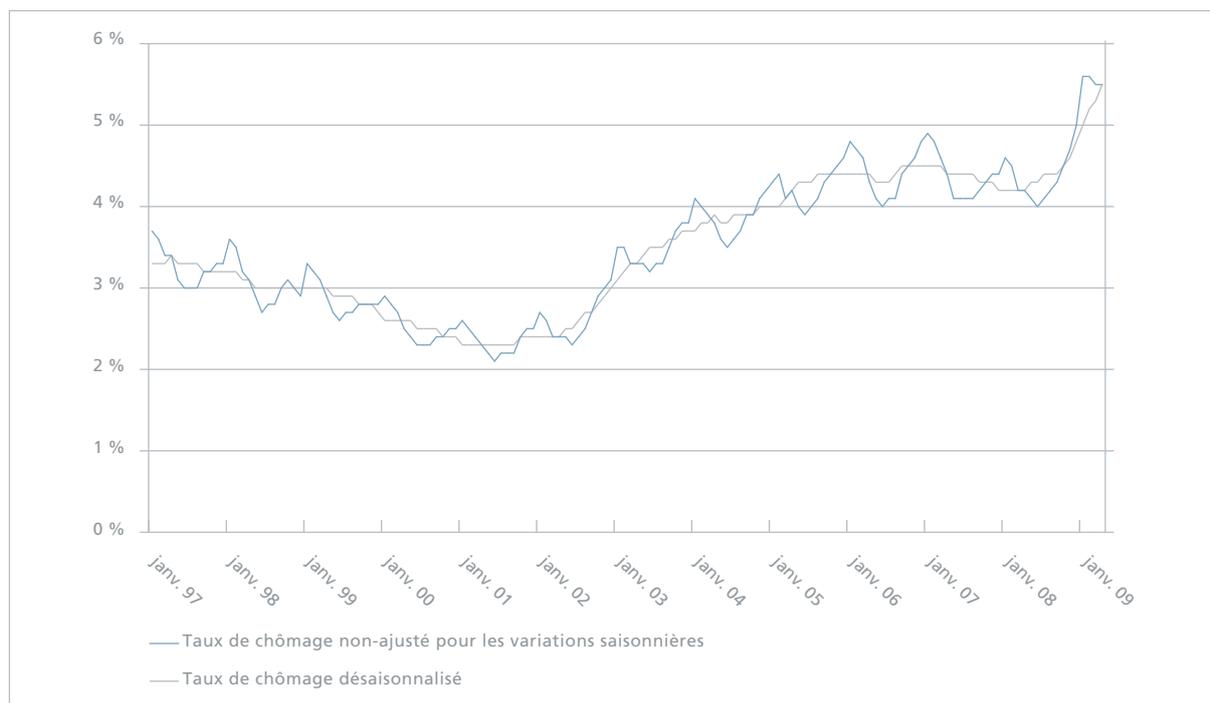
Le fait marquant de l'année 2008 et du début de 2009 restera l'augmentation exponentielle du nombre de salariés affectés d'une mesure de chômage partiel. Partant d'un niveau insignifiant en septembre 2008, il atteint plus de 9 200 en mars 2009. Fin mai, le comité de conjoncture s'attendait à ce que ce chiffre atteigne prochainement 11 251. Ceci témoigne de l'impact particulièrement important de la crise dans le secteur de la sidérurgie, de l'industrie, et plus particulièrement dans celui des sous-traitants de l'industrie automobile et de l'artisanat. Bien que le Gouvernement ait récemment pris des mesures d'assouplissement¹⁵ dans l'implémentation du chômage partiel en vu de limiter les licenciements, la question reste posée de savoir si la possibilité de ventiler les heures

chômées sur une période de 12 mois sera suffisante pour éviter que les personnes qui sont actuellement en chômage partiel ne se retrouvent en chômage complet, d'ici la fin de l'année 2009 ou le début de 2010.

1.2.8.2 Le chômage

La stabilisation du taux de chômage à 4,4% en moyenne observée entre 2007 et 2008 masque une trajectoire intra-annuelle ascendante. L'envolée enregistrée en fin 2008 s'est poursuivie au premier trimestre 2009 : le taux de chômage a franchi le seuil historique de 5,6% dès février 2009 et la récente baisse du taux de chômage

GRAPHIQUE 36 :
TAUX DE CHÔMAGE STRICT



Source : ADEM

¹⁵ La loi du 17 février 2009 prévoit que :

- Pour les salariés travaillant à temps partiel (inférieur ou égal à vingt heures), l'employeur n'est dorénavant tenu de prendre en charge que les huit premières heures.
- Pour l'année 2009, l'Etat prend en charge les 16, respectivement les huit premières heures dans le cas du chômage partiel de source conjoncturelle et pour lien de dépendance économique. En cas de chômage de source structurelle, cette prise en charge est subordonnée à la conclusion d'un plan de maintien dans l'emploi
- Une flexibilité est introduite par une période de référence de 12 mois qui permet ainsi d'étaler les heures chômées avec une plus grande flexibilité.

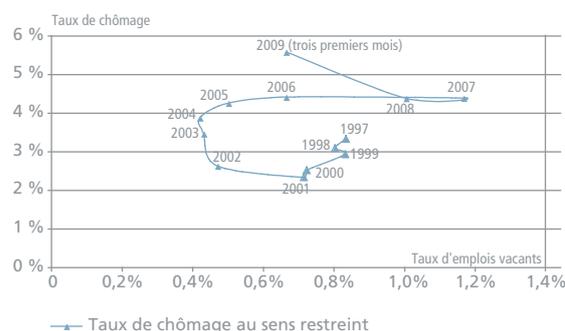
à 5,5% intervenue en mars 2009 s'est accompagnée parallèlement d'une poursuite de la hausse de la version désaisonnalisée du taux de chômage, ce qui dénote une détérioration de la situation de fond. En effet, l'évolution du taux de chômage désaisonnalisé met clairement en lumière l'impact de la crise puisque qu'il a affiché une première augmentation relativement modérée d'avril à octobre 2008 suivie d'une hausse marquée depuis octobre 2008 et qui s'est poursuivie jusqu'à avril 2009.

Le nombre de personnes bénéficiant des « mesures pour l'emploi » ont vu leur nombre diminuer de plus de 15% en 2008 et les données les plus récentes témoignent d'une poursuite de cette baisse au cours du premier trimestre de 2009 (de 14% en variation annuelle) et, de manière plus modérée en avril 2009 (de -6% en variation annuelle). Au regard de cette évolution, l'instrument des « mesures pour l'emploi » semble aujourd'hui avoir perdu en importance en tant qu'instrument destiné à soutenir l'insertion dans le marché du travail « primaire ». En effet, des entreprises habituellement disposées à offrir respectivement des possibilités de travail ou de formation à des personnes dans le cadre de ces mesures sont actuellement dans une situation où elles n'augmentent plus leur effectif, ce qui se répercute forcément sur leur capacité et leur volonté d'offrir des postes à des personnes intéressées et remplissant les critères prescrits. Les instruments destinés à faciliter l'insertion de personnes ayant des difficultés à trouver un emploi régulier s'avèrent donc particulièrement difficiles à mettre en œuvre dans des périodes caractérisées par un chômage en augmentation rapide.

La détérioration du marché de l'emploi s'est aussi directement reflétée dans le nombre d'offres d'emploi non satisfaites enregistrées auprès de l'ADEM. Le nombre d'OENS a baissé de 15% en moyenne en 2008 et cette évolution s'est accentuée au cours du premier trimestre de 2009 (les OENS ont enregistré une diminution de 32% comparativement à la même période de l'année précédente). Suite à cet effondrement du nombre de postes de travail offerts et de l'augmentation parallèle du nombre de chômeurs en 2008, l'adéquation entre l'offre et la demande de travail s'est détériorée (en moyenne un poste offert pour 5 candidats potentiels inscrits à l'ADEM en 2008 alors que l'année précédente un emploi avait été offert à 4 chômeurs). Cette aggravation de l'inadéquation s'est traduite sur la courbe de Beveridge¹⁶ par un

choc agrégé¹⁷ caractérisé par un déplacement « sur » la courbe. Ceci permet de conclure que la récente hausse du taux de chômage est essentiellement de nature cyclique, c'est-à-dire que le ralentissement de la conjoncture est bien à l'origine de cette évolution.

GRAPHIQUE 37 : COURBE DE BEVERIDGE



Source : ADEM, IGSS.

Le seul moyen disponible pour tenter de « mesurer » le chômage des travailleurs frontaliers consiste à répertorier le nombre d'attestations E301 établies par l'ADEM. Ainsi, un frontalier dont le contrat de travail vient d'être résilié peut obtenir auprès de l'ADEM une telle attestation, lui permettant de demander auprès de l'administration compétente de son pays de résidence le paiement de l'indemnité de chômage. Du point de vue analytique, l'évolution des formulaires est donc intéressante puisque le chômage tel que recensé par l'ADEM ne couvre que les demandeurs d'emploi résidents et que les statistiques de l'emploi (frontalier comme national) ne deviennent disponibles que 4 mois environ après la date de référence. En conséquence, le nombre de formulaires devrait permettre d'avoir une idée de l'évolution du chômage frontalier. Ce nombre a commencé à augmenter à la mi-2008. En ligne avec l'évolution du chômage résident, une très forte progression se dégage tout au long du quatrième trimestre pour atteindre des niveaux jamais recensés auparavant culminant, pour

16 Beveridge, W (1944), "Full Employment in a free society", London, George Allen and Unwin.

17 Blanchard, O, Diamond, P. (1992), "The flow approach to labor market", American Economic Review, 82, pp.354-359.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

l'heure, à 1715 fichiers émis en mars 2009. En avril 2009, le nombre d'attestations E301 émises s'est réduit à 1 346.

Ces évolutions récentes des principaux agrégats de l'emploi et du chômage telles que décrites ci-dessus visualisent clairement que la récession de l'activité économique a touché le marché de l'emploi en 2008. Néanmoins au regard de l'évolution de la productivité du travail¹⁸ en 2008, la réaction de l'emploi paraît faible. Un ajustement à la baisse bien plus substantiel de l'emploi dans le courant des années 2009 ne constituerait pas une surprise dans un contexte d'aggravation sévère de la récession.

1.2.8.3 Les coûts salariaux

Selon les données mensuelles provenant de l'IGSS, la rémunération moyenne par salarié aurait augmenté de 3,7% en moyenne en 2008, une dynamique inchangée par rapport à celle observée pour l'année précédente.

Ce chiffre semble à certains égards plus plausible que celui de la comptabilité nationale annuelle devenu disponible à la mi-avril (+1,5%). D'abord, l'indexation automatique des salaires (en mars 2008) a alimenté à elle seule 2,1 p.p. de la variation de la rémunération par salarié. On peut par ailleurs, même pour 2008, partir du principe d'une certaine rigidité des salaires à la baisse due au

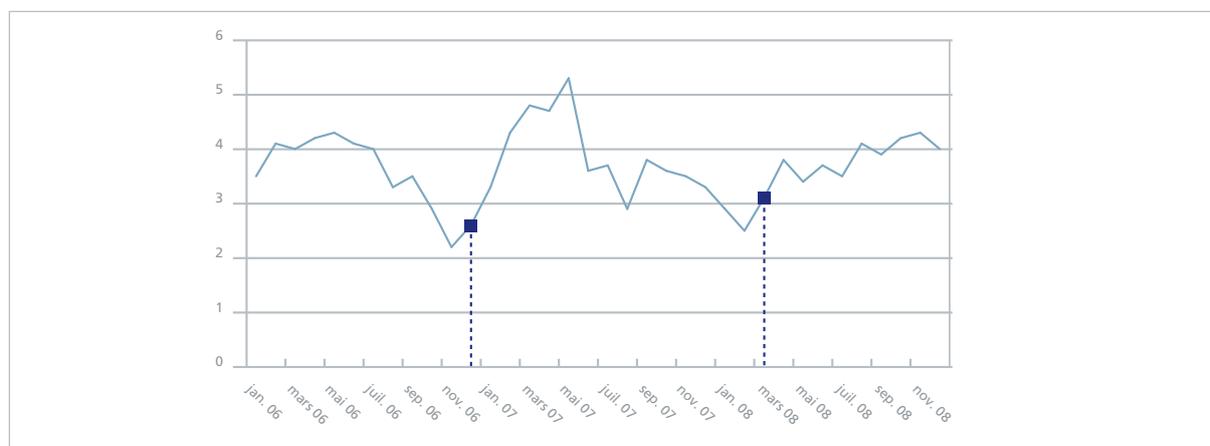
fait que certaines conventions collectives couvrant cette année ont été conclues bien avant que la crise ne frappe de plein fouet les économies européenne et luxembourgeoise. Il semble peu plausible que les éléments variables de la rémunération (primes, gratifications) aient, sur la moyenne de l'année complète 2008, eu un impact tellement important, même dans le contexte de la crise qui, rappelons-le, ne s'est dramatiquement manifestée au Luxembourg qu'à partir de la fin du troisième trimestre.

Dans ce contexte, il semble remarquable que les données de l'IGSS n'affichent même pas de ralentissement marqué vers la fin de l'année 2008 par rapport à décembre 2007. Une baisse des primes et gratifications payées par les banques aurait semblé plausible dans le contexte actuel. Sur base des comptes de profits et pertes des établissements de crédits, on n'observe en effet, en variation annuelle, qu'une certaine décélération des frais de personnel. On ne peut cependant exclure que les chiffres du quatrième trimestre comprennent dans une certaine mesure des primes de départs à des employés dont les contrats de travail ont été résiliés dans le contexte de la crise. Il convient donc de rester prudent dans l'interprétation des chiffres observés pour la fin de l'année 2008.

Le graphique suivant montre l'évolution de la rémunération par tête dans l'économie entière.

GRAPHIQUE 38 :
VARIATION ANNUELLE (EN %) DE LA RÉMUNÉRATION PAR SALARIÉ

(MOYENNE LISSÉE DE TROIS MOIS)



Source : IGSS.

¹⁸ En baisse de 5,3%.

Les données correspondent à des moyennes lissées de trois mois. Tandis qu'à la suite de l'augmentation automatique des salaires en décembre 2006, on observe une accélération des salaires, cet effet est moins prononcé suite à l'indexation des salaires de mars 2008. Ainsi, l'effet de l'indexation pourrait néanmoins camoufler un certain ralentissement des salaires « réels » au cours de l'année 2008.

Dans le contexte de la crise, le renouvellement successif des accords salariaux actuellement en vigueur ainsi que le fort ralentissement de l'inflation devraient mener à une nette décélération des salaires.

1.2.9 Le commerce extérieur

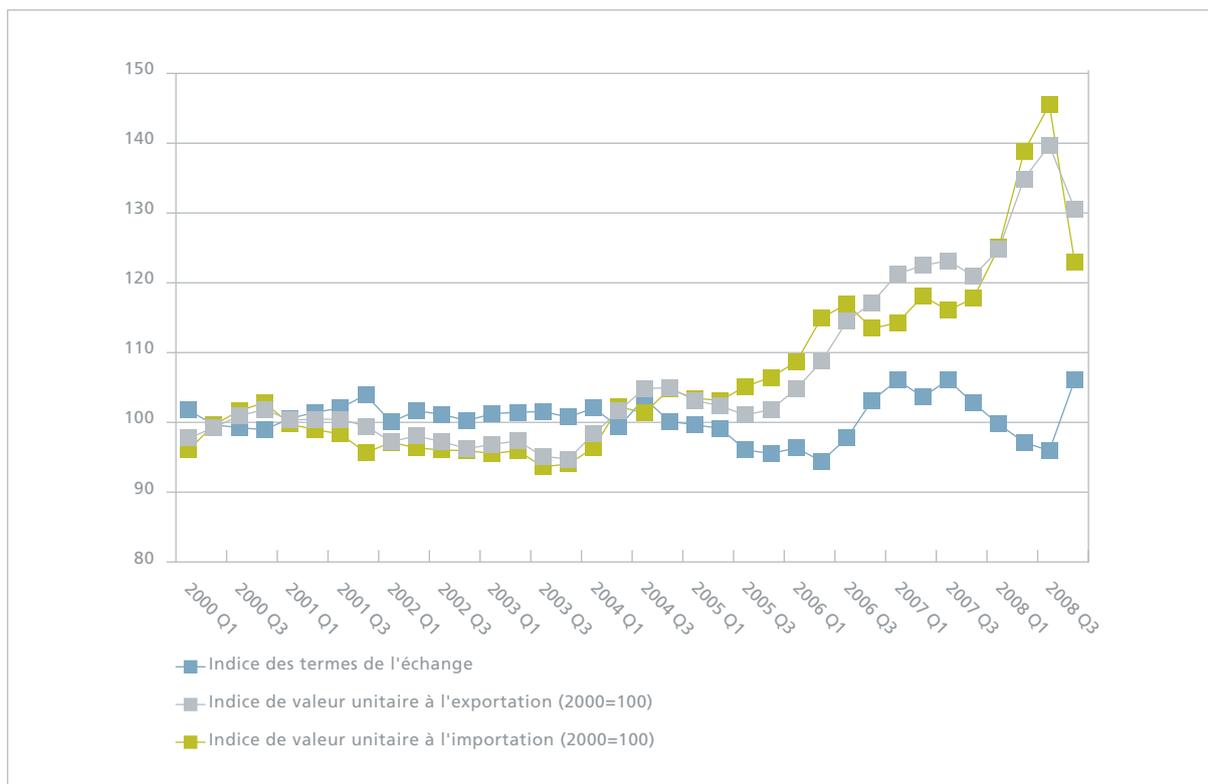
La dégradation de la conjoncture économique au niveau international s'est répercutée sur les échanges de biens du Luxembourg, surtout au cours du dernier trimestre de 2008 et au cours du premier trimestre de 2009. Après avoir reculé de 10% en rythme annuel au dernier trimestre de 2008, les exportations du Luxembourg ont continué à se contracter au premier trimestre de 2009, avec une chute de 26% par rapport au même trimestre de 2008. S'agissant des autres trimestres de l'année 2008, les taux de croissance des exportations ont été positif au deuxième (+7%) et au troisième (+10%) trimestre de l'année. Du côté des importations, après avoir fortement progressé au deuxième (+6,7%) et au troisième (+16%) trimestres 2008, elles ont stagné au quatrième trimestre de l'année, avant de chuter brutalement (-21,6%) au premier trimestre 2009.

En considérant les évolutions sur l'ensemble de l'année 2008, grâce aux résultats des deuxième et troisième trimestres 2008, le taux de croissance annualisé des exportations est resté positif à 0,9% (pour atteindre 11,9 milliards d'euros sur toute l'année 2008) mais s'est fortement ralenti par rapport à l'année 2007 (+4,3%). Le taux de croissance des importations s'est par contre accéléré à 6% (pour atteindre 17 milliards sur toute l'année 2008) contre 4% en 2007. Avec un taux de croissance des importations largement supérieur à celui des exportations, le déficit du commerce extérieur s'est fortement accru (+19%) en s'établissant à 5,3 milliards d'euros sur toute l'année 2008. Les dernières données

disponibles sur le premier trimestre montrent une résorption du déficit commercial qui a reculé de 7,5% à 965 millions d'euros, en raison d'un effet de base.

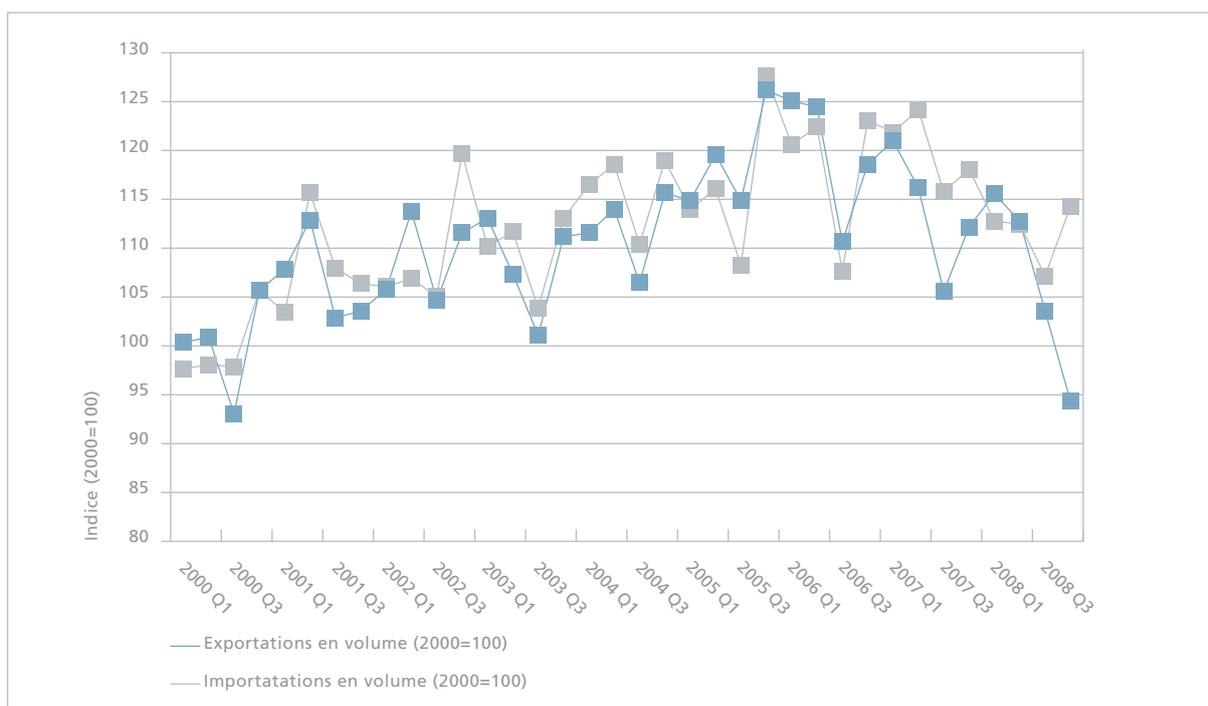
L'impact négatif de la crise économique mondiale est pourtant mieux illustré par les évolutions en volume des échanges de biens. Les exportations se sont ainsi réduites de 16% au dernier trimestre de 2008, après avoir déjà baissé de respectivement 2%, 3% et 5% au troisième, au deuxième et au premier trimestres de 2008. Pour l'ensemble de l'année, les volumes exportés se sont contractés de 6,5%. Il en est de même des volumes importés qui ont connu une croissance négative sur chaque trimestre de 2008. La baisse des importations en volume atteint 7% sur toute l'année 2008. Au vu des évolutions des échanges en volumes, la croissance positive observée en termes nominaux provient donc d'une hausse des prix tant à l'exportation qu'à l'importation. Toutefois les prix à l'importation ont progressé davantage que les prix à l'exportation. En effet, l'indice des valeurs unitaires à l'importation a augmenté de 14% en 2008, sous l'effet de la hausse des produits pétroliers sur les trois premiers trimestres de 2008, comparée à une hausse de 8,5% pour les valeurs unitaires à l'exportation. Cette évolution a occasionné une détérioration (-5%) des termes de l'échange, entraînant de ce fait une hausse du déficit commercial du Luxembourg.

GRAPHIQUE 39 :
EVOLUTIONS DES TERMES DE L'ÉCHANGE DU LUXEMBOURG



Source : STATEC.

GRAPHIQUE 40 :
COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG



Source : STATEC.

La ventilation par catégories de biens montre que la baisse de la demande mondiale a largement affecté, surtout au dernier trimestre de 2008 (-12%) et au premier trimestre de 2009 (-41%), les exportations de produits sidérurgiques qui représentent près d'un tiers des exportations luxembourgeoises. Considérées sur l'ensemble de l'année 2008, les livraisons de produits sidérurgiques ont toutefois progressé de 9% en valeur grâce aux résultats positifs des deuxième et troisième trimestres. Dans les autres catégories de biens, on notera la réduction des ventes de machines et matériel de transport (-9,7%) ainsi que de boissons et tabac (-3%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 2% sur toute l'année 2008, mais ont fortement chuté (-26%) au premier trimestre 2009. Les livraisons vers les Etats-Unis sont restées quasi-stables en 2008 alors qu'elles ont baissé de moitié au premier trimestre 2009. Les ventes à destination d'Asie et des pays d'Europe de l'Est ont lourdement reculé sur toute l'année 2008 et au premier trimestre 2009.

Au cours de l'année 2008 la hausse des importations en valeur était due en grande partie aux fournitures de produits pétroliers dont la facture avait fortement augmenté (+26%) sur les trois premiers trimestres de l'année. En raison de la baisse des prix énergétiques observée depuis l'été 2008, les importations de produits pétroliers ont reculé de 5% au dernier trimestre 2008 et de 34% au premier trimestre de 2009. En dehors de produits pétroliers, on note la progression sur toute l'année 2008 des importations de matières brutes (+10%), de produits chimiques et connexes (+6,5%), de produits alimentaires (+8%), ainsi que de consommations intermédiaires de l'industrie. Au premier trimestre 2009, les importations de toutes les catégories de biens précités ont toutefois reculé. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89% de toutes les importations) ont progressé de 8% en 2008 alors qu'elles sont en baisse de 21% au premier trimestre 2009. Les fournitures en provenance des Etats-Unis et des pays d'Asie ont fortement baissé tant sur l'ensemble de l'année 2008 (-33% et -27% respectivement) que sur le premier trimestre 2009 (-16% et -7% respectivement).

1.2.10 La balance des paiements

1.2.10.1 Compte courant

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 2 milliards d'euros sur toute l'année 2008, soit une chute de 43% par rapport au niveau atteint en 2007. Cette importante détérioration s'explique par de mauvaises performances enregistrées sur les deux derniers trimestres de 2008 au cours desquels l'excédent courant s'est contracté respectivement de 62% et de 79% par rapport aux niveaux atteints sur les mêmes trimestres de 2007. Ces mauvaises performances sont elles-mêmes liées à l'intensification de la crise financière internationale qui a lourdement affecté les exportations nettes de services et plus particulièrement les prestations de services financiers.

Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années, l'excédent dans les services a enregistré une croissance négative (-4%) sur toute l'année 2008. Ce recul s'explique essentiellement par l'évolution défavorable des exportations de services financiers. Alors qu'elles étaient encore en légère progression sur les deux premiers trimestres de 2008, les exportations de services financiers ont reculé de 10% au troisième trimestre, avant de chuter de 25% au dernier trimestre de 2008. Cette chute brutale est elle-même directement liée à l'intensification de la crise financière internationale depuis le troisième trimestre 2008. En effet, les exportations de services financiers découlent en grande partie des commissions perçues par les banques résidentes, dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent essentiellement de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. La baisse généralisée des cours d'actifs sur les marchés financiers a donc réduit les commissions perçues par les banques résidentes.

S'agissant des autres activités de services, leurs recettes ont progressé de 12% sur l'année 2008 (et de 5% au dernier trimestre) et leur solde positif s'est amélioré davantage (+22% sur l'année). Toutefois depuis le début de l'année 2009, les données préliminaires montrent que les autres services, particulièrement le transport aérien

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

de marchandises et les services de communication, sont largement affectés par la crise économique.

Les échanges de marchandises ont été également lourdement affectés par la crise économique mondiale, surtout au cours du dernier trimestre de l'année 2008. Ainsi les exportations (à l'exclusion des transactions sur or non-monnaire) ont baissé de 11% au dernier trimestre. En raison de cette chute en fin d'année et du renchérissement des importations de produits énergétiques au cours des trois premiers trimestres, le déficit commercial s'est fortement détérioré (+23%) en atteignant 4,3 milliards en 2008.

Concernant les revenus, la résorption (-3,5%) de leur déficit, dans un contexte de croissance continue (+11,5%) de la rémunération nette des frontaliers, s'explique en grande partie par une forte réduction des dividendes attribués aux actionnaires non-résidents. Le creusement (+19,7%) du déficit des transferts courants résulte quant à lui des revenus monétaires réalloués au sein de l'Eurosystème.

1.2.10.2 Compte financier

Les transactions financières avec le reste du monde se sont soldées par une sortie nette de capitaux de 1,9 milliard d'euros sur toute l'année 2008. Dans les différentes composantes du compte financier, les flux d'investissements de portefeuille et les flux d'autres investissements se sont soldés par des entrées nettes respectives de 17,5 milliards d'euros et de 11,7 milliards tandis que les investissements directs et les produits financiers dérivés ont enregistré des sorties nettes respectives de 16 milliards et de 15 milliards d'euros.

Dans les investissements de portefeuille, la crise financière internationale a eu d'importantes répercussions sur les titres de participation dont les transactions se sont soldées par des sorties nettes de 39,8 milliards d'euros en 2008, situation jamais connue depuis 2002. Les non-résidents ont ainsi procédé à d'importantes ventes nettes de titres émis par le Luxembourg (essentiellement des parts d'OPC), occasionnant des sorties nettes de 98,8 milliards d'euros sur toute l'année 2008, comparées aux entrées nettes de 205,8 milliards sur l'année 2007. Les flux par trimestre montrent que les sorties nettes se sont déroulées surtout au troisième tri-

mestre et au quatrième trimestre 2008 (respectivement à concurrence de 26 milliards et de 86 milliards d'euros), lorsque les turbulences financières se sont intensifiées. Les résidents luxembourgeois ont eu un comportement similaire face à la crise financière : les ventes nettes d'actions étrangères ont atteint 59 milliards d'euros en 2008, situation jamais observée depuis 2002. En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont rapatrié 61,5 milliards d'euros par la vente des titres obligataires. Les transactions des non-résidents sur titres de créance luxembourgeois sont restées relativement faibles et se sont soldées par un rapatriement net de 4 milliards d'euros (titres à court terme pour l'essentiel).

Au cours de l'année 2008, les sorties nettes d'investissements directs ont porté sur les participations au capital social (21 milliards d'euros) qui ont été partiellement compensées par les entrées nettes (5 milliards) sur les prêts intra-groupes. Les sorties nettes de 15 milliards d'euros sur les « produits financiers dérivés » trouvent leur contrepartie dans les entrées sur titres de créance. Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 42 milliards d'euros subies par les institutions financières monétaires (BCL incluse à concurrence de 23 milliards) ont été plus que compensées par des entrées de 54 milliards enregistrées par les autres secteurs.

TABLEAU 20:
BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

UNITÉ ¹⁾ : MILLION EUR	2007			2008		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
Compte Courant	184 692	181 120	3 572	200 413	198 396	2 017
Marchandises	13 337	16 840	-3 503	14 552	18 857	-4304
Services	47 984	27 782	20 202	47 020	27 651	19 369
Revenus	119 123	130 543	-11 420	134 084	145 109	-11 025
Transferts courants	4 248	5 956	-1 708	4 756	6 779	-2 023
Compte de Capital	38	185	-147	43	261	-218
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
Compte Financier ²⁾			-3 290			-1 866
Investissements directs ³⁾	-183 257	136 063	-47 194	-71 089	54 975	-16 113
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-159 581	112 475	-47 106	-41 439	20 354	-21 085
Autres opérations, Prêts intra-groupes	-23 676	23 588	-88	-29 650	34 621	4 972
Investissements de portefeuille	-128 050	225 917	97 868	120 500	-102 943	17 557
Titres de participation	-38 142	205 779	167 638	59 022	-98 798	-39 776
Titres de créance	-89 908	20 138	-69 770	61 478	-4 145	57 332
Produits financiers dérivés			10 643			-14 933
Autres investissements	-180 825	116 157	-64 669	-27 990	39 704	11 714
Avoirs de réserve			61			-90
Erreurs et Omissions			-134			67

Sources: BCL/STATEC.

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

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

1.2.11 Les projections macro-économiques

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2008¹⁹ et ont été élaborées dans un contexte très difficile. La crise dans le secteur bancaire était à son apogée, les problèmes de la sphère financière s'étaient étendus à l'économie réelle et le ralentissement se diffusait des économies développées aux économies émergentes. Compte tenu de sa dépendance au secteur financier et aux exportations, le Luxembourg pouvait difficilement échapper à ces multiples chocs. Pour l'année 2008, une hausse du PIB réel comprise dans une fourchette allant de 1,8% à 2,4% était encore escomptée par la BCL. La stabilisation du niveau de la production en 2009, sur fond de la récession dans la zone euro et la convergence vers la croissance potentielle en 2010, constituaient les autres bases de notre scénario. Ce profil de croissance était déjà nettement en dessous de la moyenne historique, un scénario dans lequel les récessions internationale et nationale étaient supposées molles et de courte durée.

Evolutions récentes

Depuis cet exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique ont présenté un bilan nettement plus défavorable. En avril 2009, la croissance du PIB réel pour l'année 2008 a été estimée aux environs de -0,9%, soit 3,0pp de moins que nos projections de décembre. Cet écart est en bonne partie imputable à un ajustement rétrospectif à la baisse des comptes nationaux disponibles en novembre 2008. Comparée aux autres pays de la zone euro, la récession aurait débuté plus tôt au Luxembourg. Selon les comptes nationaux trimestriels actuellement disponibles, l'économie luxembourgeoise aurait atteint son sommet au quatrième trimestre 2007 pour stagner jusqu'au troisième trimestre 2008. La récession serait aussi particulièrement sévère. Au quatrième trimestre 2008, le PIB réel se serait effondré de 4,5% sur base trimestrielle,

une baisse historique et nettement plus prononcée que dans toute autre économie de l'Union européenne à l'exception de l'Irlande et aussi plus prononcée qu'aux Etats-Unis et au Japon. Désormais, l'acquis de contraction pour l'ensemble de l'année 2009, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, se chiffre à 3,5%.

Au début de l'année 2009, le déclin de l'activité s'est poursuivi, bien qu'à des rythmes divergents selon les secteurs de l'économie. Dans le secteur financier, le recul de l'activité a été sans doute moins important qu'à la fin de l'année 2008. La chute des commissions dans le secteur bancaire s'est certes encore accélérée au premier trimestre 2009, mais le moindre recul des marchés des actions, -13% contre -26% au quatrième trimestre 2008, a permis d'enrayer la baisse de la VNI du secteur des OPC. Celle-ci s'est limitée à 4% au premier trimestre 2009 contre 14% au trimestre précédent. Dans le secteur non-financier en revanche, la dégradation s'est nettement accélérée, à l'instar de ce que l'on a observé au niveau de la zone euro. Ainsi, au premier trimestre 2009, la chute de la production industrielle aurait été de 7,4% sur base trimestrielle et de 23,4% sur base annuelle, soit parmi les taux les plus négatifs de l'Union européenne. Dans le sillage de l'affaiblissement de la demande de produits manufacturés, les secteurs dépendants ont aussi été touchés. Les transports par route et par avion accusent par exemple des baisses de leur chiffre d'affaires en raison du recul du transport de marchandises et des voyages d'affaires.

Au deuxième trimestre 2009, les premiers signes d'une stabilisation économique ont émergé. Les marchés boursiers, sensiblement repartis à la hausse depuis leurs creux de début mars sur fond de l'amélioration des enquêtes de conjoncture dans la zone euro, semblent anticiper de meilleurs jours. Les résultats des commissions du secteur financier pourraient donc s'améliorer prochainement. Au Luxembourg, plusieurs indicateurs issus des enquêtes de conjoncture dans l'industrie se sont aussi consolidés et, parfois même, sont repartis à la hausse. Aussi, on peut aisément être tenté de conclure que la chute brutale de l'activité économique s'est affaiblie. Il faut cependant garder à l'esprit que ces indicateurs continuent d'évoluer à des niveaux déprimés, incompatibles avec un retour

¹⁹ Voir BCL, Bulletin 2008/2, pp.69-76

imminent vers une croissance positive. L'évolution du chômage partiel signale une détérioration continue de la conjoncture et, en juin 2009, plus de 11000 personnes étaient touchés par cette mesure, soit plus d'un quart de la force de travail du secteur manufacturier. Compte tenu du nombre d'heures prestées, le nombre d'employés touchés par un « chômage complet » (équivalents en temps-plein de chômage partiel) serait supérieur à 5000, ce qui correspond environ à 50% du chômage officiel.

En somme, il est fort probable qu'au cours du premier semestre 2009, le niveau du PIB réel ait encore baissé, prolongeant ainsi la période de récession au Luxembourg. Il semble aussi que l'économie soit proche du fond et qu'elle pourrait dorénavant se stabiliser.

Hypothèses techniques

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projections commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont dérivées de divers produits financiers au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à leur évolution future.

En ce qui concerne les taux d'intérêt à court terme, le taux Euribor à 3 mois est supposé poursuivre sa baisse jusqu'au troisième trimestre 2009 avant de se redresser progressivement. Sur l'ensemble de l'année 2009, il s'établirait à 1,4% avant de remonter à 1,6% en 2010 et autour de 2,5% en 2011. Le différentiel entre le taux du marché et le taux de refinancement principal s'est amenuisé depuis quelques semaines, indiquant une tendance à la dissipation des tensions sur le marché interbancaire et donc une normalisation graduelle du fonctionnement des marchés financiers. Les taux longs seraient également orientés à la baisse jusqu'au troisième trimestre 2009 pour remonter graduellement ensuite. Ce scénario est largement inchangé par rapport à l'exercice de décembre. Conjointement avec la baisse des taux courts, il en résulterait une pentification et une normalisation de la courbe des taux jusqu'en 2010. Ensuite, la courbe des taux s'aplatirait quelque peu en 2011. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx,

ont connu une chute dont l'ampleur s'approche de celle observée sur la période 2001-2003, mais ceci en un laps de temps beaucoup plus court. Ils ont chuté de plus de 55% entre le deuxième trimestre 2007 et le premier trimestre 2009. La stabilisation des marchés boursiers au deuxième trimestre 2009 est censée déboucher sur une légère baisse des indices au cours des prochains trimestres. Depuis l'exercice précédent, l'euro s'est apprécié de 5,1% par rapport au dollar pour se situer aux environs de 1,34\$/€, poussant le taux de change effectif de l'euro aussi à la hausse, à concurrence de 6,1% par rapport à décembre 2008. Enfin, le ralentissement international s'est accompagné d'une forte chute du prix du pétrole. Celui-ci a baissé de ses sommets de 147\$/bl en juillet dernier à 42\$/bl en décembre 2008 pour revenir à 55\$/bl en mai. Selon les marchés des futures, il remonterait à plus de 70\$/bl en 2011, donc à un niveau proche de celui observé en moyenne en 2007.

Dans leur ensemble et toutes choses égales par ailleurs, les ajustements opérés sur les hypothèses techniques plaideraient plutôt pour un scénario *grosso modo* inchangé. Néanmoins, le scénario international, tel qu'il prévalait en décembre 2008 dans les projections macroéconomiques des institutions internationales, a considérablement changé.

Environnement international

De manière générale, le scénario international s'est encore une fois nettement détérioré, aussi bien en 2009 qu'en 2010. Le FMI prévoit désormais une diminution du PIB mondial de 1,3% en 2009, avant de renouer avec la croissance en 2010 et 2011. La chute du PIB en 2009 correspondrait à la récession la plus sévère depuis la seconde guerre mondiale. La crise que nous traversons et les projections à moyen terme qui en découlent revêtent un caractère exceptionnel du fait d'une part de l'ampleur de la récession et, d'autre part, de sa longue durée. Les études empiriques sur les cycles économiques montrent en effet que les récessions associées à des crises financières tendent à être plus sévères que les récessions dites « normales ». Elles montrent aussi que les reprises qui font suite aux récessions associées à des crises financières tendent à être plus timides. Enfin, elles suggèrent que les récessions synchronisées, c'est-à-dire celles qui affectent

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

simultanément plusieurs pays et plusieurs régions du monde, sont généralement plus longues, plus sévères et, suivies d'une reprise plus molle, que les récessions « normales ». Ces deux caractéristiques font désor-

mais partie intégrante des projections des institutions internationales et de l'Eurosystème et elles expliquent le scénario international particulièrement morose à la base de nos projections.

TABLEAU 21 :
PROJECTIONS DES INSTITUTIONS INTERNATIONALES ET HYPOTHÈSES TECHNIQUES
(TAUX DE VARIATION ANNUEL)²⁰

	2008	2009	2010	2011
Commerce mondial (CE)	2,6 (-2,4)	-11,4 (-13,6)	0,9 (-3,2)	-
PIB mondial (FMI)	3,2 (-0,5)	-1,3 (-3,5)	1,9	-
PIB mondial (CE)	3,1 (-0,6)	-1,4 (-3,7)	1,9 (-1,3)	-
PIB zone euro (FMI)	0,9 (-0,3)	-4,2 (-3,7)	-0,4	-
PIB zone euro (CE)	0,8 (-0,4)	-4,0 (-4,1)	-0,1 (-1,0)	-
PIB zone euro (Eurosystème)	0,6	-5,1/-4,1	-1,0/0,4	-
Demande internationale adressée au Luxembourg	1,9 (-1,0)	-11,6 (-11,9)	-0,2 (-4,0)	3,2
Prix du pétrole en \$/bl ¹⁾	98 (-2)	55 (-12)	65 (-12)	70
Taux de change \$/€ ²⁾	1,47 (-)	1,33 (0,06)	1,34 (0,07)	1,34
Taux d'intérêt à 3 mois	4,64 (-0,1)	1,42 (-1,4)	1,60 (-1,6)	2,48
Taux d'intérêt à 10 ans	4,4 (-)	4,2 (-0,3)	4,6 (-0,1)	5,0
Eurostoxx ³⁾	285 (-31)	213 (-21)	210 (-23)	200

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne

1) Révisions en \$/bl

2) Révisions en \$/€

3) Révisions en points d'indice

²⁰ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2008, en points de pourcentage.

La zone euro se trouve en récession depuis la mi-2008 et la baisse de l'activité s'est nettement accentuée au tournant de l'année 2008/2009, le PIB ayant reculé de 1,6% et 2,5% respectivement au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. Les dernières informations conjoncturelles disponibles suggèrent que le déclin s'est poursuivi au second trimestre 2009, même si la baisse s'est vraisemblablement affaiblie par rapport aux deux trimestres précédents. Au final, la zone euro a progressé de 0,9% en moyenne annuelle en 2008. Pour 2009, les institutions internationales anticipent un recul en moyenne annuelle, ce qui serait une première depuis la création de la monnaie unique. Selon l'exercice de projections de l'Eurosystème de juin 2009, la variation anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette entre -5,1% et -4,1% en 2009 et entre -1,0% et 0,4% en 2010. Comparé à l'exercice précédent, les projections ont été nettement revues à la baisse. En ce qui concerne 2011, un rebond timide est attendu. La phase de faible croissance, qui pourrait être entamée en 2010, se prolongerait donc en 2011.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations de ses partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour notre économie tournée vers l'extérieur. Selon le scénario sous-jacent, la demande internationale, qui avait déjà fortement ralenti en 2008, s'effondrerait littéralement en 2009. Elle se stabiliserait en 2010, avant de rebondir graduellement en 2011. À l'instar du scénario mondial et européen, ces hypothèses ont été fortement ajustées à la baisse. Le plongeon de la demande mondiale en 2009, à un niveau qui n'a jamais été observé, ainsi que le rebond timide qui s'ensuit en 2010 sont le reflet direct de l'ampleur et de la durée du ralentissement international tel que projeté.

Projections du PIB réel et de ses composantes

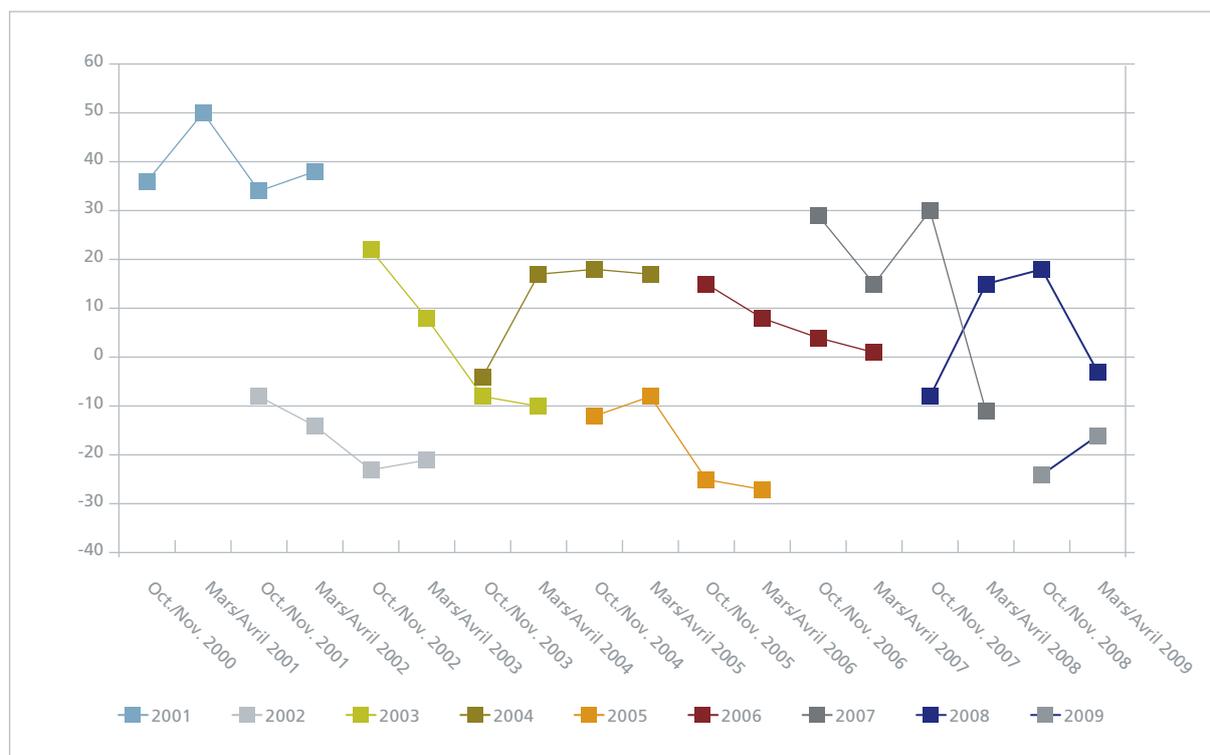
Le Luxembourg se trouve actuellement dans une récession sévère, un scénario nettement plus défavorable que lors de l'exercice de décembre 2008. Les projections pour le PIB réel en 2009 s'établissent désormais dans une fourchette allant de -5,0% à -4,4%, ce qui serait pire que la récession de 1980/1981, mais moins grave que celle de 1975. La reprise subséquente serait fort graduelle et plus lente que lors des périodes de

récessions normales. Ainsi, il est anticipé que le niveau de production ne se stabiliserait qu'en 2010 - donc une année plus tard que lors des projections de décembre - pour converger ensuite vers un taux de progression annuelle autour de 2,2% en 2011. En termes de dynamique trimestrielle, ce scénario repose sur une stagnation de l'activité économique au deuxième semestre 2009 et au premier semestre 2010, suivie par un timide rebond. A la fin de l'horizon de projection, il est anticipé que les sommets de production atteints avant la récession ne soient pas dépassés. Cette reprise conjoncturelle molle est également présente dans les scénarii internationaux qui intègrent les expériences passées en termes de crises bancaires et de récessions synchronisées. Elle déboucherait forcément sur un ajustement de l'emploi. Si le choc du commerce mondial pourrait bientôt s'amenuiser, le choc d'une baisse effective de l'emploi ne s'installerait que prochainement et il pèserait sur la dynamique de la demande domestique, alimentant ainsi une période prolongée de faible croissance.

En ce qui concerne l'optique dépenses du PIB, la contraction se manifesterait à travers toutes les composantes hormis l'investissement et la consommation publics. Pour une petite économie ouverte, le canal dominant est constitué par l'impact du ralentissement international sur ses exportations. Celui-ci englobe les répercussions de la crise financière au niveau international. Au Luxembourg, ce canal sera renforcé du fait que les exportations de services, en particulier les services financiers, comptent pour environ deux-tiers des exportations totales et seront donc particulièrement affectées par l'évolution des marchés boursiers. La demande internationale s'effriterait de plus de 10% en 2009, provoquant une baisse historique des exportations. Le manque d'impulsion externe se répercuterait négativement sur la demande domestique privée. Ainsi, l'investissement et la consommation privés devraient également se replier durant l'année en cours.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 41 :
ENQUÊTES SEMESTRIELLES D'INVESTISSEMENT DANS L'INDUSTRIE LUXEMBOURGEOISE
 (DÉPENSES À PRIX COURANTS, EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)²¹



Source : Commission Européenne.

Fin de l'année 2008, le secteur manufacturier avait annoncé ses intentions de baisser les dépenses d'investissement en 2009. Depuis lors, il a confirmé ses projets bien que le recul ait été un peu atténué par rapport aux enquêtes antérieures (voir graphique 41). Ce moindre repli, a priori étonnant, s'explique par le fait qu'à la fin de l'année les entreprises n'avaient pas effectué certaines dépenses prévues pour 2008. Une baisse substantielle des investissements semble probable pour la plupart des secteurs. Les fondamentaux économiques ne sont en effet nullement favorables.

Une production qui tourne au ralenti libère des capacités de production et n'est donc pas source de nouveaux besoins en équipement. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie se situe ainsi à 65%, ce qui constitue un niveau historiquement bas. De même, la dégradation des perspectives en matière de débouchés favorise le report de nouveaux projets à des dates plus propices pour assurer leur rentabilité. Si l'évolution passée des profits était excellente, ceux-ci vont se replier fortement en 2009, affectant considérablement la capacité d'autofinancement des entreprises. Pour ce qui est du financement des investissements, la baisse de la trésorerie pourrait être compensée par un endettement accru. Les conditions de financement sont devenues particulièrement alléchantes avec l'assouplissement sans précédent de la politique monétaire par l'Eurosystème. Ainsi, les taux appliqués par les banques commerciales sur les crédits aux sociétés non-financières se situent à un niveau historiquement bas (voir sous 2.5.2). Mais, à l'heure

²¹ 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.

actuelle, il est plus probable que les entreprises s'engagent sur une voie de désendettement et de réduction de l'effet de levier de leurs bilans, ceci d'autant plus que les banques commerciales adoptent une politique beaucoup plus prudente en matière d'allocation des crédits, via un resserrement des conditions d'attribution (voir sous 2.6).

Constituant déjà un facteur de croissance moins important, compte-tenu de la grande ouverture de l'économie luxembourgeoise, la consommation privée ne serait guère dynamique dans le futur proche. Si le revenu disponible réel des ménages est en hausse grâce notamment à des mesures fiscales et bénéficie du recul de l'inflation, l'évolution du marché de l'emploi ne sera nullement favorable. La masse des salaires réels risque de baisser en 2009 et leur progression serait limitée en 2010 et en 2011 du fait notamment de la baisse projetée de l'emploi total. De plus, dans un climat actuel d'incertitude, les ménages risquent d'adopter un comportement de consommation plus prudent en favorisant une augmentation de l'épargne. Malgré un rebond timide au deuxième trimestre 2009, la confiance des consomma-

teurs, telle qu'elle ressort des enquêtes de conjoncture, demeure à un niveau historiquement très bas.

Avec l'aggravation de la crise économique, le gouvernement a lancé une augmentation substantielle des dépenses publiques (voir aussi sous 2.12), d'abord via le vote en 2008 du budget pour 2009, puis à travers un programme de relance macroéconomique en début d'année courante. Ces dépenses additionnelles sont de l'ordre de 2,1% en 2009 et exercent un rôle stabilisateur sur l'économie, impactant surtout le revenu disponible des ménages et l'investissement public. L'effet total sur la croissance économique est difficile à chiffrer, particulièrement en ce qui concerne l'impact de la hausse du revenu disponible des ménages, en raison, d'une part, de l'effet de la fuite à l'importation et, d'autre part, de l'incertitude affectant le comportement des consommateurs vis-à-vis de leur épargne de précaution. On estime que les mesures de dépenses additionnelles pourraient avoir amorti la chute de la croissance du PIB réel de l'ordre de 1,1 pp en 2009. En raison de la non-récurrence de certaines mesures, leur effet sur la croissance serait en revanche baissier pour les années 2010 et 2011.

TABLEAU 22 :
PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES GÉNÉRALES ET RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2008

(EN % DE VARIATION ANNUEL, RESP. EN POINT DE POURCENTAGE)

	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010
PIB réel	-0,9	-5,0/-4,4	-0,5/0,5	1,4/3,0	-3,0	-4,7	-3,2
IPCH	4,1	-0,2	1,9	1,9	-0,1	-1,2	-0,5
IPCH énergie	12,4	-18,2	4,8	2,6	-0,6	-10,3	0,6
IPCH excluant l'énergie	3,0	2,4	1,6	1,8	-	0,1	-0,6
IPCN	3,4	0,2	1,4	1,6	-0,1	-0,9	-0,5
IPCN excluant l'énergie	2,5	2,1	1,1	1,5	-	0,1	-0,5
Echelle mobile des salaires	2,1	2,5	0,4	2,5	-	-	-2,1
Coût salarial moyen	1,5	0,6	0,4	2,5	-1,3	-0,7	-2,8
Emploi salarié	4,8	-0,2	-1,7	0,0	-0,1	-1,1	-2,8
Taux de chômage	4,4	5,6	6,7	7,0	-	0,5	1,2

Source : BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Marché de l'emploi et coûts salariaux

Malgré la dégradation massive de la conjoncture, des effets virulents sur le marché du travail ont tardé à se manifester. L'emploi total a progressé jusqu'au début de l'année 2009 et la hausse du chômage officiel reste limitée. Dans une première étape la chute de l'activité a pu être absorbée par une baisse importante des heures travaillées, en particulier à travers une hausse spectaculaire du chômage partiel, ce qui a permis d'éviter un nombre accru de licenciements. En revanche, la sous-utilisation de la main d'œuvre demeure élevée et il est à craindre que l'ajustement temporaire des heures travaillées ne suffise pour résorber l'affaissement de la production et empêcher la détérioration des résultats opérationnels des entreprises. Le secteur financier, au centre des turbulences macroéconomiques, est également confronté à une dégradation des résultats en raison d'importantes dépréciations sur ses actifs ; de plus, il est directement affecté par la restructuration du paysage bancaire européen. L'emploi bancaire s'affiche en baisse depuis le quatrième trimestre 2008 et cette tendance devrait se poursuivre et s'intensifier au cours des prochains trimestres. En 2001-2003, l'emploi s'était ainsi replié de 6% sur une période de neuf trimestres. Une baisse comparable sur les années 2009 et 2010 se situera dans le règne du probable compte tenu des cessations d'activités, des fusions et acquisitions et de la nécessité de certaines banques de restaurer leurs bilans - entre autres à travers un ajustement des coûts opérationnels.

Le recalibrage et la restructuration du paysage bancaire européen et partant luxembourgeois font peser des risques sur l'emploi ; les risques semblent avérés que la période de récession actuelle soit suivie d'un redressement conjoncturel peu dynamique. Les niveaux de production sont fortement déprimés et ils ne dépasseront pas de sitôt les niveaux prévalant avant la récession. A terme, il semble probable qu'un ajustement permanent de l'emploi l'emporte sur la baisse temporaire des heures travaillées. Pour la zone euro, la Commission européenne projette un recul cumulé de l'emploi de 4% pour les années 2009 et 2010. Compte tenu de la sévérité de la baisse de l'activité, le Luxembourg peut difficilement échapper à cette tendance. Selon nos projections, l'emploi baisserait de l'ordre de 0,2% en 2009 et de 1,7% en 2010 pour se stabiliser par la suite. En dépit de ce repli, qui constituerait une première pour le

Luxembourg, la productivité apparente du travail reculerait à nouveau en 2009, et donc la thésaurisation de l'emploi continuerait, pour s'améliorer graduellement par la suite. La réduction des effectifs pourrait se matérialiser à partir du deuxième semestre 2009 lorsque les mesures de chômage partiel auront été utilisées pleinement et que les entreprises seront aculées à des désengagements. L'ajustement des heures travaillées se transformerait en une baisse effective de l'emploi et le chômage partiel en un chômage effectif. Celui-ci progresserait sur les trois années à venir, de 4,4% en 2008 à 5,6% en 2009 et 7,0% en 2011.

Cette réaction de la composante «volume» du marché du travail se fera conjointement à celle du niveau du coût du travail, c'est-à-dire les salaires. Tel que cela a été le cas en 2003, le coût salarial nominal n'augmenterait que faiblement en 2009. En effet, face au recul des revenus, les entreprises auront recours à des mesures leur permettant de réduire le coût salarial. De tels ajustements sont souvent opérés à travers une réduction des heures travaillées, des primes et des gratifications. Pour les années 2010 et 2011, il est projeté que la hausse des salaires réels soit nulle. Par conséquent, la progression des salaires nominaux serait entièrement imputable à l'impact de l'indexation automatique des salaires à l'inflation passée. Selon les projections, la prochaine tranche indiciaire serait due pour le début de l'année 2011, portant ainsi la progression des salaires nominaux à 0,4% en 2010 et à 2,5% en 2011. Comparé aux projections antérieures, ces développements sont plus favorables en raison d'un recul plus important et plus persistant de l'inflation. En ce qui concerne les salaires réels, leur évolution refléterait entièrement les développements défavorables du marché du travail. Le pouvoir de négociation du facteur travail semble limité et les travailleurs accorderont la priorité à la préservation des emplois existants. Une modération salariale constituerait également une étape afin de créer des bases à nouveau favorables et de faciliter la résorption du chômage. Ces projections se basent sur les hypothèses que ni les points indiciaires dans la fonction publique pour 2010 et 2011, ni le salaire minimum réel en 2011 ne seraient ajustés.

Prix à la consommation

Les perspectives pour l'évolution de l'inflation se sont nettement améliorées sous l'effet conjoint de plusieurs

facteurs: la forte baisse du prix du pétrole entraînerait d'abord une variation négative de l'IPC énergie en 2009, réduisant la progression de l'IPCN de l'ordre de 1,6pp; cette détente aurait ultérieurement des répercussions favorables sur l'IPC à l'exclusion de l'énergie à travers les effets indirects, c'est-à-dire une modération des coûts de production. Les coûts salariaux se modéreraient en parallèle sous l'impact de la faiblesse du marché de l'emploi et l'inflation importée baisserait également en 2009. Ainsi, à partir des niveaux très élevés en 2008, l'inflation globale au Luxembourg reculerait fortement en 2009, pour rebondir par la suite. Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH fléchiraient de respectivement 0,9pp et 1,2pp en 2009 par rapport aux projections de décembre, pour atteindre respectivement 0,2% et -0,2% (voir aussi les projections d'inflation sous 2.1.1). La remontée en 2010 est essentiellement liée à la composante énergie. Le prix du pétrole est en effet censé s'accélérer à nouveau et de ce fait les effets de base ne seraient plus favorables. En revanche, dans le contexte de la faiblesse prolongée de l'activité économique, le processus de désinflation des prix à l'exclusion de l'énergie devrait se poursuivre en 2010. En 2011, ce type d'inflation rebondirait avec l'échéance d'une nouvelle tranche indiciaire qui provoquerait une remontée de l'inflation des services. En revanche, les développements conjoncturels, en l'occurrence un écart de production largement négatif, ne seraient pas assez dynamiques pour provoquer une accélération plus substantielle des prix. L'inflation globale demeurerait en-dessous de 2,0%, aussi bien pour l'IPCN que pour l'IPCH et ceci pour une troisième année consécutive.

Analyse des risques

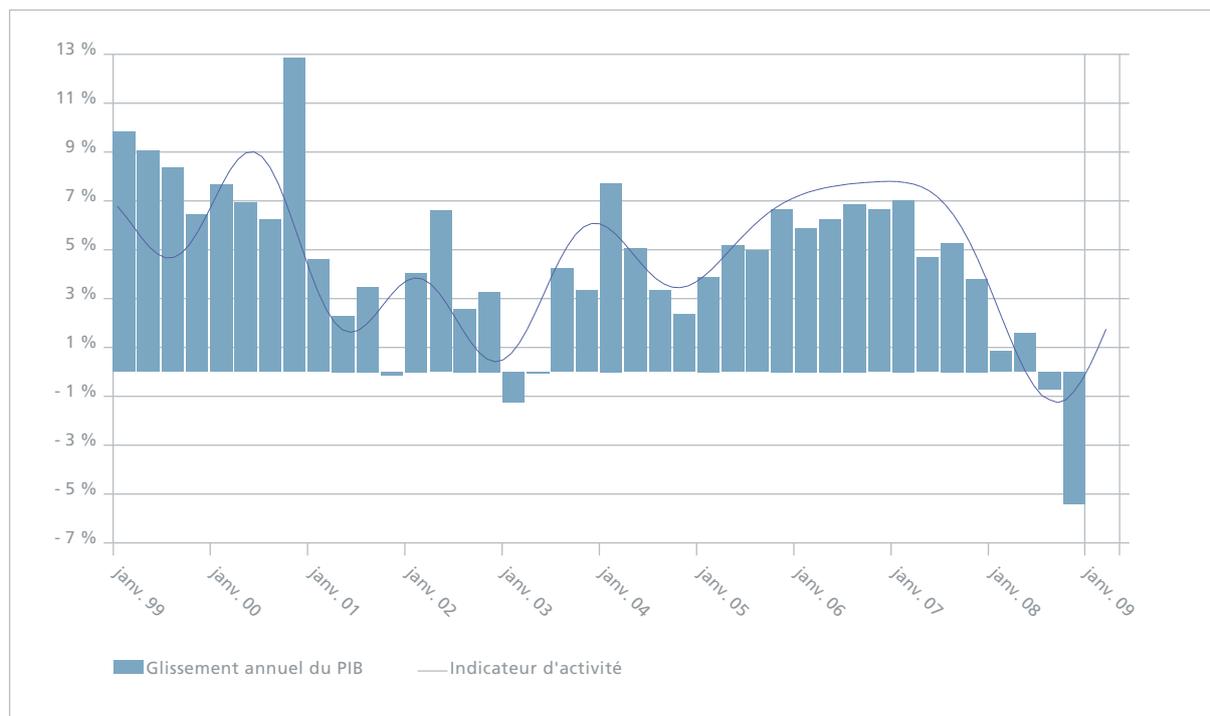
Comme l'expérience récente le montre, les projections de croissance pour 2009 sont particulièrement sensibles aux révisions de données antérieures. En cette matière, le recul sévère du PIB réel en 2008 est d'autant plus étonnant que l'emploi a progressé de presque 5% et que l'évolution des recettes fiscales a été positive durant cette année. Le STATEC a signalé que des révisions ne seraient pas à exclure du fait de l'incertitude liée à des changements méthodologiques affectant des données du secteur financier et qui servent de base aux calculs de la comptabilité nationale. Une révision à la hausse des données pour 2008 entraînerait par consé-

quent une vue moins négative pour 2009, eu égard à un acquis de contraction moins important.

De son côté, l'indicateur d'activité de la BCL indique que la dégradation de l'activité pour le début de l'année 2009 serait nettement moins sévère que celle observée fin 2008. Autrement dit, il suggère un ralentissement dans la dégradation. L'inflexion de l'indicateur que l'on observe pourrait indiquer que "le pire est derrière nous" et, que le point bas - du glissement annuel du PIB - a été atteint au tournant de l'année 2008. Cet apparent retournement à la hausse de l'indicateur d'activité ne signifie pas pour autant que la croissance du PIB va redémarrer rapidement, avec des taux de croissance élevés. En l'état actuel des choses, il faut surtout s'attendre à des glissements annuels du PIB négatifs pour les deux premiers trimestres de l'année 2009 certes, mais moins graves que le repli observé au quatrième trimestre 2008 (-5,4%).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 42 :
INDICATEUR D'ACTIVITÉ ET GLISSEMENT ANNUEL DU PIB



Source : STATEC, calculs BCL.

La baisse de l'emploi telle que projetée n'est pas exceptionnelle sur la base des projections pour l'activité économique. Elle pourrait être atténuée davantage par une reprise conjoncturelle plus précoce ou plus forte qu'anticipée. Une prolongation de mesures existantes ou la création de nouvelles mesures, permettant de préserver les emplois pendant la période creuse, pourraient également amortir le choc sur le marché du travail.

En ce qui concerne l'inflation, les risques semblent plutôt orientés à la hausse. En effet, la stagnation des salaires réels constitue un scénario bas et la balance des risques est plutôt à la hausse. De plus, l'inflation importée pourrait s'accélérer plus vite avec la reprise internationale. Le prix du pétrole augmenterait donc également plus rapidement à l'instar des développements vécus au cours de la deuxième moitié du mois de mai. Finalement, la politique gouvernementale de limiter les hausses des prix administrés et de la taxation indirecte

expire sous peu. En raison du redressement nécessaire des finances publiques, et afin d'augmenter les recettes fiscales, une augmentation des prix administrés et de la taxation indirecte n'est pas à exclure.

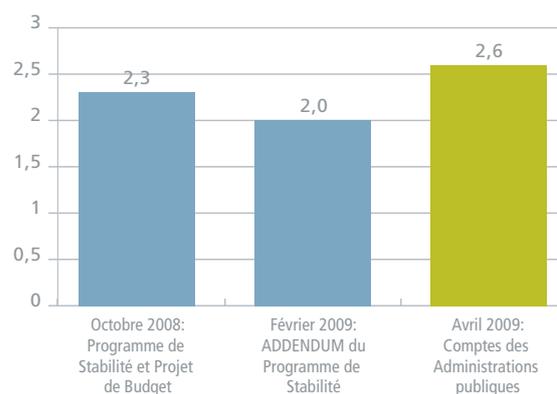
Début juin 2009, le prix du pétrole en euros a progressé de presque 10% par rapport aux hypothèses de notre scénario central. Le prix du pétrole en dollar s'est notamment envolé à 64\$/bl et le taux de change de l'euro s'est parallèlement apprécié à 1,40 €/\$. Ceteris paribus, l'inflation globale progresserait plus vite qu'anticipée, de l'ordre de 0,2pp en cumulé sur les années 2009 et 2010. Par conséquent, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire serait avancée de deux mois, de début 2011 à la fin 2010. En moyenne, la progression des salaires nominaux ne changerait pas pour la période 2010 - 2011. En revanche, la hausse de 2010 serait plus élevée, de l'ordre de 0,4pp, compensée par une moindre progression de l'échelle mobile des salaires en 2011, également de 0,4pp.

1.2.12 Les finances publiques

1.2.12.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble

L'année 2008 s'est caractérisée par quatre phénomènes d'importance. Premièrement, les autorités ont continué à mettre en œuvre certaines mesures budgétaires 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 de la fonction publique ainsi qu'une plus grande maîtrise des dépenses d'investissement. Deuxièmement, les mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2008 ont été appliquées. Il s'agit de l'instauration d'un bonus 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. Troisièmement, malgré la dégradation de la conjoncture macroéconomique - suite à la crise financière qui a fortement touché les marchés européens au dernier trimestre de 2008 et qui persiste tout en se propageant à l'économie réelle - l'administration publique a réussi à accumuler des revenus significatifs, lui permettant d'afficher un surplus de 2,6% du PIB en 2008. Ceci fait du Luxembourg l'un des quatre pays de la zone euro qui ont réussi à enregistrer un surplus en 2008. Un surplus d'une telle ampleur était d'ailleurs pour le moins inattendu, comme le suggère le graphique ci-dessous. Finalement, après s'être caractérisé par une relative stabilité au cours des dernières années, le ratio de la dette des administrations publiques a doublé, pour s'inscrire à 14,7% du PIB. Cette évolution est essentiellement due aux emprunts destinés à rétablir la situation financière d'un établissement de crédit, Fortis Banque Luxembourg.

GRAPHIQUE 43 :
RÉVISIONS SUCCESSIVES DE L'ESTIMATION DU SOLDE SEC 95 DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES RELATIF À L'EXERCICE 2008



Sources : 10^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg; Addendum de la 10^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg; Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2009 et STATEC.

Le projet de budget 2009 a été adopté par la Chambre des Députés en décembre 2008. Il se caractérise par une décélération de la progression des dépenses par rapport à l'évolution observée au début des années 2000, mais cependant par une accélération par rapport aux années 2007 et 2008. La croissance des dépenses se limiterait à 6,9% en 2009. Les recettes connaîtraient un rythme de croissance supérieur à celui des dépenses, de sorte que le solde de l'Etat central passerait d'un déficit de 20,5 millions d'euros en 2008 à un léger excédent de 13 millions l'année suivante. Le tableau suivant offre un aperçu des chiffres-clés du budget 2009.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 23 :
ÉLÉMENTS SAILLANTS DU BUDGET 2009 DE L'ÉTAT CENTRAL
 (EN MILLIONS D'EUROS, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Budget définitif 2008	Budget 2009 voté	Progression en termes nominaux
Recettes	8 438,0	9 056,9	7,3%
Recettes courantes	8 355,4	8 968,7	7,3%
Recettes en capital	82,6	88,2	6,8%
Dépenses	8 458,5	9 043,7	6,9%
Dépenses courantes	7 631,3	8 107,1	6,2%
Dépenses en capital	827,2	936,6	13,2%
Solde	-20,5	13,2	---
dont solde courant	724,1	861,6	---
dont solde en capital	-744,6	-848,4	---

Source : Loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2009.

Ces chiffres doivent être interprétés avec prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extra-budgétaires en lieu et place des programmes de dépenses de ces mêmes fonds. De surcroît, le budget définitif 2008 constitue une base de comparaison assez inappropriée, car les réalisations budgétaires affichent habituellement une nette divergence par rapport aux budgets définitifs au Luxembourg. Une fois ces deux facteurs neutralisés, il apparaît que les dépenses totales de l'Etat central consolidé s'accroissent de 15% sur la période 2007-2009 – soit de 7,5% 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 4,1% seulement au cours de la période de deux ans 2007-2009²², toujours sur la base des documents budgétaires.

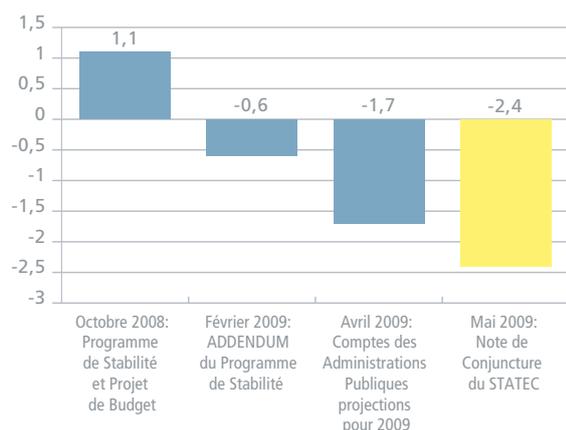
Par ailleurs, il est important de souligner à ce stade que dans le cadre du budget 2009 le gouvernement a basé ses projections du solde des Administrations publiques

pour 2009 sur des hypothèses qui, après coup, semblent irréalistes dans le contexte économique actuel, à savoir une croissance du PIB réel de 3% et un taux de croissance de l'emploi de 2,7%. Dans l'addendum de la dixième actualisation du Programme de Stabilité, ces hypothèses ont déjà été fortement revues à la baisse, avec à la clef une estimation moins favorable que précédemment du solde des administrations publiques pour 2009. Ce dernier affiche d'ailleurs une dégradation additionnelle dans la récente Note de conjoncture du STATEC²³. Le graphique ci-après illustre bien l'incertitude ambiante quant au résultat du solde des administrations publiques en 2009. Depuis le mois d'octobre 2008, trois révisions de l'estimation ont eu lieu, chaque fois à la baisse.

²² Pour plus de détails sur la consolidation voir Bulletin 2008/2 de la BCL.

²³ STATEC (Mai 2009), *Note de Conjoncture 01 - 2009*, Luxembourg.

GRAPHIQUE 44 :
RÉVISIONS SUCCESSIVES DE L'ESTIMATION DU
SOLDE SEC 95 DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
RELATIVE À L'EXERCICE 2009



Source : 10ème actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, Addendum de la 10ème actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2009 et STATEC.

1.2.12.2 Les recettes

Alors qu'il avait amorcé un recul en 2006, le ratio des recettes au PIB a affiché une hausse en 2007. Cette hausse s'est poursuivie de manière prononcée en 2008 avec un ratio qui s'est établi à 43,4% du PIB au lieu de 41% l'année précédente. Avec une telle augmentation, le ratio affiche de nouveau un niveau comparable à celui du début de la décennie, mais reste très élevé par rapport aux années 2006 et 2007, années où le ratio était resté faible en raison de la progression soutenue du PIB nominal. La forte hausse du ratio des recettes au PIB en 2008 s'explique par des recettes de TVA additionnelles en provenance du commerce électronique, par une nette progression des taxes directes payées par les ménages ainsi que par une forte décélération de la croissance du PIB nominal. Selon les comptes nationaux publiés en mai 2009, le PIB nominal ne se serait en effet accru que de 0,7% en 2008 après une vive progression de 7,3% en 2007 et de 12,2% en 2006. Ceci a donné lieu à un effet d'expansion des ratios en 2008.

Exprimées en termes nominaux, les recettes auraient augmenté de 6,6% en 2008, soit un taux légèrement supérieur aux taux observés au début des années 2000. L'accroissement de 2008 s'inscrit par ailleurs dans le sil-

lage d'une progression plus élevée encore en 2005, 2006 et 2007, de sorte que sur l'ensemble des quatre dernières années, les recettes totales des administrations publiques ont augmenté d'environ 35%, ce qui reflète notamment une forte croissance économique. Si la croissance des recettes enregistrée pendant la période 2005-2008 s'était limitée à la progression moyenne observée de 1995 à 2004 – soit 6,2% en termes nominaux – les recettes auraient été inférieures de quelque 3,5% du PIB à leur montant effectif à l'issue de 2008. Se pose dès lors la question légitime de la permanence de ce niveau élevé des recettes. Ceci d'autant plus que la crise financière a déjà affecté les recettes au dernier trimestre 2008 et que la crise continue à persister, de sorte que les projections macroéconomiques pour les trois années à venir ont été fortement revues à la baisse aussi bien par la BCL que par différents organismes internationaux.

L'examen des principales composantes des recettes met en lumière l'incertitude des niveaux élevés de recettes. En 2008, ce ne sont pas 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 qui ont contribué à la croissance des recettes, comme c'était le cas les années précédentes. Ces derniers ont stagné et seul l'impôt commercial communal a affiché une hausse significative, de 7,1% en l'occurrence, par rapport à 2007. La taxe d'abonnement a quant à elle enregistré une baisse significative, de l'ordre de 22%. Cette diminution prononcée s'explique par l'impact de la crise financière sur l'industrie des fonds. Les droits d'enregistrement ont également subi une baisse suite aux changements législatifs introduits par le budget 2008.

Par contre, les impôts sur les revenus des personnes physiques ainsi que les cotisations sociales ont significativement contribué à la croissance des recettes totales, ces deux prélèvements enregistrant une progression en termes nominaux de respectivement 13,5% et 6,7% en 2008. Cette croissance s'explique par une hausse soutenue de l'emploi en 2008, malgré le fait que la crise financière et économique avait déjà touché le pays au dernier trimestre 2008. Par ailleurs, les recettes en provenance de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) ont affiché une croissance soutenue en termes nominaux, d'environ 16%, ce qui s'explique principalement par les entrées importantes en provenance du commerce électronique. Les «autres recettes» affichent également une hausse sensible.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 24 :
RECETTES DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données officielles avril 2009						Projections BCL juin 2009		
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Impôts directs	14,6	13,0	13,6	13,0	13,4	14,4	13,0	12,6	12,6
dont à charge des ménages	7,3	7,2	7,8	8,1	8,0	8,9	8,1	8,1	7,9
dont à charge des sociétés	7,3	5,7	5,8	5,0	5,4	5,5	4,8	4,6	4,6
Impôts indirects	12,6	13,4	13,4	12,7	12,8	13,0	12,3	12,2	11,9
Cotisations sociales	11,7	11,6	11,4	10,8	11,0	11,7	12,0	11,7	11,4
Autres recettes	3,6	3,5	3,3	3,6	3,7	4,3	4,8	5,1	4,9
Recettes totales	42,5	41,5	41,7	40,1	41,0	43,4	42,0	41,5	40,7
Croissance nominale des recettes totales	4,2	4,0	10,4	7,9	9,8	6,6	-7,3	-0,3	2,2

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

Si l'année 2008 s'est avérée être encore une année positive en termes de recettes de l'ensemble des administrations publiques, la crise financière actuelle pèsera sur les recettes - notamment en ce qui concerne les impôts sur les sociétés - pendant la période de projection. Les premières indications fournies par le gouvernement à la Chambre des Députés, montrent que les impôts directs à charge des sociétés sont à la baisse pour le premier trimestre comparé au premier trimestre de 2008. Cette baisse risque de s'accroître dans les mois à venir. De plus, les résultats du secteur financier ont fortement baissé en 2008 et les recettes afférentes se dégraderont probablement davantage encore pendant la période de projection, sous l'effet des traditionnels retards dans la perception de ces impôts. Dans ces circonstances et suite à une analyse détaillée de ce poste, les projections de la BCL prévoient un recul significatif du ratio des impôts à charge des sociétés en 2009, qui se dégradera encore en 2010 avant de se stabiliser en 2011. Il importe de noter que ces projections supposent le maintien des taux d'imposition à leur présent niveau (en incluant la baisse du taux d'imposition des sociétés de 22% à 21% à partir de 2009), sauf en ce qui concerne le taux du droit d'apport, qui continuera à baisser progressivement, pour disparaître complètement en 2010.

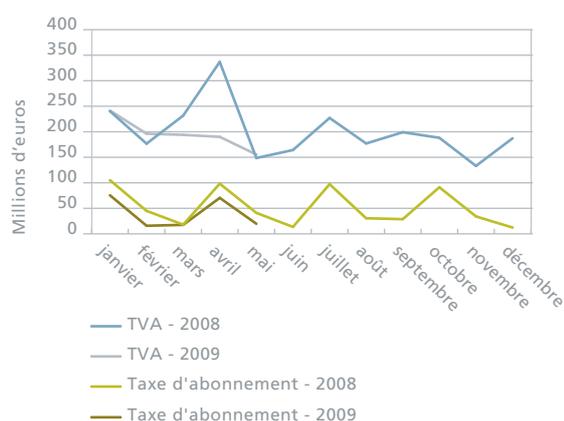
Les impôts directs à charge des ménages ont continué à faire preuve d'un certain dynamisme en 2008. Leur

rythme de progression s'est en effet établi à près de 12%, ce qui est largement supérieur à la croissance du PIB nominal, avec à la clef une importante croissance du ratio afférent. L'impôt sur les traitements et salaires a favorisé ce dynamisme, en progressant de près de 13,5% en termes nominaux en 2008 et ce malgré une indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires. L'effet de l'accroissement significatif de la masse salariale a dominé. Selon les projections de la BCL, le ratio relatif aux impôts directs à charge des ménages se contractera en 2009. Ce fléchissement s'explique, d'une part, par une nouvelle indexation partielle, à raison de 9%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires ainsi que par l'introduction de crédits d'impôts et, d'autre part, par une baisse significative de la croissance du taux de l'emploi et de la masse salariale, résultant de la crise dans le secteur financier. Le ratio devrait faire preuve de stabilité en 2010 et baisser légèrement en 2011 en raison d'une progression des impôts directs à charge des ménages inférieure à la croissance du PIB nominal.

Les impôts indirects ont progressé de quelque 16% en termes nominaux en 2008, ce qui reflète en particulier une forte augmentation des recettes en provenance de la TVA, qui ont elles-mêmes été confortées par des recettes additionnelles en provenance du commerce électronique ainsi que par une conjoncture économique favorable jusqu'au

troisième trimestre 2008. Les projections de la BCL laissent augurer une brusque inversion de cette tendance, les recettes de la TVA marquant le pas, par rapport à l'année précédente, en 2009 suite à une détérioration marquée de la conjoncture économique impliquant une décélération de la consommation privée. Le graphique ci-joint illustre la chute des recettes de la TVA ont fortement chuté au cours des cinq premiers mois de 2009. Les recettes des mois de janvier et février sont encore probablement soutenues par le festival de l'automobile luxembourgeois mais une chute prononcée de ces recettes est visible dès le mois de mars. En ce qui concerne les recettes en provenance de la taxe d'abonnement, celles-ci baissent également suite à l'impact de la crise financière sur l'industrie des fonds. Dans ces circonstances, le ratio relatif aux impôts indirects fléchira sans doute significativement en 2009, avant de se stabiliser en 2010 et baissera légèrement en 2011. Cette baisse est due, comme pour le ratio décrit précédemment, à une progression des impôts indirects inférieure à la croissance du PIB nominal.

GRAPHIQUE 45 :
EVOLUTION DE CERTAINES TAXES INDIRECTES
(JANVIER 2008 - MAI 2009), EN EUROS



Source: Administration de l'Enregistrement et de Domaines.
Note: Données mensuelles en SEC 95.

Les cotisations sociales ont suivi la même tendance que les impôts indirects, avec une progression de 6,8% en termes nominaux en 2008. Cette tendance s'explique principalement par la croissance soutenue de l'emploi ainsi que de la masse salariale. En 2009, les cotisations sociales vont décroître d'environ 2% en termes nominaux.

La baisse de croissance du PIB nominal en 2009 sera néanmoins plus marquée encore d'où une légère hausse du ratio correspondant. Le ratio se dégradera cependant en 2010 et 2011, vu que les cotisations sociales continuent à fléchir tandis que le PIB nominal restera stable en 2010 et augmentera en 2011.

Au total, le ratio des recettes déclinera de manière très prononcée en 2009. Il continuera de se détériorer en 2010 et 2011 mais moins significativement. Ces projections restent pourtant entachées d'une grande marge d'incertitude. Elles entérinent en effet, dans une large mesure, le niveau assez élevé des diverses recettes observées en 2008 (par exemple l'impôt retenu sur les revenus de capitaux), le tout dans un contexte macro-économique et financier très incertain. La crise financière, le coup d'arrêt à la croissance de l'emploi, la baisse de la consommation privée et les récentes révisions à la baisse de la croissance du PIB mondial sont clairement des facteurs de risque. De plus, la pérennité des recettes additionnelles engrangées au cours des trois dernières années ne paraît plus assurée.

1.2.12.3 Les dépenses

L'année 2008 s'est caractérisée par une rupture de la tendance au fléchissement du ratio des dépenses au PIB, qui s'était amorcée en 2005. Celui-ci est en effet passé en une seule année de 37,4% du PIB en 2007 à 40,8% en 2008, soit un chiffre qui s'approche du niveau enregistré au début des années 2000. Comme expliqué ci-dessus pour le versant des recettes, le PIB nominal n'a enregistré qu'une progression de 0,7% en 2008, comparé à 7,3% en 2007, ce qui tronque l'analyse des ratios. Après une nette décélération de la croissance nominale des dépenses totales enregistrée ces trois dernières années (2005-2007), celle-ci s'est fortement accrue en 2008 pour atteindre la barre des 10%. Ce dernier taux semble extrêmement élevé par rapport à la moyenne observée au cours des cinq dernières années et reste bien supérieur aux taux observés dans les pays voisins.

Les projections laissent augurer une nouvelle augmentation significative du ratio des dépenses en 2009. La forte progression de 2009 est due, d'une part, à la crise économique très aiguë qui a touché l'économie luxembourgeoise, et d'autre part, à l'introduction d'un

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

certain nombre de mesures discrétionnaires par le gouvernement, afin de soutenir l'économie et d'atteindre les objectifs stratégiques définis par le plan européen de relance économique. Celui-ci a été adopté par le Conseil européen des 11 et 12 décembre 2008 et s'articule autour des mesures de politique économique suivantes:

- 1) Des mesures de soutien à la demande, mises en œuvre conformément aux principes « *timely, temporary and targeted* »;
- 2) Des augmentations de la dépense publique, des diminutions des charges sociales, des réductions judicieuses de la pression fiscale, des soutiens à certaines catégories d'entreprises ou des aides directes aux ménages les plus vulnérables;
- 3) Un effort accru de mise en œuvre des réformes structurelles dans le cadre de la Stratégie de Lisbonne.

Les mesures discrétionnaires introduites par le Gouvernement contiennent des mesures fiscales qui ont été adoptées par la Chambre des Députés dans le cadre du budget 2009²⁴, mais également des mesures discrétionnaires nouvellement annoncées le 6 mars 2009 et faisant partie du plan de relance luxembourgeois²⁵. Ces dernières se composent de mesures non quantifiables (telles que les mesures de simplification administrative) et quantifiables (celles-ci sont alors intégrées dans les projections de la BCL). Deux ajustements ont été nécessaires afin d'introduire correctement ces nouvelles mesures pour l'exercice 2009. Premièrement, il a fallu isoler les mesures qui ne concernent pas l'exercice 2009 (années précédentes ou ultérieures). Deuxièmement, la BCL a dû distinguer les mesures déjà incluses dans le budget 2009. De plus, pour les dispositions qui concernent les investissements publics, déjà prévues auparavant mais qui ont été désormais avancées à 2009 ou 2010, une correction supplémentaire a été nécessaire. Ces montants ont dû être retranchés des dépenses initialement prévues pour les années ultérieures. Selon les estimations de la BCL, considérées dans leur ensemble, ces mesures supplémentaires se chiffrent à environ 300 millions d'euros, soit à 0,85% du PIB en 2009.

Le ratio des dépenses devrait selon la BCL continuer à augmenter en 2010 et 2011, mais dans une moindre

mesure qu'en 2009. Ce ralentissement s'explique, d'une part, par la disparition de certaines mesures discrétionnaires temporaires introduites en 2009, mais également par une certaine reprise de l'activité économique.

Les transferts sociaux affichent une hausse significative en 2009 en se situant à 22,8% du PIB contre 20,5% en 2008. La hausse s'explique en partie par les nouvelles mesures que le Gouvernement a introduites (y compris les importantes ressources allouées au Fonds pour l'emploi), par la tranche d'indexation de 2,5% qui a été appliquée aux pensions au mois de mars 2009, et par l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels (+2% en janvier 2009). Le ratio croîtra vraisemblablement en 2010 et 2011 suite aux dépenses importantes du Fonds pour l'emploi liées à la hausse du chômage, et à une progression des transferts sociaux supérieure à la croissance du PIB nominal.

Les projections aboutissent à une croissance soutenue du ratio des investissements publics en 2009, qui passent d'un taux de 3,9% du PIB en 2008 à 4,6% en 2009. Les investissements publics ont constitué un des principaux moteurs de relance de l'économie en 2009, l'Etat ayant engagé des montants supplémentaires s'ajoutant à ceux déjà conséquents prévus dans le budget 2009. Le ratio fléchira quelque peu en 2010 et 2011 (effet dénominateur) mais les montants nominaux devraient rester conséquents par rapport aux montants observés ces dernières années.

Selon les projections de la BCL, les dépenses de consommation augmenteront significativement en 2009, en partie en raison de l'application de la tranche d'indexation de 2,5% aux traitements et salaires. Cette tranche a été appliquée au mois de mars 2009.

24 Aucune nouvelle mesure n'a été annoncée par le Gouvernement lors du traditionnel discours sur l'état de la Nation, qui a été prononcé le 21 avril 2009.

25 Les principales mesures sont les suivantes: Indexation partielle, à raison de 9%, des barèmes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques; Introduction de crédits d'impôts pour salariés et pensionnés, et du crédit monoparental; Mesures fiscales en faveur du logement: TVA-logement, épargne-logement, assurances solde restant dû; Introduction du système chèques services; Abolition du droit d'apport; Elargissement du cercle des bénéficiaires de l'exonération de la retenue d'impôt sur les dividendes; Doublement de l'allocation de chauffage, transformée en allocation de vie chère; Adaptation du tarif de l'impôt sur le revenu des collectivi

TABLEAU 25 :
DÉPENSES DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données officielles avril 2009						Projections BCL juin 2009		
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Transferts sociaux	20,8	21,0	20,6	19,3	18,8	20,5	22,8	23,5	23,8
Investissements publics	4,6	4,2	4,5	3,6	3,4	3,9	4,6	4,2	4,0
Dépenses de consommation ¹	11,4	11,5	11,3	10,4	10,3	11,3	12,3	12,8	13,1
Subsides ²	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	1,8
Autres dépenses	3,5	4,1	3,6	3,8	3,3	3,4	4,2	4,3	4,3
Dépenses totales	42,0	42,6	41,7	38,7	37,4	40,8	45,8	46,7	47,1
Croissance nominale des dépenses totales	8,2	8,0	7,6	4,2	3,6	10,0	7,5	2,6	5,1

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

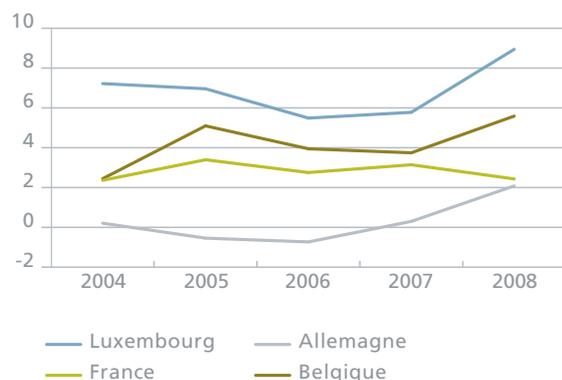
Note: 1 Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

2 A l'exclusion des transferts en capital.

Il convient de noter que la croissance nominale de la rémunération des agents publics, exprimée en termes nominaux, s'est établie à 9% en 2008, ce qui constitue un rythme d'augmentation très soutenu par rapport aux taux observés dans les trois pays voisins. Par ailleurs, il est prévu que cette tendance restera valable sur tout l'horizon de projection. L'évolution de la rémunération des agents publics au cours de la période 2003-2008 est reprise dans le graphique ci-dessous, pour le Luxembourg et les trois pays limitrophes.

GRAPHIQUE 46 :
PROGRESSION ANNUELLE DE LA RÉMUNÉRATION DES AGENTS PUBLICS EN TERMES NOMINAUX (2003-2008)

(EN %)



Sources: STATEC, calculs BCL.

De plus, la progression nominale des dépenses courantes totales a dans le passé été elle aussi fort dynamique. En 2008, le Luxembourg continue à afficher une progression nominale des dépenses courantes élevée par rapport aux pays limitrophes ou à l'ensemble de la zone euro, même si une tendance à la décélération a été constatée pendant la période 2003-2007. Le différentiel ne peut s'expliquer par la progression plus soutenue de la population au Luxembourg²⁶. Même s'il semble que la croissance économique soit structurellement plus élevée au Luxembourg, il serait hasardeux d'aligner de manière continue la progression des dépenses sur celle de la croissance du PIB. En 2008, le différentiel par rapport au taux de croissance des dépenses des pays voisins s'est au demeurant fortement accru. De surcroît, les projections de la BCL montrent que les dépenses courantes augmenteraient en 2009, en 2010 ainsi qu'en 2011 plus significativement que dans les pays limitrophes.

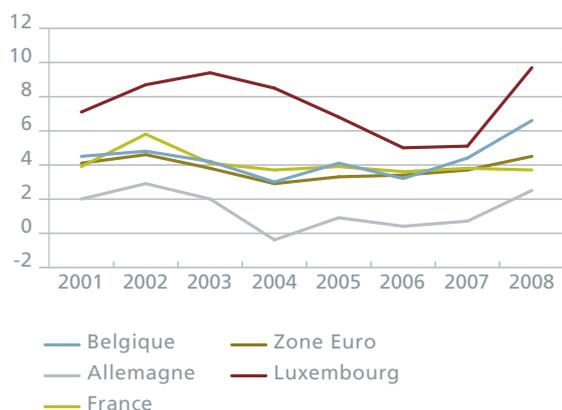
La BCL a appelé à de nombreuses reprises à un effort de maîtrise des dépenses courantes. L'ajustement à la baisse sera très difficile au cours de la période de ralentissement économique qui attend le pays en 2009

²⁶ Celle-ci a excédé la croissance moyenne de la population de la zone euro à raison de 0,5% par an, en moyenne, sur la période 2002-2007.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

et 2010. Il convient pourtant de veiller à ce que ces dépenses n'augmentent pas à un rythme trop soutenu, comme c'était le cas ces dernières années. Il serait préférable de mettre en œuvre sans tarder une norme de croissance des dépenses courantes des administrations publiques, en vertu de laquelle ces dépenses ne pourraient excéder la progression moyenne des dépenses équivalentes observée dans les pays limitrophes et/ou dans l'ensemble de la zone euro. Cette norme pourrait s'appliquer sur des fenêtres mobiles de trois ou quatre ans. Elle pourrait même être corrigée vers le haut, afin de prendre en compte la progression de la population tendanciellement plus forte au Luxembourg. Les pensions et autres prestations sociales pourraient éventuellement faire l'objet d'un encadrement spécifique étant donné qu'elles obéissent à des déterminants particuliers. Les économies engendrées par une telle norme d'évolution des dépenses permettraient au pays de mieux pallier l'infléchissement de la croissance projeté pour 2009 et 2010, voire au-delà.

GRAPHIQUE 47 :
PROGRESSION NOMINALE DES DÉPENSES
COURANTES DE L'ADMINISTRATION PUBLIQUE
LUXEMBOURGEOISE PAR RAPPORT AUX PAYS
LIMITROPHES ET À LA ZONE EURO (2001-2008)
(EN %)



Sources: STATEC, calculs BCL.

La croissance nominale des dépenses totales en 2008 (voir tableau précédent), se situant à 10%, est très importante par rapport à l'évolution observée durant les cinq dernières années et témoigne d'une nouvelle dérive des dépenses, qui ne s'inscrit pas dans la politique

des dépenses annoncée par le gouvernement suite à l'accord du Comité de Coordination Tripartite d'avril 2006. Pour la période de projection, les dépenses totales continueront à progresser de façon soutenue en 2009, leur croissance nominale s'établissant à 7,5%. Ce taux élevé s'explique principalement par l'introduction de mesures incluses dans le budget 2009, mais également de nouvelles mesures discrétionnaires annoncées par le gouvernement au début du mois de mars 2009. Les investissements publics ainsi que les ressources allouées au Fonds pour l'emploi pèsent sur cette évolution. La croissance des dépenses baissera en 2010 et s'établira à 2,5% seulement, pour augmenter d'environ 5% en 2011. Étant donné la forte progression des dépenses en 2009, cette baisse dans les taux de croissance en 2010 et 2011 s'explique par un « effet de base ». La nécessité d'une consolidation de la croissance des dépenses demeure afin de répondre à l'incertitude qui pèse lourdement sur les recettes futures.

1.2.12.4 Les capacités ou besoins de financement et la dette publique

Les soldes des administrations publiques résultent de la différence entre les ratios de recettes et de dépenses décrits ci-dessus. Après une période de détérioration du solde budgétaire, la période 2006-2008 a vu l'émergence d'un surplus suite à une conjoncture économique très favorable, d'un marché de l'emploi très porteur, d'une très bonne performance du secteur financier (malgré le fait que la crise économique ait touché celui-ci au dernier trimestre de 2008) ainsi que de la mise en œuvre de certaines mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006. Le solde des administrations publiques est passé de 3,6% du PIB en 2007 à 2,6% en 2008. Malgré cette dégradation, le Luxembourg reste avec Chypre, les Pays-Bas et la Finlande, parmi les rares pays qui ont affiché un surplus du solde des administrations publiques en 2008.

Les soldes effectifs enregistrés sont plus favorables que ceux qui résultaient des projections de la BCL de décembre 2008. Cette divergence de 1,3% du PIB s'explique comme suit. Tout d'abord, la BCL prévoyait pour 2008 des soldes plus favorables que la plupart des autres institutions, y compris l'Etat luxembourgeois dans la

9^{me} actualisation du Programme de Stabilité. L'évolution ultérieure a conforté ce relatif optimisme. Ensuite, l'écart de 1,3% s'explique surtout par deux facteurs. Premièrement, les projections de décembre 2008 ne pouvaient prendre la mesure de la persistance de la conjoncture encore assez favorable en termes d'emploi en 2008, et ceci malgré la crise financière qui a sérieusement touché le Luxembourg. Deuxièmement, les projections de finances publiques effectuées pour l'année 2008 en décembre 2008 avaient pour point d'amorçage les agrégats de finances publiques relatifs à l'année précédente, soit 2007, tels qu'ils figuraient dans les comptes officiels des administrations publiques. Or ces derniers affichaient un excédent de 3,2% du PIB pour l'année 2007, alors que le surplus correspondant réestimé par les autorités statistiques en avril 2009 était de 3,6% du PIB. De plus, les recettes significatives en provenance de la taxe d'abonnement étaient difficilement prévisibles en raison du manque de données mensuelles. Les taxes directes payées par les ménages ainsi que les contributions sociales ont également progressé plus que prévu grâce notamment à un marché de l'emploi très porteur malgré les turbulences financières.

Le Luxembourg figure parmi les pays qui procèdent à de fortes révisions 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 ainsi qu'à sa structure économique, complique grandement tout exercice de projection.

Une analyse de l'évolution des soldes budgétaires année par année révèle que l'année 2008 est une année exceptionnelle, affichant un surplus budgétaire de 2,6%. Cette magnitude du surplus était inattendue étant donné que la crise financière a fortement touché le secteur financier au dernier trimestre de 2008 tout en se propageant à l'économie réelle. Parmi les sous-secteurs de l'administration publique, c'est uniquement la sécurité sociale qui a amélioré son solde exprimé par rapport au PIB, avec une hausse de 0,3%. Le solde de l'Etat central a renoué avec un déficit, de 0,3% du PIB, après avoir affiché un surplus de 0,6% du PIB en 2007. Le solde de l'administration locale reste en équilibre en 2008 mais se détériore de 0,4% du PIB par rapport à 2007.

Par contre, l'année 2009 se caractérisera par une dégradation significative du solde de l'ensemble des ad-

ministrations publiques, avec un passage d'une situation excédentaire à un besoin de financement élevé. Il s'agit là d'un brusque coup d'arrêt au processus de consolidation budgétaire amorcé en 2005. Le solde passerait d'un surplus de 2,6% du PIB en 2008 à un déficit de 3,8% en 2009. Cette dégradation marquée est liée à quatre facteurs principaux, à savoir:

- 1) La forte révision à la baisse du taux de croissance du PIB;
- 2) Les mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2009²⁷, à savoir:
 - Indexation partielle, à raison de 9%, des barèmes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques;
 - Introduction de crédits d'impôts pour salariés et pensionnés et du crédit monoparental;
 - Mesures fiscales en faveur du logement: TVA-logement, épargne-logement, assurances solde restant dû;
 - Introduction du système chèques services;
 - Abolition du droit d'apport;
 - Elargissement du cercle des bénéficiaires de l'exonération de la retenue d'impôt sur les dividendes;
 - Doublement de l'allocation de chauffage, transformée en allocation de vie chère;
 - Adaptation du tarif de l'impôt sur le revenu des collectivités²⁸.

Le coût *ex ante* de ces mesures s'élèverait au total à 1,2% du PIB. Celui-ci repose sur les chiffres figurant dans le projet de budget et paraît à première vue élevé, tout particulièrement en ce qui concerne l'impact de l'indexation partielle. Si les mesures de nature structurelle qui améliorent la compétitivité de l'économie luxembourgeoise, notamment en abaissant la fiscalité, sont souhaitables dans un contexte tant de court que de moyen terme, d'autres mesures de soutien du pouvoir d'achat sont conditionnées par l'hypothèse incertaine d'un affaiblissement entièrement ponctuel de la conjoncture.

27 Pour ses projections, par mesure de prudence, la BCL prend en compte uniquement les mesures qui sont suffisamment détaillées dans le projet de budget 2009.

28 Cette mesure se répercutera sur le budget de l'Etat à partir de l'exercice 2010.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

3) Les mesures nouvelles annoncées par le gouvernement dans le cadre du plan de conjoncture et qui ne sont pas comprises dans le budget 2009. Selon les estimations de la BCL, ces mesures induiraient 300 millions d'euros de coût supplémentaire en 2009.

4) L'impact négatif important de la crise financière sur les recettes de l'Etat.

La crise financière a fortement touché les marchés européens depuis septembre 2008. Elle continue à persister et n'épargne nullement le Luxembourg.

Cette crise aura un impact significatif sur les recettes de l'Etat luxembourgeois. Des taxes telles que la « taxe d'abonnement » ou les impôts sur les bénéfices des banques seront directement touchés et afficheront une baisse en 2009.

Le solde ajusté de la conjoncture serait quant à lui négatif à raison de 3,9% en 2009, ce qui consacrerait un recul significatif par rapport aux soldes ajustés des dernières années. Le solde continuera à se dégrader en 2010 et 2011.

TABLEAU 26 :
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 avril 2009						Projections BCL juin 2009			
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Ensemble des administrations publiques	0,5	-1,1	0,0	1,4	3,6	2,6	-3,8	-5,1	-6,3	
dont Etat central	-1,3	-2,5	-1,2	-0,7	0,8	-0,3	-5,6	-6,0	-6,4	
dont pouvoirs locaux	0,0	-0,1	-0,3	0,2	0,4	0,0	-0,5	-0,7	-0,9	
dont sécurité sociale	1,8	1,5	1,5	1,8	2,5	2,8	2,3	1,6	0,9	
Programme de stabilité Octobre 2008	---	---	---	---	---	2,3	1,1	0,8	1,1	
Programme de stabilité - addendum 02/2009	---	---	---	---	---	2,0	-0,6	-1,5	---	
Pour mémoire: projections de la BCL de décembre 2007	---	---	---	---	---	1,3	-1,9	-2,8	---	
	Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques									
Estimation de juin 2009 de la BCL ¹⁾	0,8	-0,6	0,3	0,9	2,4	1,6	-3,9	-4,2	-5,2	
Estimation Programme de Stabilité Octobre 2008						2,9	2,3	2,1	2,0	
Estimation Programme de Stabilité - addendum 02/2009						na	na	na	na	

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

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

Comme l'indiquent le tableau et le graphique ci-joints, la dégradation de la situation budgétaire des administrations publiques 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. L'administration centrale afficherait un déficit considérable, de l'ordre de 5,6% du PIB en 2009. Celui-ci continuera à se détériorer en 2010 et 2011. Une forte augmentation des dépenses de l'administration centrale conjuguée à une baisse des recettes en sont les causes directes. Tant l'addendum du Programme de Stabilité que les projections de la BCL laissent augurer la persistance d'importants déficits de l'Etat au cours des prochaines années.

Le surplus de la sécurité sociale devrait aussi se détériorer en 2009, mais la rupture la plus visible du solde s'affichera en 2010 et 2011. La raison principale de cette détérioration notable est la baisse des recettes directement liées à la croissance du taux de l'emploi ainsi que de la masse salariale. Les projections de la BCL prévoient en effet sur une détérioration significative de la situation sur le marché de l'emploi.

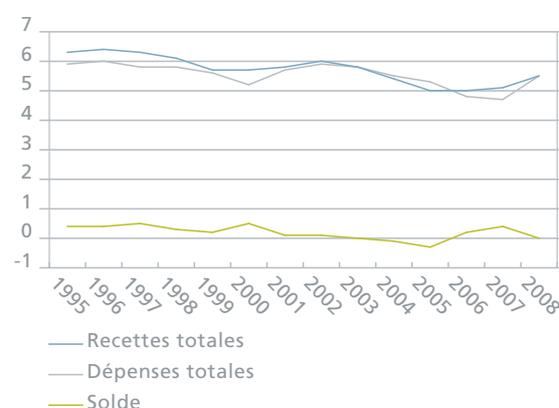
En ce qui concerne les administrations locales, leur situation se dégrade considérablement tout au long de la période de projection. Les paragraphes suivants renferment une analyse plus détaillée de ces derniers.

Le graphique ci-dessous illustre la situation budgétaire des administrations locales sur une période plus longue. Il révèle que les recettes et les dépenses des administrations locales exprimées en pourcentages du PIB ont quelque peu reculé de 1995 à 2007, sous l'effet notamment de la forte hausse moyenne du PIB au cours de cette période. Le recul du PIB réel en 2008, à concurrence de 0,9%, a cependant induit une rupture marquée de cette tendance. En particulier, le ratio des dépenses a fortement progressé en 2008, passant de 4,7% à 5,5% du PIB en l'espace d'une année seulement. Cet état de fait met en relief une première vulnérabilité des finances des pouvoirs locaux au Luxembourg: certaines dépenses des communes, en particulier la rémunération du personnel, sont particulièrement peu flexibles à la baisse. Toute inflexion négative de l'activité économique induit de ce fait une sensible détérioration des finances des pouvoirs locaux. L'évolution projetée de l'activité en 2009, voire même en 2010 et 2011, n'incite guère à l'optimisme en la matière. Les projections de la

BCL laissent en tout cas augurer une détérioration du solde budgétaire sur tout l'horizon de projection. Les recettes et les transferts de l'Etat affichent la même tendance en période de faible conjoncture.

GRAPHIQUE 48 : RECETTES, DÉPENSES ET SOLDES DES ADMINISTRATIONS LOCALES

(EN % DU PIB)



Sources: STATEC, calculs BCL.

Le solde des administrations locales s'est au demeurant déjà détérioré en 2008, un excédent de 0,4% enregistré en 2007 laissant la place à un solde à peine équilibré en 2008. La BCL prévoit que ce dernier sera suivi par un déficit important en 2009, qui continuera à se dégrader tout au long de la période de projection. Ceci constitue une situation inédite depuis 2004 et 2005. Il convient de signaler que le recul de l'Impôt commercial communal (ICC) en 2004 avait été largement amorti par l'évolution des transferts courants, en provenance pour l'essentiel de l'Etat central. Ces derniers transferts se sont très fortement accrus en 2004 et de 2006 à 2008. Ils sont d'ailleurs à l'origine du redressement des finances des pouvoirs locaux à partir de 2006, l'année qui voit le retour à un excédent. Les transferts en provenance de l'Etat sont dans une très large mesure issus du Fonds Communal de Dotation Financière (FCDF). Or les transferts du FCDF sont eux-mêmes dérivés sur la base d'une formule au sein de laquelle les recettes de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et les recettes issues de l'impôt sur les traitements et salaires (ITS) jouent un rôle particulièrement important. En d'autres termes, le grand dyna-

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

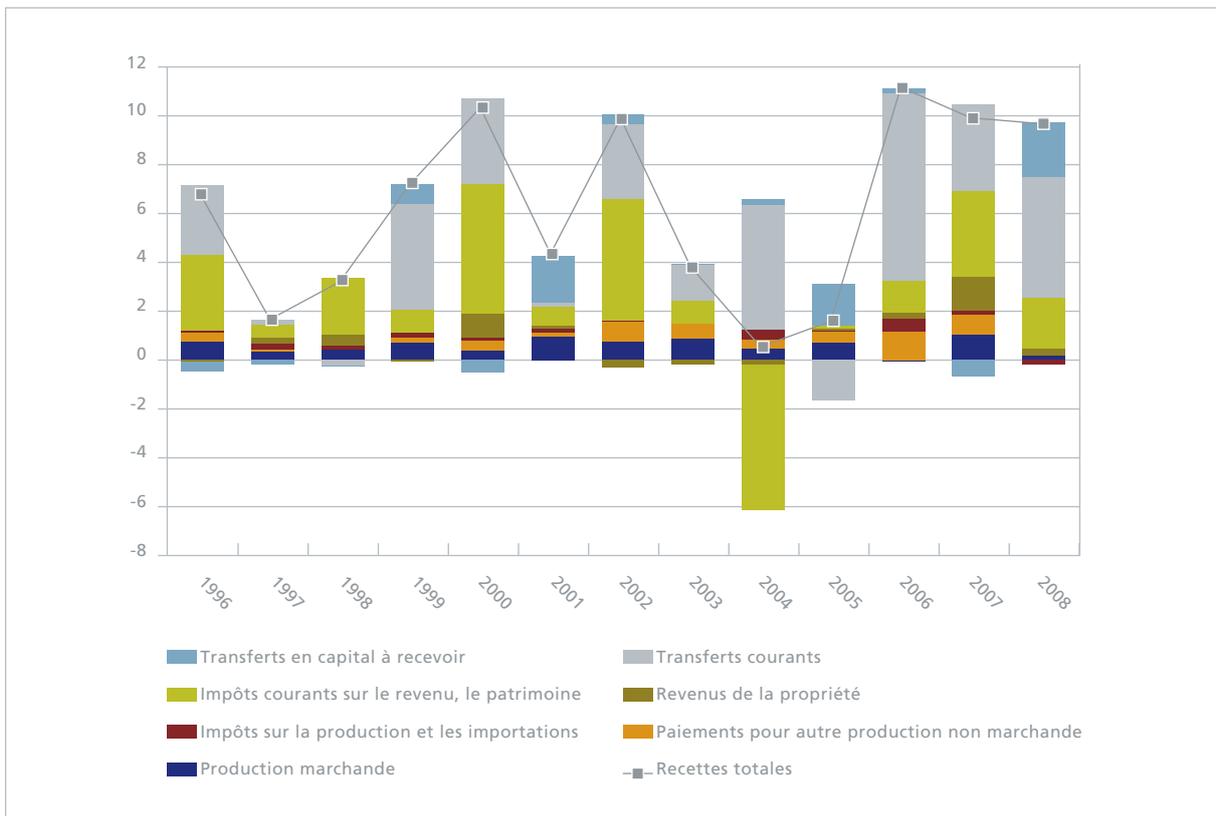
même des transferts perçus par les communes en 2004 et de 2006 à 2008 est le reflet de la sensible progression des recettes de TVA et d'ITS de l'Etat, sous l'effet de la montée en puissance du commerce électronique et à la faveur d'un environnement économique favorable. Le graphique ci-après illustre cette évolution.

Par contre, les transferts ne joueront plus ce rôle d'amortisseur en 2009, bien au contraire, comme le suggère d'ailleurs l'évolution des recettes de TVA et d'ITS au

cours des cinq premiers mois de 2009. La nette décelération de la progression de l'emploi de même que l'allègement de la fiscalité sur les ménages devraient pénaliser l'ITS. La TVA va quant à elle subir le contrecoup du ralentissement prévisible de la consommation des ménages au Luxembourg et dans les pays limitrophes. Elle sera de surcroît mécaniquement pénalisée par le recul du prix des carburants. La même tendance est prévue pour les années 2010 et 2011, sauf pour l'effet prix des carburants.

GRAPHIQUE 49 :
ÉVOLUTION DES RECETTES DES ADMINISTRATIONS LOCALES ET DE LEURS COMPOSANTES

(ÉVOLUTION ANNUELLE EN % ET CONTRIBUTION À CETTE ÉVOLUTION, EN %)



Sources: Eurostat, calculs BCL.

Le graphique suivant porte quant à lui sur les dépenses des pouvoirs locaux. Le taux de progression a en général été assez élevé au cours de la période sous revue. C'est particulièrement le cas en ce qui concerne les années 2001, 2002 et surtout 2008. L'augmentation extrêmement soutenue enregistrée en 2008 reflète pour l'essentiel

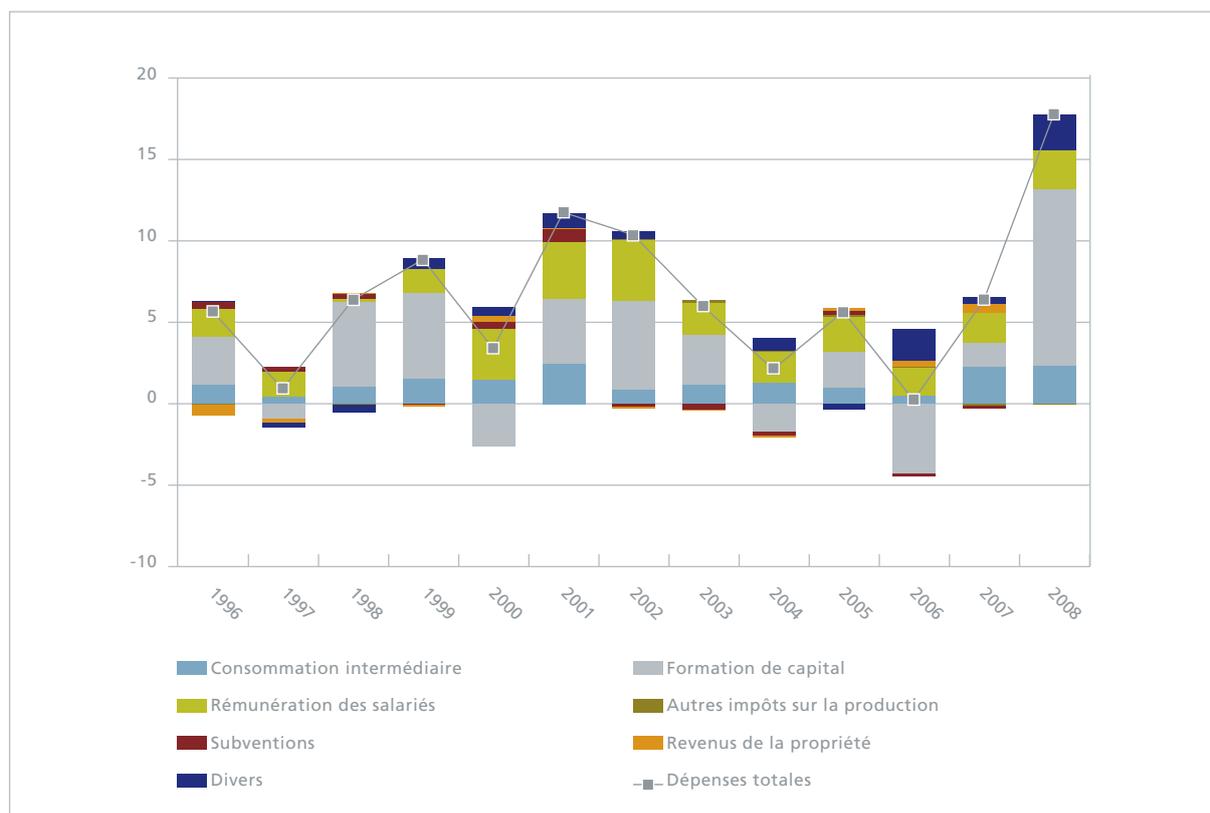
une progression marquée de la formation de capital. Les investissements des communes ont en effet augmenté de quelque 39% en 2008. Les dépenses hors investissements des communes se sont quant à elles accrues de 9,7% en 2008, ce qui constitue également un taux élevé.

A ce stade, il est important de souligner qu'il importe que les pouvoirs locaux, comme les autres administrations publiques, profitent du prochain redressement conjoncturel pour ralentir nettement la progression tendancielle de leurs dépenses. Le retour à une situation budgétaire soutenable à terme est à ce prix. Une telle stratégie de redressement exige un « monitoring » étroit des finances communales, qui ne peut s'effectuer dans

de bonnes conditions actuellement, car les données relatives aux communes sont publiées avec un délai trop important. Ainsi, le volet « SEC 95 » du projet de budget 2009 ne comportait pas de prévisions relatives aux communes pour 2009. Seul le sous-secteur des pouvoirs locaux était dans cette situation, à cause notamment de l'adoption tardive des budgets communaux.

GRAPHIQUE 50 : EVOLUTION DES DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS LOCALES ET DE LEURS COMPOSANTES

(ÉVOLUTION ANNUELLE EN % ET CONTRIBUTION À CETTE ÉVOLUTION, EN %)



Sources: Eurostat, calculs BCL.

En ce qui concerne l'indexation automatique des salaires, modulée dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006, elle devrait de nouveau fonctionner intégralement à partir du 1er janvier 2010, mais à condition que la situation économique du pays le permette, comme l'a communiqué le Gouvernement. Dans les projections de la BCL, il est prévu que la prochaine tranche de l'indexation tombera au début de l'année 2011.

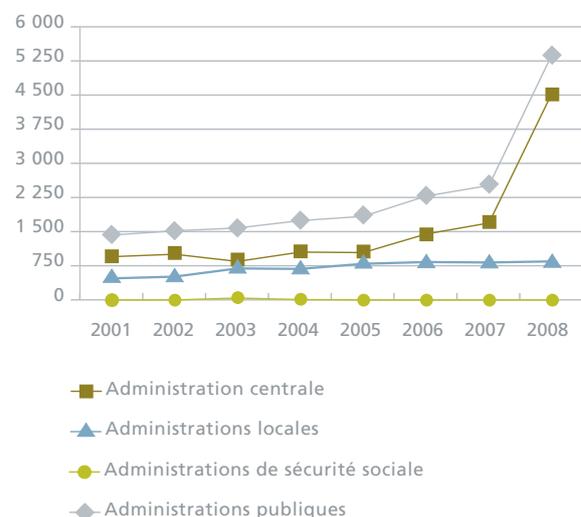
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Après avoir été caractérisé par une relative stabilité au cours des dernières années, le **ratio de la dette des administrations publiques au PIB** a affiché une hausse particulièrement nette, de plus de sept points de pourcentage, en 2008 pour s'inscrire à 14,7%. Cette évolution reflète, à hauteur de 2,5 milliards d'euros, l'essentiel des emprunts destinés à rétablir la situation financière d'un établissement de crédit d'importance systémique pour le Luxembourg, Fortis Banque Luxembourg²⁹. Une explication supplémentaire de la hausse prononcée du ratio de la dette tient au fait que le Gouvernement a emprunté un total de 200 millions d'euros pour le financement d'investissements en infrastructures par le biais du Fonds du rail et du Fonds des routes. En ce qui concerne 2009, deux nouveaux emprunts pour un montant total de 400 millions d'euros, toujours en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes, ainsi qu'un éventuel emprunt destiné à rétablir la situation financière de Dexia BIL S.A. (engagement de l'Etat de 2008) feront augmenter quelque peu le ratio de la dette qui passerait à 17,2% en 2009. La même opération relative aux deux fonds se répétera en 2010, pour le même montant total. De plus, le dernier addendum du Programme de Stabilité prévoit que l'Etat serait éventuellement amené à emprunter 500 millions d'euros supplémentaires au titre de l'exercice budgétaire 2010. Dans ces conditions, le ratio de l'endettement s'établirait à respectivement 19,2% et 20,5% du PIB, en 2010 et 2011. Il est à noter que, pour 2011, les actifs de l'Etat central sont pratiquement épuisés; par conséquent, une importante partie du déficit doit être financée par un endettement. Le ratio de la dette publique au PIB reste cependant le plus faible de la zone euro.

Des risques d'augmentation additionnelle du ratio de la dette des administrations publiques en 2009 sont liés à deux facteurs. Premièrement, le règlement grand-ducal du 10 octobre a autorisé le Gouvernement à octroyer une garantie financière au groupe Dexia. Cette garantie est plafonnée à 4,5 milliards d'euros, soit 12,8% du PIB, correspondant à 3% du montant de l'ensemble des financements levés par le groupe Dexia avant le 9 octobre 2008 et arrivant à échéance avant le 31 octobre 2009. Aussi longtemps que cette garantie n'est

pas exécutée, il n'y aura d'impact ni sur la dette publique, ni sur le solde budgétaire. Cependant, un risque d'augmentation de la dette publique pouvant aller dans une situation extrême jusqu'à 12,8% du PIB demeure. Deuxièmement, le 9 octobre 2008 la banque islandaise Kaupthing Bank Luxembourg S.A. a été mise en sursis de paiement. Jusqu'à présent, le Gouvernement luxembourgeois n'a pas communiqué le montant éventuel de son engagement financier dans l'opération de soutien de cette banque islandaise. Le graphique suivant n'intègre pas les deux facteurs de risque cités précédemment, vu le degré élevé d'incertitude liée à leur réalisation, au moment de leur réalisation éventuelle ainsi qu'aux montants impliqués. Le même graphique montre que c'est l'administration centrale qui contribue pour l'essentiel à l'accroissement de l'endettement.

GRAPHIQUE 51 :
CONTRIBUTION DES SOUS-SECTEURS DES
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
À LA DETTE PUBLIQUE CONSOLIDÉE
(EN MILLIONS D'EUROS)



Sources: Eurostat, calculs BCL.

Une vigilance supplémentaire quant à l'évolution de la dette publique est de mise en raison de la détérioration projetée de la situation du régime général de pension. A travers ses diverses publications, la BCL, ainsi que diverses institutions internationales (FMI, OCDE, Commission européenne, ...), ont mis en avant à de nombreuses reprises la nécessité de réformer le régime de pension.

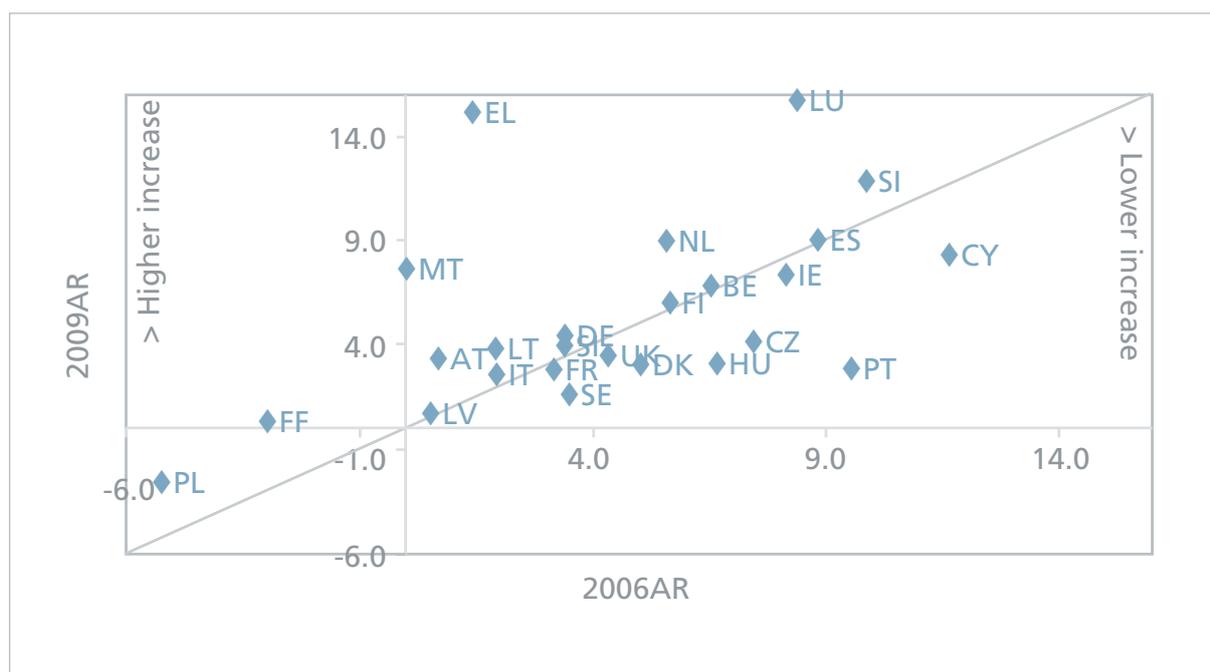
²⁹ L'opération Fortis Luxembourg a un impact direct et immédiat sur la dette publique, mais n'a pas eu d'impact négatif sur le solde de l'administration publique en 2008.

Par ailleurs, dans ses recommandations au Conseil sur l'addendum du Programme de Stabilité du Luxembourg, publiées en date du 25 février 2009, la Commission européenne met elle aussi, une fois de plus, l'accent sur la soutenabilité à terme de la politique budgétaire luxembourgeoise. Selon cette dernière, les finances publiques luxembourgeoises vont être confrontées dans les années futures à une charge significative, due à l'augmentation marquée des dépenses liées au vieillissement de la population. La Commission invite le Gouvernement à améliorer sans tarder la soutenabilité à terme des finances publiques, en mettant en œuvre des réformes

structurelles, plus particulièrement dans le domaine du régime général de pension.

La récente publication de la Commission européenne, qui fait suite aux travaux de l'Ageing Working Group (AWG), met en exergue l'augmentation très marquée des dépenses du régime général de pension si aucune réforme n'est entreprise. Le graphique suivant montre que le Luxembourg est le pays connaissant le coût du vieillissement le plus important. Le ratio des dépenses pour les pensions par rapport au PIB se situerait à 23,9% en 2060, soit une progression de 15,2% du PIB entre 2007 et 2060.

GRAPHIQUE 52 :
LE COÛT DU VIEILLISSEMENT DANS LE RAPPORT AWG 2009 COMPARÉ AU RAPPORT AWG 2006, 2007-2050, POINTS DE POURCENTAGE DU PIB



Source: European Commission (2009), The 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060), page 38.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Enfin il faut noter que les projections fiscales de la BCL supposent une politique fiscale inchangée; elles sont susceptibles d'être révisées selon les développements affectant l'environnement international, selon des éléments nouveaux concernant l'ampleur et la durée des chocs financiers, ou encore selon l'impact de la crise actuelle sur l'industrie luxembourgeoise, et par là sur le marché de l'emploi. En particulier, il convient de suivre de près la mise en œuvre ainsi que l'incidence des différentes mesures discrétionnaires annoncées par le gouvernement. Il est essentiel que, comme prévu dans le plan européen, ces mesures budgétaires nationales visant à soutenir et à relancer l'économie respectent les trois TTT (*timely, targeted and temporary*). En d'autres mots, elles doivent :

- 1) être prises rapidement ;
- 2) être temporaires ;
- 3) et être ciblées sur la source du problème économique.

De plus, il conviendrait de publier rapidement un engagement crédible de retour sur des finances publiques soutenables à moyen terme, sans recours massif à des augmentations d'impôt. Cet engagement de retour à l'équilibre importe d'autant plus que la soutenabilité à terme de la sécurité sociale est compromise.

1.2.12.5. Les finances publiques luxembourgeoises : état des lieux et perspectives

1.2.12.5.1. Introduction

La première section de l'analyse met en évidence les évolutions les plus déterminantes des finances publiques luxembourgeoises, en les confrontant aux évolutions similaires observées dans d'autres pays européens. La situation patrimoniale des administrations publiques, qui se caractérise à la fois par des engagements peu élevés comparé aux autres Etats membres de la zone euro et par de significatifs avoirs financiers, est analysée par la suite.

Cette situation enviable pourrait s'avérer fragile. D'une part, les avoirs et engagements sont tributaires de la dynamique d'évolution des soldes budgétaires. Or les prévisions à court terme de la BCL – de même d'ailleurs que l'addendum de la 10ème actualisation du Programme de Stabilité luxembourgeois ainsi que les projections

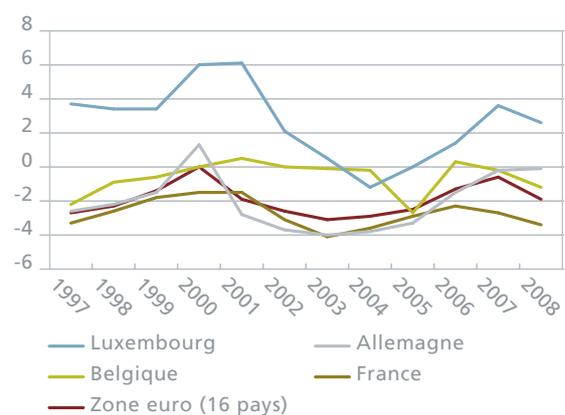
de printemps de la Commission européenne – laissent augurer de significatifs déficits sur la période 2009-2011. D'autre part, comme l'illustre la partie «perspectives», qui examine l'évolution prévisible des finances des administrations publiques jusqu'en 2050, la soutenabilité à terme de la sécurité sociale est menacée. Ce constat est d'ailleurs corroboré par un récent rapport du Comité de Politique Economique (CPE) et de la Commission européenne³⁰.

1.2.12.5.2. Les finances publiques luxembourgeoises : état des lieux

Les administrations publiques luxembourgeoises ont affiché des soldes excédentaires au cours des dix dernières années, sauf en 2004. Ce solde a par ailleurs été nettement supérieur à la moyenne des pays limitrophes ou à celle de la zone euro. Le différentiel par rapport à ces derniers s'est cependant fortement amenuisé de 2000 à 2004. Il s'est certes un peu élargi par la suite, grâce aux recettes extrêmement dynamiques de 2006 à 2008, mais il demeure au total plus réduit en 2008 qu'en 1997. Le graphique suivant illustre cette tendance.

GRAPHIQUE 53 :
SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(EN % DU PIB)



Source: Eurostat, calculs BCL.

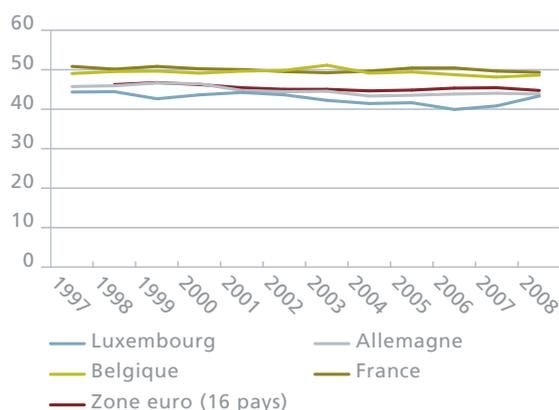
30 Commission européenne (2009), «The 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», Bruxelles.

La hausse des recettes observée durant les périodes de 1999 à 2002 et celle de 2006 à 2008, s'est accompagnée d'importantes progressions des ratios des dépenses. Les graphiques suivants illustrent cette tendance. Ces ratios auraient normalement dû être dilués par la croissance soutenue du PIB. Il aurait été plus opportun d'épargner ces recettes additionnelles engendrées au cours de la période de la haute conjoncture. Le pays serait alors plus à même de faire face à la récession actuelle.

Le ratio des recettes totales reste inférieur aux ratios correspondants observés dans les pays limitrophes, ainsi qu'à celui de la zone euro. Ceci s'explique par un taux de croissance du PIB nominal nettement plus favorable au Luxembourg que dans ces pays ou au sein de la zone euro et ceci sur tout au long de la période d'observation. Par ailleurs, le différentiel s'est élargi en 2006, à la faveur d'une conjoncture extrêmement favorable au Luxembourg.

GRAPHIQUE 54 :
RÉCETTES TOTALES DE L'ADMINISTRATION
PUBLIQUE LUXEMBOURGEOISE
PAR RAPPORT AUX PAYS LIMITROPHES
ET À LA ZONE EURO, 1997-2008

(EN % DU PIB)

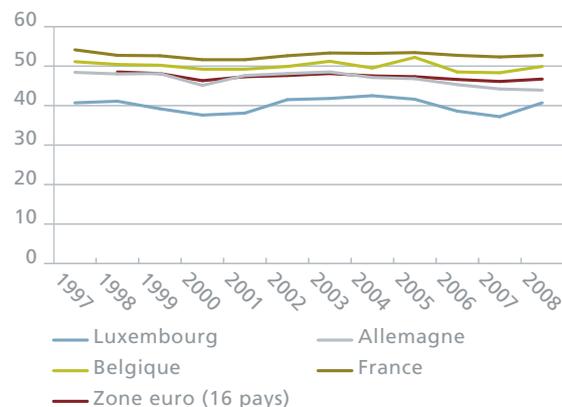


Source: Eurostat, calculs BCL.

Le ratio des dépenses du Luxembourg est également inférieur à celui des pays limitrophes ou à celui de la zone euro. Le plus grand écart s'affiche entre le ratio luxembourgeois et celui de la France. Cependant, en 2008, l'écart s'est fortement amenuisé par rapport aux données observées à l'étranger, de sorte que le ratio luxembourgeois se retrouve pratiquement au même niveau que le ratio de l'Allemagne ou celui de la zone euro. La détérioration comparative s'explique, d'une part, par la sensible décélération de la croissance du PIB nominal luxembourgeois en 2008 et d'autre part par une augmentation significative des dépenses. Cette dernière est en partie liée aux mesures adoptées dans le cadre du budget 2008.

GRAPHIQUE 55 :
DÉPENSES TOTALES DE L'ADMINISTRATION
PUBLIQUE LUXEMBOURGEOISE PAR RAPPORT AUX
PAYS LIMITROPHES ET À LA ZONE EURO, 1997-2008

(EN % DU PIB)

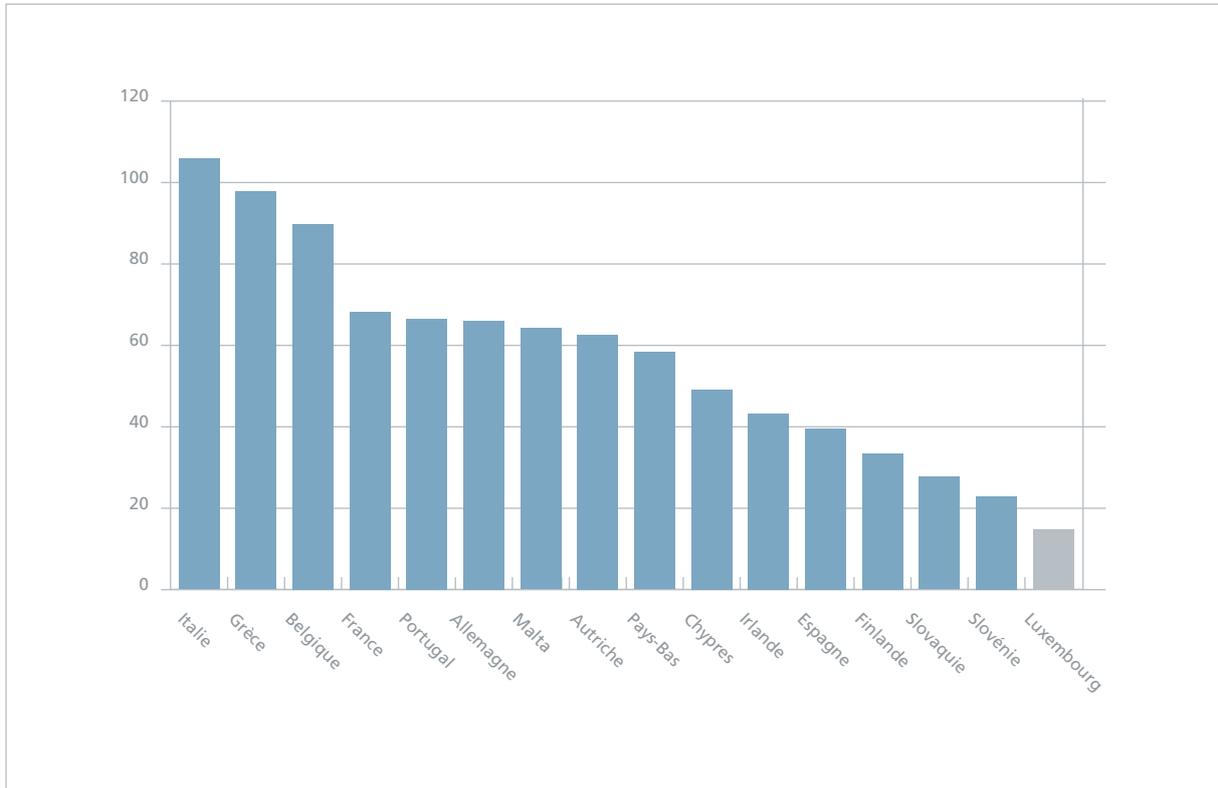


Source: Eurostat, calculs BCL.

La situation patrimoniale des administrations publiques luxembourgeoises demeure favorable en comparaison internationale. Comme l'illustre le graphique ci-joint, le ratio de la dette publique au PIB s'est en effet limité à 14,7% du PIB en 2008, soit le niveau le plus faible parmi les 16 pays Membres de la zone euro, malgré le fait que la dette publique luxembourgeoise ait doublé en 2008 en raison des opérations de support à d'importantes institutions financières.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 56 :
DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO EN 2008
 (EN % DU PIB)



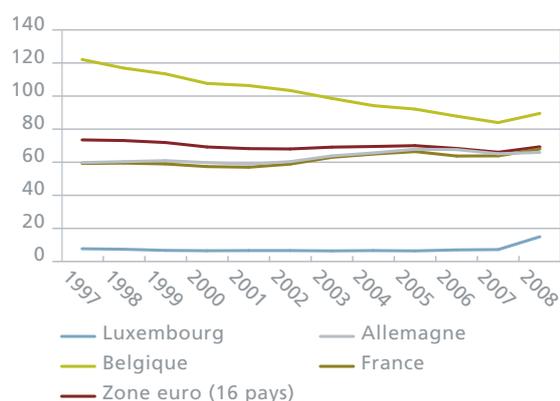
Source: Eurostat, calculs BCL.

Lorsque la progression de la dette de l'administration publique luxembourgeoise est comparée à la progression enregistrée dans les pays limitrophes et à celle de la zone euro, il apparaît que le ratio luxembourgeois demeure très bas tout au long de la période 1997-2008, même en 2008 malgré le doublement précité de la dette. Les surplus significatifs enregistrés par l'administration publique ont permis aux autorités luxembourgeoises de limiter le recours à l'endettement.

Les projections de printemps de la BCL montrent cependant que le ratio d'endettement augmentera progressivement en 2010 et 2011, pour se situer à un niveau de 20,5% en 2011. Malgré cette progression, le ratio de la dette publique luxembourgeois restera le plus faible dans la zone euro et il restera nettement en deçà du critère de Maastricht de 60%.

**GRAPHIQUE 57 :
EVOLUTION DE LA DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DE
L'ADMINISTRATION PUBLIQUE LUXEMBOURGEOISE
PAR RAPPORT AUX PAYS LIMITOPHES
ET À LA ZONE EURO, 1997-2008**

(EN % DU PIB)



Source: Eurostat, calculs BCL.

Malgré une situation patrimoniale favorable et une faible dette publique, la stratégie budgétaire devrait être empreinte de la plus grande prudence au cours des prochaines années. La situation patrimoniale favorable observée dans un passé récent a en effet résulté, dans une large mesure, d'une croissance économique particulièrement soutenue de 1997 à 2000 et dans une moindre mesure de 2005 à 2008.

Une nette rupture devrait survenir dès 2009 à cet égard. D'une part, les avoirs des fonds spéciaux devraient graduellement s'étioler dans un futur proche, du fait de la stagnation probable de leurs recettes (disparition des versements de plus-values de recettes). Les projections de printemps de la BCL laissent en tout cas augurer une absence de croissance du PIB en 2009 et 2010 et une croissance faible en 2011.

De plus, les importants excédents de la sécurité sociale reflètent un déphasage entre l'évolution des cotisations et les prestations de pension, sous l'effet d'un important afflux de travailleurs frontaliers au cours des deux dernières décennies. Ces excédents tendront à s'étioler, voire même à laisser la place à des déficits sur un horizon de moyen terme. En d'autres termes, la réserve de compensation du régime de pension constitue une

réserve quelque peu «virtuelle», qui pourrait même s'avérer insuffisante lorsqu'il s'agira de faire face aux engagements futurs du régime de pension. Le retour aux substantiels déficits de l'Administration centrale en 2008 ainsi que les déficits futurs des administrations locales, projetés par la BCL au printemps, devraient à terme déboucher sur une périlleuse dynamique d'endettement en l'absence de mesures nouvelles, comme l'illustre la partie «perspectives» du présent chapitre.

Une dynamique budgétaire défavorable: les prévisions de printemps de la BCL (2009-2011)

Si la position patrimoniale des administrations publiques luxembourgeoises est actuellement favorable, la situation des finances publiques paraît plus précaire à l'aune des soldes budgétaires. Le Luxembourg enregistrait encore un excédent budgétaire de 3,6% du PIB et 2,6%, respectivement, en 2007 et 2008. Cependant, selon les plus récentes projections de la BCL – qui font l'objet d'une description détaillée dans la première partie de la section «Finances publiques» du présent bulletin - les administrations publiques présenteront un déficit important en 2009, qui accusera de surcroît une sensible détérioration en 2010 et 2011. Le déficit atteindrait quelque 6,3% du PIB en 2011, sous l'effet d'un accroissement du déficit de l'administration centrale et des pouvoirs locaux et d'une diminution des surplus enregistrés par la sécurité sociale. Les projections présentées dans l'addendum du Programme de Stabilité du Luxembourg ainsi que les prévisions de printemps de la Commission européenne laissent également augurer une dégradation du solde des administrations publiques luxembourgeoises, certes moins sensible que celle qui se dégage des projections de la BCL. Le tableau suivant illustre ce processus.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 27 :
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 avril 2009						Projections BCL juin 2009		
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Ensemble des administrations publiques								
Recettes totales	42.5	41.5	41.7	40.1	41.0	43.4	42.0	41.5	40.7
Dépenses totales	42.0	42.6	41.7	38.7	37.4	40.8	45.8	46.7	47.1
Déficit (-) ou surplus (+)	0.5	-1.1	0.0	1.4	3.6	2.6	-3.8	-5.1	-6.3
Programme de stabilité Octobre 2008	--	--	--	--	--	2.3	1.1	0.8	1.1
Programme de stabilité - addendum 02/2009	--	--	--	--	--	2.0	-0.6	-1.5	--
Prévisions de printemps de la Commission européenne	--	--	0.0	1.4	3.6	2.6	-1.5	-2.8	--
	Soldes des sous-secteurs								
dont Etat central	-1.3	-2.5	-1.2	-0.7	0.8	-0.3	-5.6	-6.0	-6.4
dont pouvoirs locaux	0.0	-0.1	-0.3	0.2	0.4	0.0	-0.5	-0.7	-0.9
dont sécurité sociale	1.8	1.5	1.5	1.8	2.5	2.8	2.3	1.6	0.9
	Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques								
Estimation de juin 2009 de la BCL ⁽¹⁾	0.8	-0.6	0.3	0.9	2.4	1.6	-3.9	-4.2	-5.2
Estimation Programme de stabilité Octobre 2008						2.9	2.3	2.1	2.0
Estimation Programme de stabilité - addendum 02/2009						na	na	na	na

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

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

Le solde budgétaire se détériorerait donc à concurrence de près de 9% du PIB de 2008 à 2011. Cette évolution n'est qu'en partie le reflet du ralentissement conjoncturel observé depuis le dernier trimestre de 2008. Ainsi, le solde budgétaire des administrations publiques apuré de l'impact de la conjoncture passerait d'un excédent supérieur à 1,5% du PIB en 2008 à un déficit équivalent à 3,9% du PIB en 2009. Ce résultat est le reflet de la mise en œuvre prévue de diverses mesures nouvelles dans le cadre du plan de relance (en particulier l'adaptation de 9% des barèmes fiscaux, l'introduction des différents crédits d'impôts, l'augmentation des investissements publics...).

1.2.12.5.3. Les finances publiques luxembourgeoises : les perspectives

Les finances publiques luxembourgeoises vont vraisemblablement subir une détérioration structurelle prononcée au cours des années 2009 à 2011, comme l'indique la section précédente. Elles semblent néanmoins toujours relativement solides en comparaison internationale, comme l'illustre notamment une dette publique bien plus basse que dans la quasi-totalité des autres Etats membres de l'Union européenne.

La présente section vise à démontrer qu'un relâchement de la politique budgétaire serait des plus périlleux, malgré cette position de départ favorable en termes d'endettement. Sous l'effet conjugué de l'augmentation tendancielle des dépenses de sécurité sociale et de soldes structurels résolument négatifs au cours des prochaines années, le Luxembourg risque d'être rapidement confronté à une puissante dynamique d'endettement, du moins en l'absence de nouvelles mesures structurelles.

Un important effort de consolidation budgétaire s'impose dans ce contexte. Il devrait revêtir une double dimension. Il convient tout d'abord de veiller à réduire les actuels déficits structurels des administrations publiques et même de renouer dès que possible, lorsque la conjoncture le permettra, avec des excédents de l'ordre de 1,5% du PIB voire même davantage encore. Il s'impose en outre de mettre en œuvre des mesures structurelles dans le domaine de la sécurité sociale. Seule une stratégie jouant simultanément sur ces deux registres

permettra au Luxembourg d'assurer la soutenabilité à terme de ses finances publiques.

1.2.12.5.3.1. La simulation de référence

Hypothèses

Les simulations effectuées dans la présente section reposent pour l'essentiel sur deux sources, à savoir d'une part les travaux du groupe de travail vieillissement du Comité de Politique Economique (CPE) et d'autre part les projections macroéconomiques 2009-2011 de la BCL. Les calculs détaillés ci-dessous sont issus d'un regroupement entre ces deux sources, notamment en ce qui concerne le taux de croissance économique. Comme l'illustre le graphique ci-joint, le groupe de travail précité se montre, en ce qui concerne le Luxembourg, pour le moins optimiste en matière de croissance du PIB de 2008 à 2011. Il ne pouvait bien entendu prévoir l'ampleur de la présente récession au moment où il a effectué ses travaux.

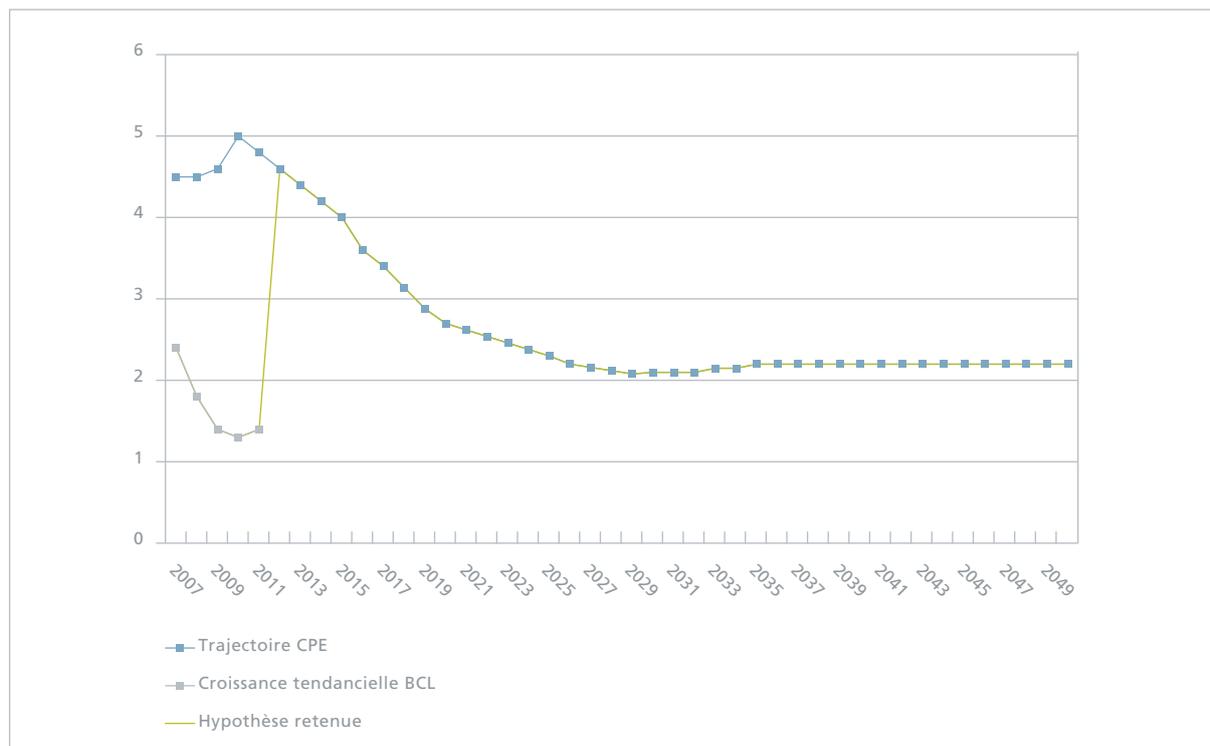
Le scénario de croissance retenu dans les pages qui suivent est celui du CPE après 2012 et le taux tendanciel issu des projections de la BCL de 2007 à 2011 (voir la courbe verte du graphique pour l'ensemble de la trajectoire retenue). Ce scénario implique par rapport à celui du CPE un décrochage marqué jusqu'en 2011, qui induira une révision à la baisse des recettes. Or les dépenses de la sécurité sociale exprimées en montants absolus, en particulier les pensions, ne sont quant à elles guère affectées par le décrochage de la croissance en raison de leur forte rigidité à la baisse, surtout à court et moyen terme.³¹ Il en résultera un accroissement mécanique des ratios de dépense et en conséquence des soldes budgétaires de la sécurité sociale moins favorables que dans le scénario de référence du CPE.

³¹ Il est tenu compte de l'effet du décrochage sur le niveau des pensions dans les projections, mais cet effet ne se manifeste qu'à long terme. Par rapport au scénario du CPE, le décrochage de la croissance du PIB se traduit par un ajustement à la baisse du montant total des pensions à raison de 3% en 2030, de 5,5% en 2040 et de 8% en 2050. Ces derniers taux ont été calculés à partir de coefficients d'élasticité figurant dans le rapport du CPE.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 58 :
CROISSANCE TENDANCIELLE DU PIB EN VOLUME

(EN %)



Source: Eurostat, calculs BCL.

La pratique qui consiste à enchaîner le taux de croissance tendancielle de la BCL, calculé sur la base du filtre de Hodrick-Prescott, et les hypothèses de croissance du CPE donnent lieu à un brusque rehaussement de la croissance en 2012. Cette situation, certes quelque peu artificielle, montre que les projections effectuées dans la présente section reposent sur des hypothèses somme toutes assez favorables.

Il importe d'ailleurs de remarquer que si le scénario du CPE, pris en compte dans cette section à partir de 2012, implique une nette diminution de la croissance tendancielle au cours de l'horizon de projection, la croissance serait tout de même supérieure à 4% jusqu'en 2014 et ne déclinerait que graduellement par la suite. Le taux « tendanciel » de 2,2% ne serait atteint que vers 2025.

Conformément aux projections du CPE, le salaire réel par employé augmenterait quant à lui au même rythme que la productivité, soit de 1,7% par an en moyenne, ce qui signifie que la progression de l'emploi se stabilise-

rait à 0,5% par an. La masse salariale et les cotisations sociales supportées par les salariés demeureraient donc stables par rapport au PIB. Le taux d'inflation est quant à lui censé atteindre 2% par an de 2012 à 2050.

Les hypothèses démographiques sont de facture relativement classique et ne seront pas évoquées en détail ici.³² Il convient de noter le nombre élevé d'immigrants, à savoir de 3 000 à 4 000 personnes par an.

Les recettes et les dépenses publiques résultent des projections de la BCL jusqu'en 2011 et des hypothèses précitées à partir de 2012. Il convient de noter que toutes ces projections sont effectuées en termes structurels. Les cycles économiques ne sont bien entendu pas inférés par le CPE sur la période 2012-2060, ces projections devant se concevoir en moyennes par cycles. Pour la pé-

³² Voir le rapport du CPE sur le vieillissement, où les hypothèses démographiques sont décrites en détail.

riode 2009-2011, la BCL a effectué des projections des recettes et des dépenses des administrations publiques en termes structurels, en vue notamment du calcul du solde budgétaire apuré de la conjoncture. En clair, ces recettes et dépenses sont « nettoyées » de l'impact des cycles conjoncturels et des mesures temporaires.

Sur le versant des dépenses, il est supposé que la masse salariale des agents de la fonction publique évoluera parallèlement à celle du secteur privé, ce qui revient à considérer que les salaires moyens et l'emploi publics vont s'accroître au même rythme que dans le privé tout au long de l'horizon de projection. Cela signifie qu'en moyenne, l'emploi public va progresser de 0,5% par an (croissance de 2,2% et productivité en hausse de 1,7% par an), ce qui paraît modéré à l'aune des évolutions observées au cours des dix dernières années.

En matière de sécurité sociale, les dépenses de pension (régime général et régimes spéciaux confondus), d'assurance maladie, d'assurance dépendance et de chômage sont censées évoluer de la même manière que dans le scénario de base du CPE. Cela implique une nette augmentation des dépenses primaires associées à ces trois domaines, à raison de 16% du PIB de 2011 à 2050. Cet impact est cependant tempéré par le traitement réservé aux prestations familiales. Ce poste, qui pèse d'un poids certain au Luxembourg, n'est pas considéré dans l'étude du CPE. Afin d'inférer l'évolution de long terme de ce poste, qui représentera environ 3% du PIB en 2011, il est supposé conformément au principe de « politique inchangée » que les prestations de la Caisse Nationale des Prestations Familiales ne seront pas indexées aux prix, en vertu des décisions adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite d'avril 2006. Dans la même perspective, il est postulé que les autorités n'adopteront pas de mesures nouvelles en matière de prestations familiales. Le montant nominal des prestations en question est par conséquent gelé tout au long de l'horizon de projection. En conséquence, les prestations correspondantes passent de 3,0% du PIB en 2011 à 0,6% du PIB seulement en 2050 dans les projections présentées dans cette section. Cette diminution de 2,4 points de pourcentage couvre à elle seule près d'un cinquième du coût additionnel escompté des pensions.

Sur le versant des recettes, la règle générale à laquelle se conforment les scénarios commentés ci-dessous est

que les recettes évoluent parallèlement au PIB. C'est par exemple le cas en ce qui concerne les cotisations sociales supportées par les actifs, puisque la masse salariale est elle-même censée demeurer stable par rapport au PIB. Le principe de la proportionnalité entre les recettes et le PIB connaît cependant quelques exceptions. En premier lieu, la BCL, à l'inverse du CPE, tient compte de l'incidence positive de l'accroissement marqué des pensions sur deux catégories de recettes, à savoir les cotisations sociales supportées par les retraités (maladie et assurance dépendance) et les impôts directs dont ils sont redevables. Cet effet, qui concourt à amortir quelque peu l'impact du vieillissement, n'est nullement négligeable. Il contribue en effet à améliorer le solde public primaire à raison de près de 1,5% du PIB de 2011 à 2050, ce qui représente un peu plus de 10% de l'accroissement des dépenses de pension escompté sur la même période. En second lieu, comme indiqué ci-dessous, les recettes du patrimoine sont estimées en proportion des actifs des administrations publiques et ne demeurent par conséquent pas stables par rapport au PIB. Enfin, les recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités, qui atteindraient un montant historiquement faible en 2011, sont censées rejoindre graduellement leur niveau de 2009 (du moins en pourcentage du PIB), ce rattrapage s'effectuant de 2012 à 2015. Ces recettes sont ensuite stables par rapport au PIB.

Un autre domaine où la présente section se distingue du rapport du CPE est la prise en compte des revenus du patrimoine – sur les réserves de pension notamment – et des charges d'intérêt. Le taux de rendement du patrimoine est censé atteindre 3% l'an, soit approximativement le taux observé ces dernières années. Le taux d'intérêt implicite sur la dette est quant à lui fixé à 4%, en termes nominaux, tout au long de l'horizon 2012-2050. La dynamique d'évolution de la dette prend en compte une contrainte impérative : l'Etat n'est bien entendu pas censé financer ses déficits en puisant dans les réserves de pension. Une dette brute consolidée peut dès lors s'accompagner d'avoirs nets significatifs, ce qui correspond d'ailleurs à la situation présente. Par hypothèse, les réserves de pension atteindront 27% du PIB en 2011, contre 23% en 2007. Au cours de cette période, le régime de pension devrait en effet continuer à accumuler des excédents, qui tendront néanmoins à s'étioler au fil du temps. Le ratio des réserves sera en outre mécaniquement conforté par la diminution du PIB nominal escomptée pour 2009.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Résultats de la simulation de référence

Les résultats de la simulation de référence apparaissent dans le tableau suivant. Il apparaît que le ratio de recettes totales augmenterait légèrement sur l'horizon de référence. Les impôts directs et les cotisations sociales seraient en effet favorisés par l'augmentation tendancielle de leur base commune, qui se compose principalement de la masse salariale et des pensions versées. Si la masse salariale demeurerait par hypothèse stable par

rapport au PIB, il en serait bien entendu tout autrement des pensions.

Cet impact positif sur les recettes serait cependant largement compensé par la chute des revenus du patrimoine, qui subiraient l'effet de la disparition progressive des réserves de pension. Sous les coups de boutoir de dépenses de pension en progression constante, ces réserves disparaîtraient en effet dès 2026, avant de laisser la place à un endettement du régime de pension.

TABLEAU 28 :
SIMULATION DE RÉFÉRENCE : RECETTES, DÉPENSES, SOLDES ET ENDETTEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(EN % DU PIB TENDANCIEL)

	2011	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050
Recettes totales	40,1	39,8	39,6	39,5	39,5	39,8	39,9	40,2	40,3
Impôts directs	12,5	12,9	13,0	13,2	13,3	13,5	13,6	13,7	13,8
Impôts indirects	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Cotisations sociales	11,3	11,3	11,3	11,4	11,5	11,6	11,7	11,8	11,8
Revenus d'intérêt	1,6	0,9	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Dépenses totales	45,3	45,5	47,1	50,1	53,6	58,2	62,4	67,4	71,7
Transferts sociaux	22,9	22,7	23,5	25,7	27,8	30,3	32,2	34,4	35,7
Investissements publics	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Rémunérations des agents	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Autres dépenses primaires	9,4	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Charges d'intérêt	0,5	1,1	1,8	2,6	4,1	6,1	8,5	11,2	14,3
Déficit (+) ou surplus (-)	-5,2	-5,7	-7,5	-10,6	-14,1	-18,4	-22,5	-27,2	-31,4
Dette publique	20,1	31,7	51,8	73,3	115,9	171,6	235,6	308,4	387,8
Dont pensions	-27,4	-23,7	-17,1	-3,0	21,1	56,3	100,5	153,8	214,1

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

Les dépenses de pension augmenteraient à raison de 13% du PIB de 2011 à 2050. Les prestations de santé et les dépenses de l'assurance dépendance progresseraient pour leur part à concurrence de 1,1% et 1,2% du PIB, respectivement, au cours de la même période. Ces augmentations, qui atteindraient au total 15,3% du PIB, ne seraient que partiellement contrées par la diminution des prestations familiales (-2,4% du PIB) et des dépenses

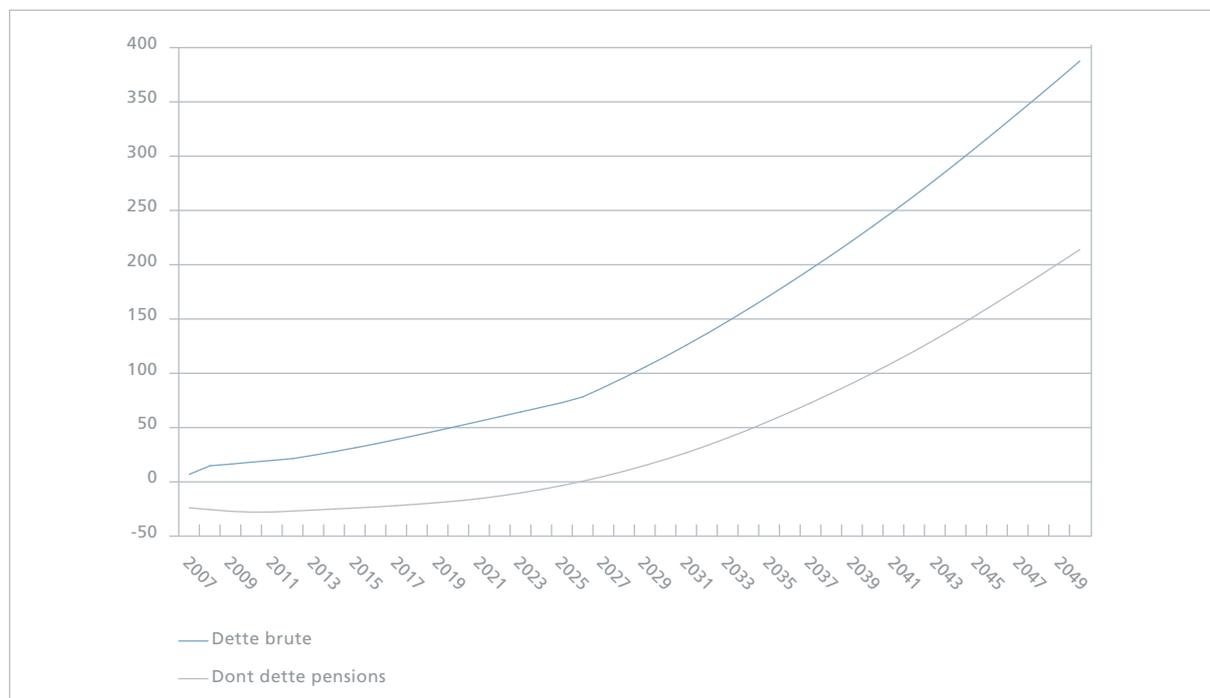
liées au chômage (-0,1%). Au total, les transferts sociaux passeraient de 23% du PIB en 2011 à quelque 36% du PIB en 2050. Pour rappel, le CPE parvient quant à lui à la conclusion que les transferts totaux augmenteront à raison de 16% du PIB de 2011 à 2050. La différence entre les chiffres de la BCL et ceux du CPE proviennent pour l'essentiel du traitement des prestations familiales.

Les autres dépenses des administrations publiques que les transferts sociaux sont censées demeurer stables par rapport au PIB, sauf bien entendu les charges d'intérêt, qui passeraient de 0,5% du PIB en 2011 à plus de 14% du PIB en 2050. Ce résultat frappant illustre les dangers inhérents à une dynamique d'endettement non maîtrisée. Du fait de l'hypothèse de rigidité absolue des dépenses, le scénario de référence donne lieu à des

déficits croissants, qui excéderaient largement la valeur de référence de 3% du PIB tout au long de l'horizon de projection. A terme, ils dépasseraient même 30% du PIB. Dans ce contexte, la dette publique progresserait de façon exponentielle. Elle se monterait déjà à 40% du PIB en 2017 et franchirait le seuil de référence de 60% du PIB dès 2022, avant de se rapprocher des 400% du PIB vers la fin de l'horizon de projection. Comme l'indique le graphique ci-joint, le système de pension, dont l'endettement devrait en fin de course atteindre plus de 200% du PIB, constitue l'un des principaux moteurs de la dynamique d'endettement. Il convient cependant de noter que les autres composantes des administrations publiques alimenteront également cette dynamique, en raison de l'importance de leurs déficits structurels à partir de 2009.

GRAPHIQUE 59 : SIMULATION DE RÉFÉRENCE: ENDETTEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(EN % DU PIB TENDANCIEL)



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

Les déficits et le niveau de dette projetés de 2012 à 2050 ne constituent nullement des prévisions au sens propre du terme, car il est vraisemblable que les autorités réagiront avant qu'une telle détérioration ne se produise, à rebours donc de l'hypothèse de « politique

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

inchangée ». La projection de référence vise simplement à illustrer les dangers inhérents à un comportement trop attentiste au cours des prochaines années.

1.2.12.5.3.2. Solde structurel en excédent de 1,5% du PIB dès 2012

La seconde simulation vise précisément à mieux appréhender l'incidence d'un effort de préfinancement des charges futures. Cet effort prend par hypothèse la forme d'une réduction drastique des « autres dépenses primaires » en 2012. Le choix de ce poste est assez arbitraire et vise simplement à illustrer l'impact de l'effort de préfinancement. Un tel effort pourrait bien entendu être distribué « plus équitablement » parmi les différents postes de dépense. Par ailleurs, la consolidation budgétaire pourrait s'effectuer de manière plus progressive, en l'espace de plusieurs années. Ainsi, il serait concevable que l'effort de consolidation démarre avant

2012, surtout en cas de rétablissement conjoncturel, ou s'opère sur un horizon futur de l'ordre de trois ans, dans le cadre par exemple d'une actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg.

L'effort de préfinancement simulé est un ajustement budgétaire de quelque 7% du PIB en 2012, qui permet d'atteindre dès cette année 2012 un excédent structurel des administrations publiques de 1,5% du PIB. Cet effort paraît à première vue démesuré, mais comme l'indiquent les résultats de la simulation, même un ajustement de cet ordre ne permet pas d'assurer de bonnes perspectives à moyen terme. L'impact de court terme serait naturellement positif, à la faveur d'une nette diminution des charges d'intérêt. Ainsi, le surplus structurel atteindrait plus de 2% du PIB en 2015 et 1,4% du PIB en 2020. Il déclinerait cependant par la suite, sous l'effet de l'augmentation des transferts sociaux qui, pour rappel, ne seraient pas affectés par l'effort de consolidation initial.

TABLEAU 29 :
SURPLUS DE 1,5% EN 2012 : RECETTES, DÉPENSES, SOLDES ET ENDETTEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(EN % DU PIB TENDANCIEL)

	2011	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050
Recettes totales	40,1	39,8	39,6	40,0	39,5	39,8	39,9	40,2	40,3
Impôts directs	12,5	12,9	13,0	13,2	13,3	13,5	13,6	13,7	13,8
Impôts indirects	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Cotisations sociales	11,3	11,3	11,3	11,4	11,5	11,6	11,7	11,8	11,8
Revenus d'intérêt	1,6	0,9	0,6	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Dépenses totales	45,3	37,6	38,2	40,3	42,5	45,3	48,2	52,0	55,0
Transferts sociaux	22,9	22,7	23,5	25,7	27,8	30,3	32,2	34,4	35,7
Investissements publics	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Rémunérations des agents	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Autres dépenses primaires	9,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Charges d'intérêt	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	1,4	2,9	4,6
Déficit (+) ou surplus (-)	-5,2	2,1	1,4	-0,4	-3,0	-5,5	-8,3	-11,8	-14,7
Dettes publiques	20,1	4,3	0,0	0,0	0,0	13,0	43,7	83,5	130,4
Dont pensions	-27,4	-23,7	-17,1	-3,0	21,1	56,3	100,5	153,8	214,1

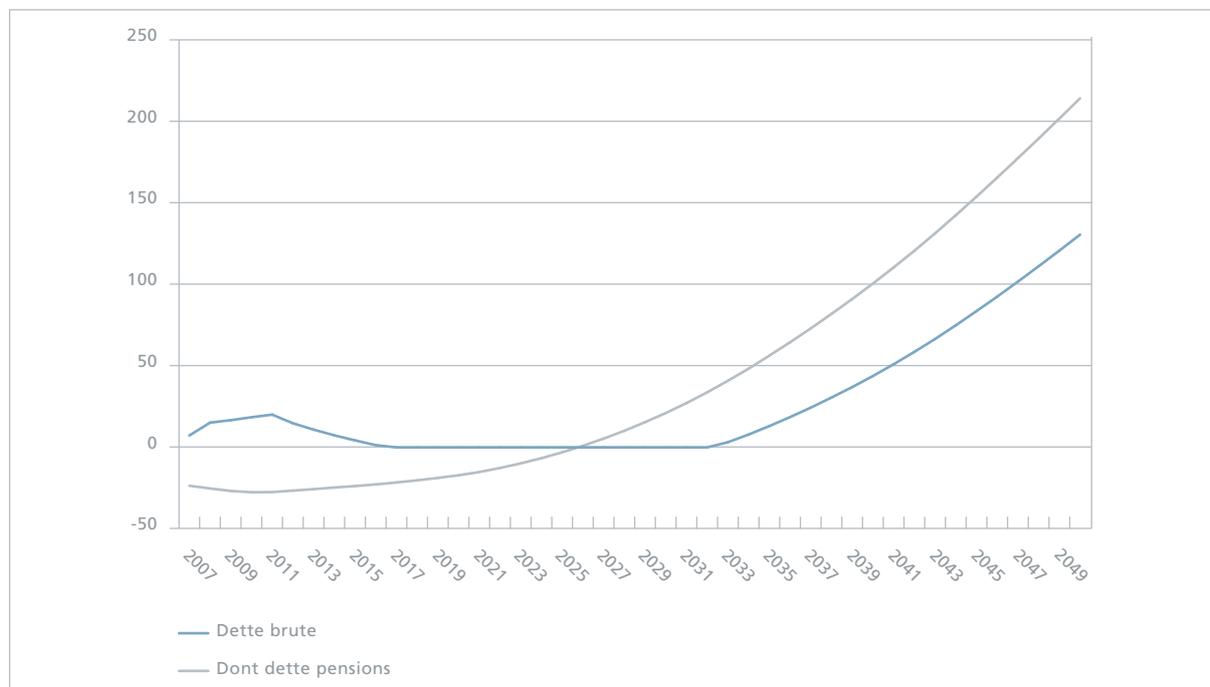
Sources : Ageing Working Group, IGSS, Stavec, calculs BCL.

Les déficits seraient certes beaucoup plus limités que dans le scénario de référence, mais atteindraient néanmoins plus de 3% du PIB à partir de 2030 et près de 15% du PIB à la fin de l'horizon de projection. La dette publique s'établirait durablement au plancher de 0% à la faveur de l'effort initial de consolidation, comme l'illustre le graphique suivant. Elle monterait cependant

en puissance peu de temps après 2030, parallèlement à l'évolution de la dette du système de pension. Ces résultats montrent qu'une stratégie de consolidation budgétaire doit s'appuyer à la fois sur des mesures de préfinancement à court terme et sur des mesures structurelles, visant à réformer la sécurité sociale en général et les pensions en particulier.

GRAPHIQUE 60 : SURPLUS DE 1,5% EN 2012 : ENDETTEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(EN % DU PIB TENDANCIEL)



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

Note : La dette brute consolidée des administrations publiques peut être inférieure à la dette du système de pension, car il est supposé que cette dernière est financée par les autres administrations publiques lorsqu'elles disposent des avoirs nécessaires.

1.2.12.5.3. Simulation de référence en l'absence d'indexation des pensions aux salaires réels

A l'instar de la précédente projection, la présente simulation vise à appréhender les conséquences à moyen terme d'une stratégie de consolidation. Cette dernière repose cependant cette fois sur une mesure plus graduelle, qui affecterait exclusivement le niveau des pensions. Il s'agit de suspendre, tout au long de l'horizon de projection, l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels. Cet ajustement a lieu les années impaires, afin d'assurer la stabilité du taux de remplacement des pensions. L'incidence sur les finances publiques d'une telle suspension est illustrée au tableau suivant.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 30 :
SUSPENSION DE L'INDEXATION DES PENSIONS :
RECETTES, DÉPENSES, SOLDES ET ENDETTEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

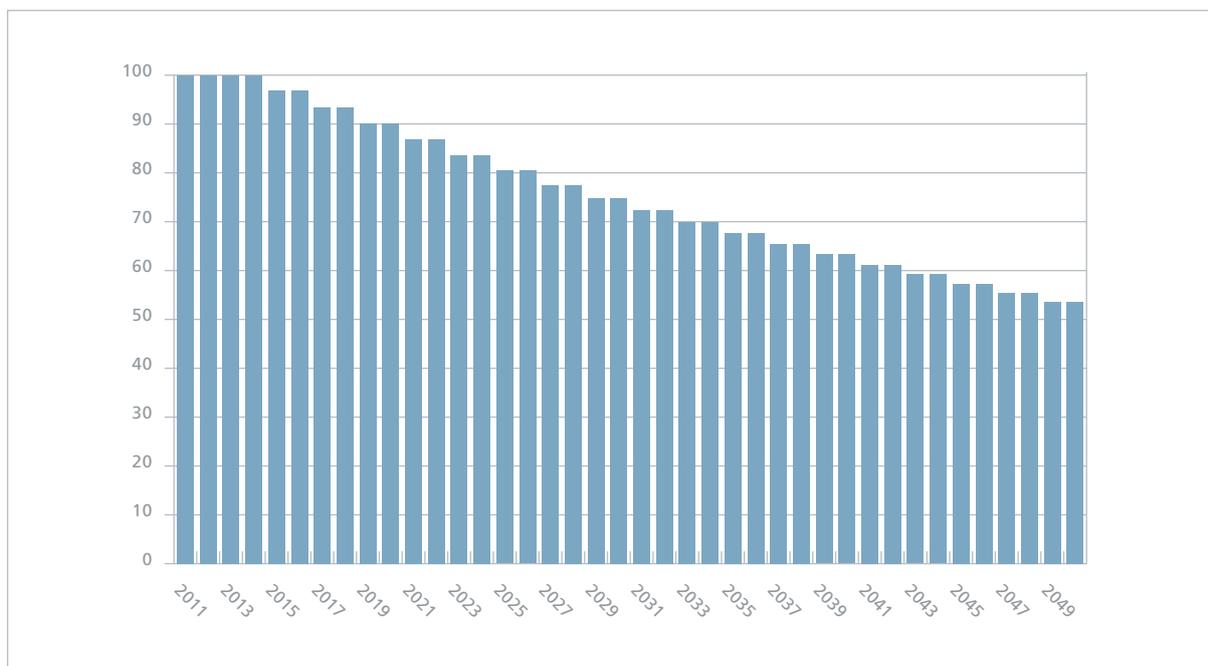
(EN % DU PIB)

	2011	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050
Recettes totales	40,1	39,7	39,6	39,5	39,4	39,1	39,2	39,2	39,1
Impôts directs	12,5	12,9	12,9	13,0	13,0	13,1	13,1	13,1	13,1
Impôts indirects	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Cotisations sociales	11,3	11,3	11,3	11,3	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Revenus d'intérêt	1,6	0,9	0,7	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Dépenses totales	45,3	45,1	46,0	47,5	49,3	50,8	52,6	54,2	55,6
Transferts sociaux	22,9	22,4	22,4	23,1	23,9	24,6	25,0	25,2	25,2
Investissements publics	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Rémunérations des agents	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Autres dépenses primaires	9,4	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Charges d'intérêt	0,5	1,1	1,8	2,7	3,6	4,5	5,8	7,2	8,6
Déficit (+) ou surplus (-)	-5,2	-5,4	-6,4	-8,0	-9,9	-11,6	-13,4	-15,0	-16,4
Dettes publiques	20,1	31,7	52,3	74,8	98,1	123,8	159,3	195,8	232,2
Dont pensions	-27,4	-24,0	-21,1	-16,3	-8,3	2,5	14,6	27,3	39,3

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

La suspension affecterait fortement l'évolution des transferts sociaux. Alors que ces derniers atteignaient 35,7% du PIB dans la simulation de référence, ils se limiteraient à 25,2% en cas de suspension de l'ajustement des pensions aux salaires réels. En d'autres termes, l'incidence du vieillissement démographique sur les finances publiques serait dans une large mesure compensé. Il en résulterait une dynamique d'endettement bien plus favorable que dans la projection de référence, qui demeurerait cependant préoccupante en dépit de la sévérité de la mesure qui fait l'objet de la simulation.

GRAPHIQUE 61 :
EVOLUTION DU TAUX DE REMPLACEMENT DES PENSIONS PAR RAPPORT AU SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE = 100



Source : calculs BCL.

Cette sévérité est illustrée par le graphique ci-joint, qui permet de percevoir l'évolution du taux de remplacement des salaires par les pensions. Ces taux reculeraient de près de la moitié au cours de l'horizon de projection. Cette diminution marquée pourrait cependant être palliée par une modulation de la suspension en fonction du niveau de la pension ou par une période de suspension plus courte. Par ailleurs, la modulation pourrait s'accompagner de mesures permettant de diminuer le coût des pensions sans affecter le taux de remplacement, par exemple une augmentation de l'âge effectif de départ à la retraite. Enfin, la réduction des transferts pourrait s'opérer dans d'autres domaines que les seules pensions, ce qui limiterait d'autant l'ajustement requis du taux de remplacement.

1.2.12.5.3.4. Absence d'indexation des pensions aux salaires réels et surplus des administrations publiques de 1,5% du PIB en 2012

Les deux simulations précédentes ont montré qu'en dépit d'un apport appréciable en termes de soutenabilité budgétaire, ni la stratégie de préfinancement, ni la suspension de l'ajustement des pensions aux salaires réels ne permettent de restaurer la soutenabilité des finances publiques luxembourgeoises. Par contre, une combinaison de ces deux mesures – ou de mesures équivalente – donne lieu à un redressement budgétaire durable. En témoigne un surplus des administrations publiques sur la quasi-totalité de l'horizon de projection et une dette publique nulle. En outre, les réserves de pension subsisteraient jusqu'en 2030.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 31 :
SUSPENSION DE L'INDEXATION DES PENSIONS ET SURPLUS DE 1,5% DU PIB EN 2012

(EN % DU PIB)

	2011	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050
Recettes totales	40,1	39,7	39,7	40,0	40,1	40,2	40,1	40,0	39,8
Impôts directs	12,5	12,9	12,9	13,0	13,0	13,1	13,1	13,1	13,1
Impôts indirects	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Cotisations sociales	11,3	11,3	11,3	11,3	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Revenus d'intérêt	1,6	0,9	0,8	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
Autres	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Dépenses totales	45,3	37,3	37,1	37,7	38,6	39,2	39,7	39,9	39,9
Transferts sociaux	22,9	22,4	22,4	23,1	23,9	24,6	25,0	25,2	25,2
Investissements publics	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Rémunérations des agents	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Autres dépenses primaires	9,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Charges d'intérêt	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Déficit (+) ou surplus (-)	-5,2	2,4	2,6	2,2	1,5	0,9	0,4	0,1	-0,1
Dettes publiques	20,1	4,3	0,0						
Dont pensions	-27,4	-24,0	-21,1	-16,3	-8,3	2,5	14,6	27,3	39,3

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

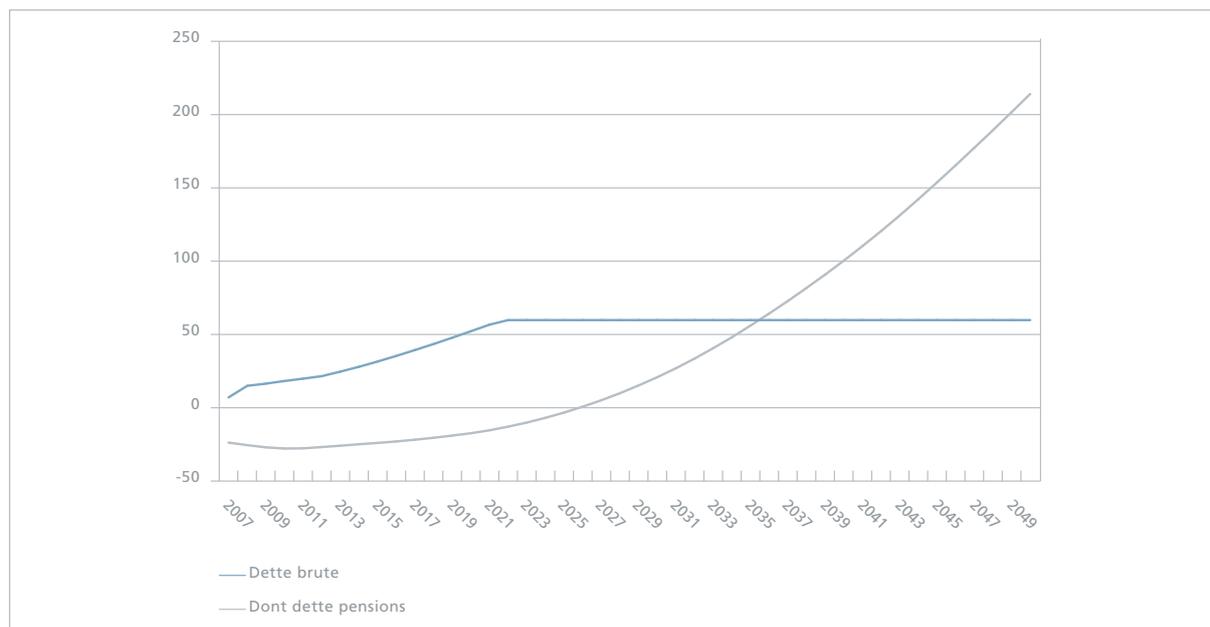
Ces résultats illustrent la nécessité d'une politique d'assainissement reposant à la fois sur le retour rapide à un surplus des administrations publiques – de l'ordre de 1,5% du PIB voire même davantage – et sur des réformes structurelles en matière de sécurité sociale, dont l'incidence budgétaire est nécessairement plus graduelle.

1.2.12.5.3.5. Stratégie passive : consolidation lorsque le critère d'endettement de Maastricht est menacé

Le dernier scénario vise à évaluer une stratégie d'assainissement « passive » qui, à l'inverse de la stratégie illustrée au point précédent, consisterait à n'ajuster les dépenses à la baisse que lorsque la dette publique consolidée aura franchi le seuil de 60%. En outre, la diminution des dépenses viserait à stabiliser le ratio à 60% du PIB et nullement à ramener le ratio en deçà de cette valeur de référence. Il est par ailleurs supposé que le système de pension n'est pas concerné par l'effort de réduction des dépenses.

GRAPHIQUE 62 : SIMULATION « 60% » : ENDETTEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(EN % DU PIB)



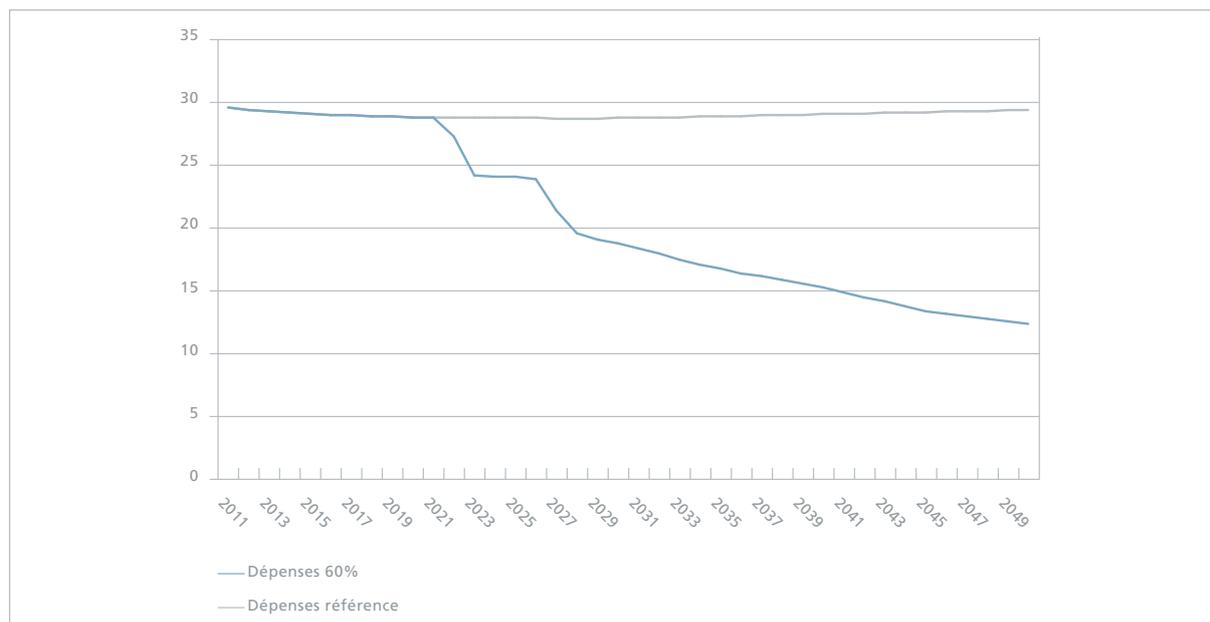
Sources : Ageing Working Group, IGSS, Statec, calculs BCL.

Comme l'illustre le graphique ci-dessus, cette stratégie permet forcément de demeurer rivé au seuil de 60% d'endettement, en dépit de la forte augmentation de l'endettement du système de pension. Cependant, ce résultat est obtenu au détriment des dépenses courantes, dont l'évolution apparaît au graphique suivant.

Alors qu'elles demeurent relativement stables dans la simulation de référence, les dépenses courantes hors dépenses de pension et charges d'intérêt diminuent de façon marquée, ce qui illustre les dangers inhérents à une stratégie d'assainissement budgétaire trop tardive.

GRAPHIQUE 63 : EFFET D'ÉVICTION DES DÉPENSES COURANTES HORS PENSIONS ET CHARGES D'INTÉRÊT SOUS LA « STRATÉGIE 60% »

(DÉPENSES EN % DU PIB TENDANCIEL)



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

Démographie, pensions et réformes structurelles

Le financement des pensions représente actuellement le plus gros poste budgétaire dans la plupart des pays européens et, avec le vieillissement attendu de la population, ce poste est encore appelé à croître fortement dans le futur. La situation est particulièrement inquiétante au Luxembourg où le vieillissement des résidents se combinera au vieillissement des frontaliers. Ainsi, une étude européenne (Commission européenne, 2009) avec participation de l'IGSS indique que les dépenses de pensions au Luxembourg passeront de 9% du PIB en 2007 à 24% en 2060, soit de loin la plus forte hausse dans l'Union.¹ Un travail réalisé voici quelques années à la BCL (Bouchet, 2003) suggère une augmentation à 15% du PIB en 2060 pour le seul régime général de pension (pensions du secteur privé) et conditionnellement à un environnement macro-économique plus porteur.

Malgré le manque de consensus sur un chiffre précis compte tenu, notamment, des hypothèses de base différentes, ces études se rejoignent sur la dérive attendue des finances publiques au cas où aucune mesure correctrice ne serait prise. Dans cet encadré, une nouvelle quantification de l'effet du vieillissement sur la viabilité du système de pension est présentée et quelques pistes possibles pour des réformes sont proposées. La principale différence par rapport aux études mentionnées plus haut est que le modèle LOLA, un modèle dynamique d'équilibre général développé à la BCL (voir Pierrard et Sneessens, 2009a, pour une

présentation détaillée de ce modèle) est utilisé dans ce travail. La modélisation en équilibre général dynamique est en effet actuellement privilégiée pour l'analyse de problèmes de politique macroéconomique. Ces modèles sont construits à partir de représentations cohérentes et rigoureuses des mécanismes de marché et du comportement des agents économiques, fondées sur la théorie microéconomique. Ils sont 'calibrés' de façon à reproduire des caractéristiques bien établies de l'économie considérée et les effets de politiques économiques ou autres modifications de l'environnement économique sont simulés en élaborant des variantes du scénario de base.²

Vieillessement de la population

Dans un premier temps, le modèle est utilisé afin de regarder uniquement les effets du vieillissement attendu de la population, c'est-à-dire que les autres paramètres sont gardés : productivité, taux de migration et taux d'arrivée des frontaliers. Le vieillissement de la population implique que le ratio de dépendance (nombre de cotisants par pension) passe de 2,6 en 2005 à 1,6 vers 2060.³ Le modèle suggère que le coût des pensions représentera 25% du PIB en 2060, soit un chiffre très proche de celui de la Commission. Pour avoir une idée plus précise du vieillissement de la population sur les finances publiques, l'évolution du besoin net de financement de l'ensemble des administrations publiques est en point de mire (par exemple, la détérioration des comptes de la sécurité sociale ne serait pas un problème si l'Etat central dégageait par ailleurs un large surplus). La figure 1 ('vieillessement seul') montre que

30 Nos hypothèses sont très proches de celles utilisées par l'IGSS (voir IGSS, 2006), qui prévoit une baisse du ratio de dépendance de 2.4 à 1.4-1.8 (selon les hypothèses) de 2005 à 2050.

31 Il va sans dire que ce scénario génère une évolution exponentielle de la dette publique, due à la combinaison d'un déficit budgétaire primaire structurel, dû au coût

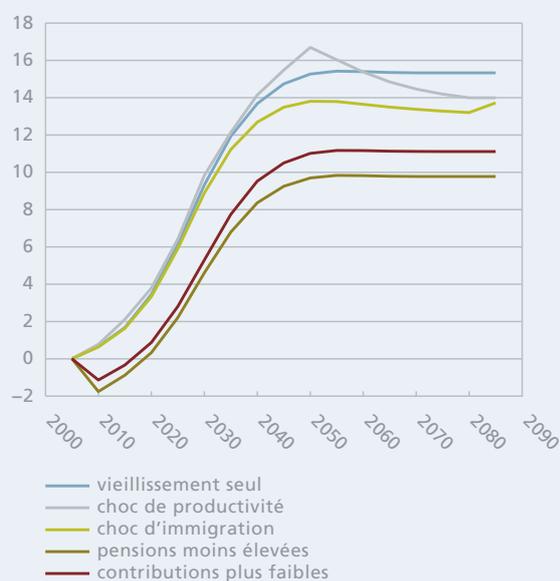
1 des réformes, net de la part de l'impôt sur les cotisations (c'est-à-dire également des dépenses des administrations publiques).

2 Notre année de référence (temps 0) est 2005 car certaines données (principalement démographiques) nécessaires pour calibrer le modèle ne sont pas encore disponibles à des dates ultérieures.

3 Nos hypothèses sont très proches de celles utilisées par l'IGSS (voir IGSS, 2006), qui prévoit une baisse du ratio de dépendance de 2.4 à 1.4-1.8 (selon les hypothèses) de 2005 à 2050.

le déficit budgétaire généré par le vieillissement de la population augmente progressivement pour atteindre 15% du PIB aux alentours de 2055.⁴

Figure 1 : Déficit budgétaire additionnel généré par le vieillissement de la population au Luxembourg (évolution projetée selon divers scénarios, en pourcentages du PIB)



On peut objecter que la productivité de l'économie est laissée inchangée sur l'horizon de projection. Afin de neutraliser ce biais, la même simulation est reproduite mais cette fois en augmentant graduellement la productivité de 15% entre 2005 et 2035 (elle reste ensuite à ce niveau). La hausse de la productivité stimule l'emploi, la consommation et la croissance, et se répercute aussi sur les salaires. Ces différentes hausses augmentent certes les rentrées fiscales mais aussi les dépenses, car les pensions sont indexées sur le salaire moyen au Luxembourg. Comme le montre la figure 1 ('choc de productivité'), l'effet 'rentrée' est in fine complètement compensé par l'effet 'sortie' et l'évolution du déficit

4 Il va sans dire que ce scénario génère une évolution exponentielle de la dette publique, due à la combinaison d'un déficit budgétaire primaire structurel, dû au coût des pensions, et de charges d'intérêt croissantes (voir également le chapitre 1.2.12.5. Les finances publiques luxembourgeoises : état des lieux et perspectives).

budgétaire est pratiquement inchangée. En d'autres termes, la croissance per se ne peut résoudre, même partiellement, le problème des pensions, à moins de limiter drastiquement les hausses salariales réelles.

Migration et travail frontalier

Une solution à la chute du ratio de dépendance pourrait être d'augmenter le nombre de contributeurs potentiels à travers une politique d'immigration. Etant donné que ces immigrants ont également des enfants, ils ne génèreraient que peu de coûts additionnels puisque ces enfants contribueraient plus tard au financement des pensions de leurs parents. D'un autre côté, l'immigration n'a pas de sens si aucun emploi supplémentaire n'en résulte et conduit uniquement à une éviction des résidents par les immigrants. Les résultats de la littérature académique sur le sujet sont très ambigus et montrent que les effets de l'immigration (sur le financement du système de pension et sur le bien-être des résidents) dépendent par exemple de la qualification des immigrants, de leur taux de natalité ou encore du taux d'assimilation de leur descendance (voir par exemple Lacomba et Lagos, 2008, pour une discussion). A nouveau, ces résultats sont analysés en utilisant le modèle LOLA. Pour cela, le scénario de base ('vieillissement seul') est comparé à un scénario alternatif dans lequel une hausse progressive du nombre d'immigrants de 30% entre 2005 et 2075 est ajoutée. Il est important de mentionner que nos immigrants sont complètement identiques aux résidents (même productivité et même taux de natalité). Un effet positif se dessine car le nombre de cotisants augmente, mais cet effet est très léger, surtout à court terme, car il faut un certain temps au marché du travail pour assimiler les nouveaux immigrants. La figure 1 ('vieillissement seul' vs. 'choc d'immigration') montre que l'évolution du déficit budgétaire est légèrement moins dramatique à long terme mais l'amélioration n'est pas drastique : le déficit budgétaire passe d'un peu plus de 15% ('vieillissement seul') à un peu moins de 14% en 2085 ('choc d'immigration').

A la place d'une hausse du nombre d'immigrants, un autre scénario suppose une hausse du nombre de frontaliers sous les mêmes hypothèses (+30% sur 70 ans, mêmes salaires, même productivité). Les résultats sont qualitativement très proches de ceux de l'immigration. La principale différence étant que les immigrants

consomment (et donc sont taxés sur leur consommation) au Luxembourg tandis que les frontaliers consomment principalement dans leur pays d'origine, ce qui explique la réduction plus prononcée du déficit (par rapport à la simulation de référence) avec un choc migratoire qu'avec un choc de navetteurs transfrontaliers.⁵

L'hypothèse de stricte équivalence entre immigrants/frontaliers et résidents est cruciale pour les résultats. En supposant cette fois pour les immigrants/frontaliers des prétentions salariales plus faibles (à productivité égale) ou une productivité plus élevée (à salaires égaux) que les résidents, des effets positifs plus forts seraient obtenus (voir également Pierrard, 2008, pour une discussion similaire), car l'emploi serait davantage stimulé par cette offre de travail plus productive ou moins chère. Supposer un déséquilibre structurel (qui perdure) entre salaire/productivité des résidents/immigrants/frontaliers paraît cependant irréaliste.

Réformes structurelles et finances publiques

Pendant des décennies, la préretraite était une solution habituelle (et de facilité) en cas de problème économique. Mais si la retraite anticipée est évidemment séduisante au niveau individuel, elle est coûteuse pour la société et ce coût ne fera que s'aggraver avec le vieillissement de la population. Un des principaux objectifs de l'UE dans le domaine social en vertu des traités de Lisbonne et d'Amsterdam est d'ailleurs d'augmenter le taux d'activité des 55-65 ans, c'est-à-dire d'augmenter l'âge effectif de départ à la retraite. L'OCDE (voir par exemple Duval, 2003) a identifié deux mécanismes incitatifs qui poussent les travailleurs à prendre une retraite

anticipée. Premièrement, plus le taux de remplacement (pension en pourcentage des revenus antérieurs) est élevé, plus les travailleurs sont incités à prendre leur retraite. Deuxièmement, les travailleurs sont incités à anticiper leur retraite si travailler une année de plus implique de payer des cotisations supplémentaires sans pour cela augmenter, ou très peu, les prestations de pension auxquelles ils auront droit. Comme le montre la figure 2, le taux d'activité des travailleurs âgés est plus faible au Luxembourg que dans la plupart des pays européens. On peut donc imaginer que ces deux politiques (réduction du taux de remplacement et/ou réduction des cotisations sociales pour les travailleurs âgés) seraient fortement bénéfiques pour les finances publiques luxembourgeoises. C'est ce qui est maintenant étudié en utilisant le modèle LOLA.

Figure 2: Taux d'activité par tranche d'âge (en pourcent)



⁵ Le choc de 30% est réparti de façon linéaire tout au long de la période, il s'agit d'une importante différence par rapport à Bouchet (2003). Dans cette dernière étude, le nombre de frontaliers est la variable résiduelle, qui permet d'obtenir une croissance de l'emploi compatible (compte tenu de la productivité) avec un taux de croissance du PIB constant et exogène. En cas de taux de croissance élevés (4 ou 5% l'an), l'accroissement du nombre de frontaliers est exponentiel, de sorte que l'impact de long terme des frontaliers paraît plus favorable que dans LOLA. Un tel accroissement exponentiel paraît bien évidemment peu réaliste dans la pratique: il alimente une sorte de 'pyramide' des pensions qui n'est pas soutenable à terme (il faut une entrée nette de frontaliers toujours plus élevée pour garantir l'équilibre du système). La contradiction entre ces résultats et Bouchet (2006) n'est donc qu'apparente.

Premièrement, l'hypothèse d'une baisse immédiate de 10 points de pourcent du taux de remplacement réel (qui passe de 100% à 90%) est faite. La baisse des pensions réduit bien sûr les dépenses du système, mais cela dope également le taux d'activité des travailleurs âgés qui augmente de 15 points de pourcent (il passe donc légèrement au-dessus de la moyenne européenne). Cela stimule l'emploi, le PIB, mais aussi les rentrées fiscales. La figure 1 montre que le déficit, qui s'élevait à 15% du PIB en 2085 dans le scénario initial ('vieillesse seul'),

tombe avec cette politique ('pensions moins élevées') à moins de 10% du PIB.⁶ Deux remarques s'imposent. Tout d'abord, une implémentation immédiate de la politique est importante pour l'effet très positif généré à court terme (la variation du déficit ne devient positive qu'à partir de 2025). En supposant à la place une baisse progressive (sur 50 ans) du ratio de remplacement, cet effet de court terme ne serait par exemple pas présent. Cet effet de court terme est très important pour l'évolution de la dette publique qui est une variable de stock, c'est-à-dire qui cumule tous les déficits du passé.⁷ Ensuite, la taille de la hausse du taux d'activité et donc l'ampleur de l'effet de la politique sur les finances publiques, dépend de l'élasticité du taux d'activité aux conditions économiques, c'est-à-dire d'un paramètre calibré (fixé) du modèle. Afin de tester la robustesse de ces résultats, la même simulation est reproduite mais avec différentes valeurs acceptables pour ce paramètre : une hausse du taux d'activité compris entre 14 points et 18 points et un déficit budgétaire en 2085 compris entre 9.2% et 10% du PIB sont ainsi obtenus.

Deuxièmement, à la place d'une baisse du taux de remplacement, l'hypothèse d'une baisse immédiate de 10 points de pourcent du taux de cotisation des travailleurs (qui passe de 12% au total, dont 8% pour les pensions, à 2%) de la classe d'âge 55-65 ans est faite. Cette mesure coûte initialement peu à l'Etat car très peu de personnes de cette tranche d'âge travaillent. Par contre, cette politique incite les travailleurs à ne pas accepter d'entrer en (pré)pension. Le taux d'activité augmente de ce fait de quelque 15 points, ce qui accroît fortement la base fiscale et partant le montant des cotisations.

Cette politique s'autofinance à la faveur de ces recettes additionnelles et la hausse du déficit budgétaire se limite à 11% du PIB en 2085, comme illustré dans la figure 1 ('contributions plus faibles').⁸ Il faut noter que réduire encore plus les taux de cotisations (ce qui aboutirait dans le cas à un impôt négatif vu que le taux de cotisation est déjà proche de 0) ne serait plus nécessairement bénéfique pour les finances publiques. En effet, le rendement marginal de la politique en termes de taux d'activité est décroissant tandis que le coût marginal est croissant (la base d'imposition est de plus en plus importante).

Réformes structurelles et économie politique

Bien que ces deux politiques produisent des effets similaires (plus d'activité et effet très positif sur le financement du système de pensions), les mécanismes qui jouent sont complètement différents et on peut supposer que la seconde politique (taxation moindre) sera plus facilement acceptée par la population que la première (pensions moindres). Il est donc utile de regarder comment chacune de ces politiques affecte le bien-être de chaque génération (voir Pierrard et Sneessens, 2009b, pour une définition du bien-être).⁹ La figure 3 ('pensions moins élevées') montre qu'une baisse des pensions diminue le bien-être de toutes les générations et serait donc rejetée par l'électeur médian.¹⁰ Notons que la perte de bien-être pour les plus jeunes est légère car ceux-ci ont le temps de s'adapter à cette nouvelle situation (à travers l'épargne et/ou l'activité). Par contre, la perte est particulièrement sensible pour les 65-70 ans.

6 Nos simulations montrent également que, contrairement à une idée souvent répandue, le maintien en emploi des travailleurs âgés ne se fait pas au détriment de l'emploi des jeunes. En effet, l'augmentation de l'offre de travail limite les hausses salariales et donc stimule la demande de travail. Cette plus forte demande permet de compenser l'effet initial d'éviction.

7 On peut évidemment imaginer un scénario intermédiaire avec une suspension temporaire de l'indexation des pensions aux salaires réels (on ne garderait que l'indexation aux prix) jusqu'au moment où le taux de remplacement réel est réduit de 10 points, ce qui étalerait probablement l'implémentation de la réforme sur une dizaine d'années.

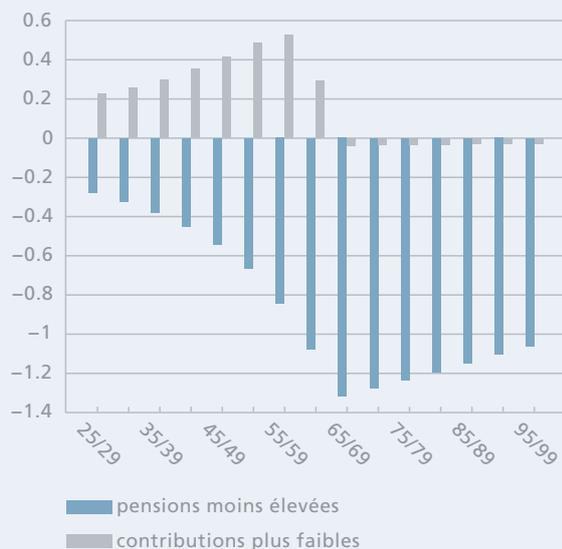
8 Voir de la Croix et Lepers (2005) pour des résultats similaires (autofinancement) dans le cadre de la Belgique.

9 L'évolution du niveau du déficit budgétaire et donc de la dette est supposée ne pas influencer le bien-être d'un individu. A cet égard, les individus sont donc strictement non-ricardiens.

10 L'électeur médian est celui dont les préférences sont au milieu d'un groupe de telle sorte que l'effectif est partagé en deux groupes égaux : l'un ayant des préférences moins fortes et l'autre des préférences plus fortes. La thèse de l'électeur médian suppose que les politiciens suivent cet électeur en démocratie représentative (voir par exemple Persson et Tabellini, 2000).

Ceux-ci ne peuvent en effet plus s'adapter et ont une espérance de vie encore relativement longue. Rendre la réforme plus progressive permettrait de limiter la perte de bien-être pour toutes les tranches d'âges, mais cela limiterait par contre les effets positifs sur les finances publiques (cf. ci-dessus). Supposer que le niveau du déficit budgétaire et/ou de la dette publique entre dans le calcul du bien-être limiterait également l'impact négatif de la politique sur le bien-être.

Figure 3 : Changement du bien-être de chaque génération, selon divers scénarios (en pourcent par rapport au scénario de base)



A l'inverse, comme le montre la figure 3 ('contributions plus faibles'), une baisse des cotisations sociales pour les travailleurs âgés augmente leur bien-être, mais aussi le bien-être des travailleurs plus jeunes qui pourront en bénéficier plus tard. On remarque une très légère perte pour les pensionnés à cause de la diminution du salaire brut moyen et donc des pensions (indexées). Cette politique serait donc acceptée par la population (l'électeur médian se situe dans la tranche 35-40 ans).

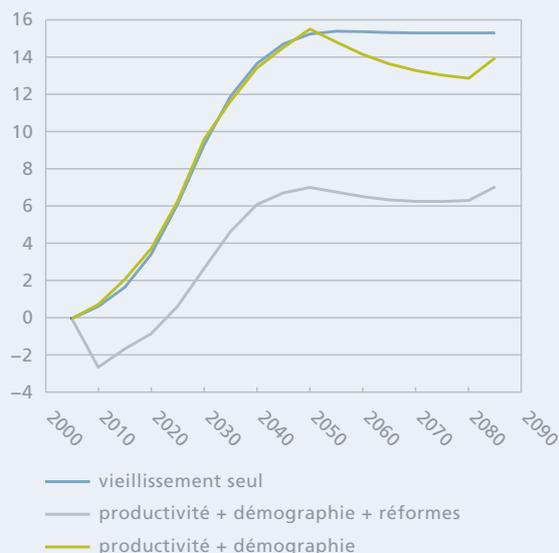
Conclusions

Trois conclusions principales de cette analyse sont à tirer : (i) sans mesures correctrices, le vieillissement de la population (résidente et frontalière) détériorera drastiquement la viabilité du système de pension et des

finances publiques, (ii) une forte croissance et/ou un afflux de main d'oeuvre étrangère n'apportera pas une vraie solution, mais (iii) la situation pourrait être sérieusement améliorée si des réformes ciblées et efficaces (augmentation du taux d'activité des travailleurs âgés) sont implémentées dès aujourd'hui.

A titre illustratif, une dernière simulation du modèle est faite en supposant des hausses progressives de 15% sur 30 ans de la productivité, du nombre d'immigrants et du nombre de frontaliers, soit le type de chocs que l'on peut raisonnablement imaginer dans les prochaines années. La figure 4 ('productivité + démographie') montre que la réduction du déficit budgétaire par rapport à la situation de référence ('vieillessement seul') est quasi nulle à court terme et est relativement marginale à long terme. Par contre, si l'on ajoute conjointement à cela une baisse immédiate (-10 points) des cotisations pour les travailleurs âgés et une baisse immédiate (-10 points) du ratio de remplacement pour les pensions, l'effet est plus que substantiel tant à court terme qu'à long terme ('productivité + démographie + réformes') et la hausse du déficit budgétaire se stabilise à environ 6% du PIB à partir de 2040. De plus, la baisse ciblée des cotisations compense l'effet négatif de la baisse des pensions sur le bien-être de la population et ces réformes sont donc acceptées par la population (ou du moins par l'électeur médian). Il est également important de noter que malgré des approches complètement différentes (modèle d'équilibre général vs. modèle comptable), ces recommandations sont assez proches de celles déjà proposées par la BCL (voir Bouchet, 2006).

Figure 4 : Déficit budgétaire additionnel généré par le vieillissement de la population au Luxembourg (évolution projetée selon divers scénarios, en pourcentages du PIB)



Il convient évidemment d'interpréter les résultats de ces simulations avec prudence. Ils sont basés sur un modèle d'équilibre général qui ne peut bien sûr rendre toute la complexité du système des pensions ; de même que les recommandations politiques sont linéaires et ne prennent pas en compte le côté opérationnel et détaillé d'une implémentation réelle qui de toute façon ne ressortit pas des responsabilités d'une banque centrale. Néanmoins, cet exercice de simulations est très utile car il se base sur un outil analytique riche, cohérent et rigoureux qui permet de mieux comprendre les mécanismes en oeuvre et de dégager des idées pour l'avenir.

Références

Bouchet M., 2003, 'The sustainability of the private sector pension system from a long-term perspective : The case of Luxembourg', Cahier d'Etudes BCL, No. 6.

de la Croix D et J Lepers, 2005, 'Financement des pensions et taux d'activité des travailleurs âgés : une proposition alternative', Regards Economiques, No. 32, Ires.

Duval R, 2003, 'The Retirement Effects of Old-Age Pension and Early Retirement Schemes in OECD Coun-

tries', OECD Economics Department Working Papers, No. 370.

European Commission, 2009, 'The 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)', forthcoming in European Economy, No. 2/2009.

IGSS, 2006, 'Bilan technique de la période de couverture 1999-2005', Inspection Générale de la Sécurité Sociale, Luxembourg.

IGSS, 2009, 'Rapport provisoire de l'Inspection Générale de la Sécurité Sociale', à paraître.

Lacomba J. et F Lagos, 2008, 'Immigration and Pension Benefits in the Host-country', mimeo.

Persson T et G Tabellini, 2000, Political Economy, MIT Press.

Pierrard O., 2008, 'Commuters, Residents and Job Competition', Regional Science and Urban Economics, Vol. 38, No. 6, pp 565-577.

Pierrard O. et H. Sneessens, 2009a, 'LOLA 1.0 : Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis', Cahier d'Etudes BCL, No. 36.

Pierrard O. et H. Sneessens, 2009b, 'Demographics, Participation Rate and Pensions', mimeo, BCL.

2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.3 Dix ans d'union monétaire dans une perspective luxembourgeoise

Introduction et résumé

L'euro a déjà un peu plus de 10 ans. La troisième phase de l'Union Economique et Monétaire a en effet débuté le 1er janvier 1999. Cette phase a vu la fixation irrévocable des taux de conversion des monnaies participantes et l'avènement de l'euro sous sa forme scripturale. L'euro fiduciaire n'a quant à lui été instauré que trois ans plus tard, le 1er janvier 2002. C'est en outre à partir du 1er janvier 1999 que la Banque Centrale Européenne (BCE) a été pleinement investie de ses pouvoirs en matière de politique monétaire.

L'euro est antérieur au 1er janvier 1999 d'un point de vue strictement institutionnel. La BCE a en effet été portée sur les fonts baptismaux en juin 1998 tandis que la Banque centrale du Luxembourg (BCL) a été instituée par les lois du 22 avril 1998 et du 23 décembre 1998. Le précurseur de la BCE, à savoir l'Institut Monétaire Européen (IME), a quant à lui été mis en place dès le 1er janvier 1994.

L'euro est par ailleurs le résultat d'une longue gestation, qui s'est déployée sur un horizon bien plus long que dix années. Une étape essentielle dans ce processus fut la publication en 1970 du rapport Werner. Ce rapport comprenait un plan de transition en plusieurs étapes vers une union économique et monétaire, à l'horizon 1980. Ce plan a été élaboré par un comité d'experts présidé par le Premier Ministre luxembourgeois de l'époque, Pierre Werner. Les difficultés économiques des années soixante-dix ont retardé cette ambitieuse entreprise, qui a bénéficié d'une impulsion décisive en avril 1989, à la faveur de la publication du rapport Delors. Les rapports Werner et Delors ont trouvé leur couronnement le 2 mai 1998, lorsque les Chefs d'Etats et de Gouvernements ont annoncé que onze pays avaient satisfait les critères de convergence et allaient de ce fait constituer la zone euro dès janvier 1999. Il s'agit des trois pays du Benelux, de la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, l'Autriche, le Portugal et de la Finlande. Ces pays ont par la suite été rejoints par la Grèce, la Slovaquie, Malte, Chypre et la Slovaquie, de sorte que la zone euro regroupe actuellement 16 pays.

Le présent chapitre fait un bilan des dix premières années de l'Union monétaire, et ce dans une perspective luxembourgeoise. Le chapitre ne constitue nullement un kaléidoscope ou un inventaire complet de l'économie luxembourgeoise, puisque seules les évolutions économiques permettant d'appréhender l'apport de l'euro sont abordées. En outre, le sujet est dans la mesure du possible circonscrit au Luxembourg. La zone euro ou les expériences étrangères ne sont mentionnées uniquement lorsqu'elles contribuent à éclairer ce sujet central que constitue l'impact de l'euro sur l'économie luxembourgeoise.

Même circonscrite de la sorte, une telle tentative n'est pas chose aisée, car les indicateurs économiques répondent à une multitude d'autres déterminants que la seule monnaie unique. D'où de fréquents appels à la prudence dans l'interprétation des séries statistiques. Il est difficile d'extraire de ces dernières ce « distillat » que constitue l'incidence spécifique de l'euro.

Le chapitre passe en revue divers aspects de l'économie luxembourgeoise, en tentant d'inférer l'apport de l'euro dans ce domaine. La principale conclusion du chapitre est que l'euro a au cours des dix années écoulées été le catalyseur de diverses évolutions positives au Luxembourg.

Un premier avantage de l'euro (partie 1.3.1) est l'implication plus grande des autorités monétaires luxembourgeoises dans la définition et l'orientation de la politique monétaire. Le Traité de Maastricht et l'avènement de l'euro ont rendu nécessaire la création d'une banque centrale spécifique au Luxembourg. La mise en place de la BCL a pour l'économie luxembourgeoise constitué un atout majeur. La BCL est chargée de missions essentielles relatives à la politique monétaire, à l'émission des billets, à la stabilité financière, aux systèmes de paiement ou encore à l'analyse économique. Sur tous ces plans, sa proximité avec les acteurs nationaux et européens a eu des retombées positives pour notre économie. La BCL contribue par ailleurs de manière constructive à la politique monétaire commune, confor-

mément à l'objectif de stabilité des prix au sein de la zone euro appréhendée dans sa globalité.

Cette politique monétaire pleinement transparente, assise sur des règles claires et permettant de ce fait de mieux ancrer les anticipations inflationnistes constitue d'ailleurs un premier avantage notable de l'euro (partie 1.3.2). Cette politique a permis de stabiliser et de contenir l'inflation au sein de la zone euro. Cependant, le Luxembourg s'est caractérisé par une inflation tendanciellement plus élevée que dans le reste de la zone au cours des dix dernières années. Il est en outre intéressant de constater que l'inflation plus basse au sein de la zone euro n'a pas eu pour contrepartie des taux d'intérêt plus élevés, bien au contraire : ces derniers ont été particulièrement bas au cours des « années euro » (partie 1.3.3).

L'euro s'est également traduit par une meilleure intégration des marchés des biens et services (partie 1.3.4) et des marchés financiers (partie 1.3.5). Il en a résulté de notables avantages pour une petite économie ouverte telle que le Luxembourg. En témoigne notamment une activité économique soutenue au cours des 10 dernières années et la croissance corrélative de l'emploi, qui a progressé de quelque 110 000 personnes (partie 1.3.6). Cette évolution ne s'explique pas uniquement par l'instauration de l'euro, mais ce dernier a joué un rôle déterminant, tant sur le versant de la demande que sur celui de l'offre de travail.

Les finances publiques, qui font l'objet de la partie 1.3.7 du présent chapitre, délivrent un message plus ambigu. D'une part, le cadre de surveillance multilatéral mis en place au niveau européen, notamment cette pièce angulaire que constitue le Pacte de Stabilité et de Croissance adopté en 1997, permet d'encadrer la politique budgétaire des Etats membres de manière bien plus efficace qu'auparavant, comme l'indique l'évolution des soldes budgétaires au sein de la zone euro (du moins avant la survenance de la présente crise). Cependant, il s'agit plutôt d'un avantage potentiel en ce qui concerne le Luxembourg, dont les administrations publiques ont affiché un surplus tout au long de la période 1998-2008, seule l'année 2004 constituant une exception à cet égard. Les normes européennes devraient cependant devenir beaucoup plus contraignantes à l'avenir pour le Luxembourg, dont la situa-

tion budgétaire tend à se détériorer, comme l'attestent par exemple les projections contenues dans le rapport annuel. Le vieillissement de la population mine également la soutenabilité à terme des finances publiques. Dans un tel contexte, les normes européennes pourraient s'avérer insuffisamment exigeantes. Il importe d'ores et déjà que le Luxembourg s'interroge sur des normes budgétaires spécifiques, accompagnant de manière harmonieuse le cadre de surveillance européen, tout en garantissant un préfinancement suffisant des charges futures.

La présente crise s'est traduite par un coup d'arrêt à l'amélioration des principaux indicateurs économiques. Comme l'indique la partie 1.3.8 du chapitre, cette crise n'est cependant nullement de nature à altérer le bilan « coûts-bénéfices » positif de l'euro. Il s'agit en effet d'une récession mondiale exceptionnelle quant à son ampleur et ses causes, sans équivalent depuis la fin de la seconde guerre mondiale et qui de surcroît ne présente aucun « lien de parenté » avec l'euro. Divers pays extérieurs à la zone euro ont d'ailleurs subi la crise de plein fouet, à un tel point d'ailleurs que certains d'entre eux envisagent de rejoindre à terme la zone euro. Loin d'être lié à la crise, l'euro a même contribué à amortir cette dernière pour les 16 Etats qui constituent la zone euro.

Si l'euro s'est avéré bénéfique pour l'économie luxembourgeoise, il ne constitue bien entendu pas un remède miracle, permettant à lui seul de guérir tous les problèmes de l'économie luxembourgeoise. Les principaux problèmes structurels devant être traités sont les suivants : (i) des finances publiques dont la soutenabilité à terme paraît compromise, comme indiqué ci-dessus ; (ii) une compétitivité tendant à se dégrader du fait, notamment, d'une inflation souvent plus forte qu'à l'étranger ; (iii) la nécessaire diversification économique, qui semble plus urgente que jamais dans le présent contexte et (iv) des taux de participation au marché du travail toujours insuffisants.

Seules des mesures de nature structurelle, qui exigeront souvent un grand volontarisme de la part des autorités, permettront de résoudre ces différents problèmes. C'est alors que le Luxembourg sera pleinement en mesure de profiter des nombreux avantages de l'euro.

1.3.1. L'UEM : une politique monétaire prenant mieux en compte les spécificités économiques du Luxembourg, avec une banque centrale propre

Le Luxembourg présente une particularité au sein de la zone euro, en ce sens qu'il appartenait déjà à une union économique et à une association monétaire, à savoir l'UEBL, avant janvier 1999. Cette situation spécifique a trois conséquences, qui contribuent toutes trois à renforcer l'attrait pour le Luxembourg de l'euro.

En premier lieu, l'UEM s'est paradoxalement traduite par une plus grande implication des autorités monétaires luxembourgeoises dans le processus d'élaboration de la politique monétaire. Les autorités en question doivent certes, en vertu de la mission qui leur a été conférée, veiller à la stabilité des prix au sein de la zone euro considérée dans sa globalité et non à la situation du seul Luxembourg. Ces autorités n'en permettent pas moins de répercuter, au niveau de la BCE, le point de vue original d'une petite économie très ouverte, qui est porteur d'enseignements pour la zone euro dans son ensemble. L'appartenance de la BCL à l'Eurosystème - soit l'ensemble constitué par la BCE et par les 16 banques centrales nationales des pays de la zone euro - lui permet également de participer à des décisions ne relevant pas de la seule politique monétaire et de disposer des informations afférentes.

L'influence des autorités luxembourgeoises était plus réduite au sein de l'UEBL, comme le démontre l'épisode de la dévaluation du franc belgo-luxembourgeois en 1982.

En second lieu, le Luxembourg est l'un des rares pays de l'UEM qui ne pouvait contrer d'éventuels chocs asymétriques par un ajustement du taux de change et ce avant même l'instauration de l'UEM. L'UEM ne s'est donc traduite par aucune perte de marge de manœuvre en la matière. On pourrait même se demander si l'euro ne correspond pas mieux aux impératifs luxembourgeois que le franc belgo-luxembourgeois. L'économie luxembourgeoise est en effet fortement tributaire des développements économiques qui surviennent dans ses trois pays voisins et non des seules évolutions belges. Au cours de la période UEBL, un choc économique frappant la Belgique pouvait via le franc avoir des conséquences démesurées au Luxembourg. Ce fut par exemple le cas

à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt. Dans un contexte marqué par une instabilité politique chronique et en raison des suites du second choc pétrolier de 1979, les finances publiques se sont considérablement dégradées en Belgique. S'y est ajouté un décrochage de la compétitivité des entreprises belges par rapport à leurs concurrentes étrangères. Ces évolutions défavorables ont débouché sur la dévaluation précitée de 8,5% du franc belgo-luxembourgeois en novembre 1982, cette dernière s'étant imposée au Luxembourg en dépit de fondamentaux macroéconomiques plus sains. En témoigne par exemple une balance courante luxembourgeoise fortement excédentaire en 1981³³, le solde belge correspondant accusant alors un déficit de quelque 4% du PIB.³⁴

En troisième lieu, l'UEM a amené le Luxembourg à mettre en place une banque centrale. La création de la BCL a comporté de nombreux avantages pour l'économie luxembourgeoise, dont une plus grande proximité avec les opérateurs économiques locaux et une connaissance approfondie du tissu économique luxembourgeois.

La BCL a comme mission principale de contribuer à l'exécution des missions du SEBC, qui sont schématiquement les suivantes : (i) la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire ; (ii) la conduite des opérations de change ; (iii) la détention et la gestion des réserves officielles de changes des Etats membres et (iv) la promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement.

La BCL fournit également des services à l'ensemble de l'économie nationale, notamment aux pouvoirs publics et au monde financier luxembourgeois. Ainsi, la BCL met en circulation les pièces de monnaie pour le compte de l'Etat. Elle agit également comme agent fiscal de l'Etat à l'égard du FMI et comptabilise tous les avoirs et engagements du Grand-Duché en relation avec le FMI.

La BCL entretient par ailleurs des contacts nourris avec les agents économiques de la place financière. Soucieux-

33 Voir le « Portrait économique et social du Luxembourg », STATEC, mars 2003.

34 Voir le rapport annuel 1993 de la Banque Nationale de Belgique.

se de collaborer au développement de celle-ci, la BCL assure l'organisation d'un certain nombre de comités de travail et d'organes consultatifs, tels que le Comité Statistiques, le Comité Systèmes de paiement et de règlement-titres, le Comité des Opérations de marché, le Comité Monnaie fiduciaire, le Comité des Juristes et le Comité Informatique. Les contacts avec les institutions financières s'effectuent également par le truchement des opérations de refinancement, ainsi que par le biais des systèmes de paiement. Pour rappel, la BCL est l'agent technique et de règlement de la composante luxembourgeoise de TARGET-2, qui est un réseau de systèmes nationaux de règlement brut en temps réel. Il s'agit d'une plate-forme développée et exploitée conjointement par les banques centrales de l'Eurosystème, qui a été mise en production le 19 novembre 2007. Chaque opération de politique monétaire au sein de l'Eurosystème doit obligatoirement être effectuée par l'intermédiaire de TARGET-2. Environ un millier de banques participent directement à TARGET-2.

Enfin, la BCL a un rôle important dans la collecte, l'analyse et la diffusion d'informations économiques et statistiques. Elle est habilitée à collecter les informations statistiques nécessaires, soit auprès des administrations nationales compétentes, soit directement auprès des agents économiques. Elle est en droit de vérifier ces informations sur place. La BCL recueille par ailleurs auprès des contreparties de la place financière du Luxembourg des éléments d'analyse sur l'évolution des marchés et collabore étroitement avec le Service central de la statistique et des études économiques (STATEC).

Elle collecte, analyse et publie des informations statistiques, surtout dans le domaine monétaire ou de la balance des paiements. Elle utilise ces statistiques pour ses propres analyses ou pour celles de l'Eurosystème, ces statistiques étant indispensables à une bonne gouvernance économique. La BCL contribue enfin à l'amélioration continue de la qualité des statistiques luxembourgeoises.

1.3.2. La politique monétaire contribue à ancrer l'inflation ...

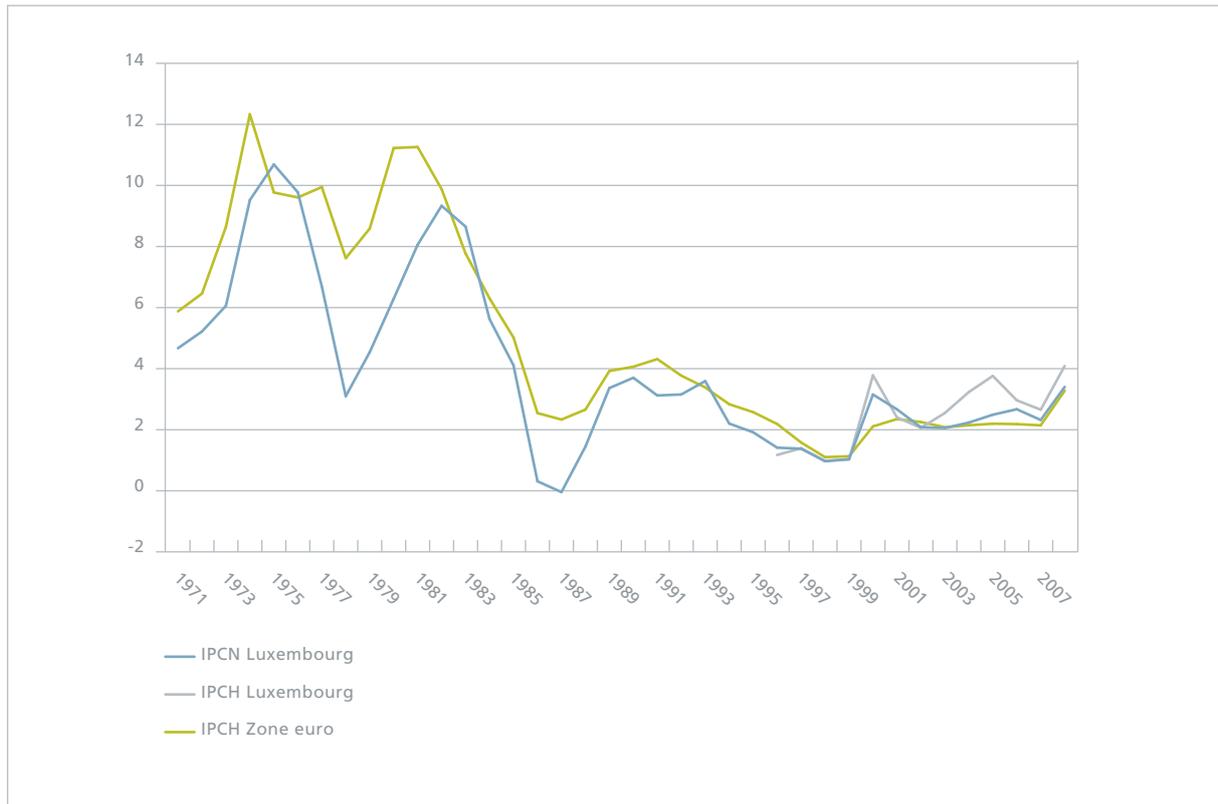
Comme l'indique le graphique repris ci-joint, l'inflation a nettement diminué dans la zone euro dès la première moitié des années '80. Mesurée sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH),

l'inflation au sein de la zone est en effet revenue de plus de 11% en 1981 à 2,5% seulement en 1986. L'inflation apurée de l'énergie, qui apparaît au graphique 65, était elle-même très modeste dans la zone euro à la fin des années '80. Elle se limitait à 1,8% en 1988, première année pour laquelle le taux est disponible. Une inflexion à la hausse de l'inflation hors énergie de la zone euro s'est manifestée à partir de 1989, ce qui a porté le taux afférent à 4,2% en 1991. A la faveur du processus de convergence vers l'UEM, ce dernier taux a ensuite manifesté une nette tendance à la baisse. L'inflation hors énergie est jusqu'à ce jour demeurée extrêmement modérée au sein de la zone euro, sous l'effet notamment de la politique monétaire unique basée sur une définition précise de la stabilité des prix. Pour rappel, la définition opérationnelle de la stabilité des prix pour laquelle a opté l'Eurosystème est un taux d'inflation (basé sur l'IPCH de la zone, énergie comprise) inférieur à mais proche de 2% par an, le tout dans une perspective de moyen terme. Cette définition et les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire au sein de la zone euro ont contribué à stabiliser les anticipations d'inflation et, partant, le taux d'inflation lui-même.

L'inflation hors énergie s'est limitée à 1,9% par an en moyenne de 1999 à 2008 dans la zone euro. Compte tenu de la progression des prix du pétrole, l'inflation globale a en moyenne été légèrement supérieure. Elle a en effet atteint 2,2% sur cette même période. Une inflation limitée et stable comporte de nombreux avantages. En premier lieu, elle favorise les achats de biens durables et les investissements, soit des composantes de la demande agrégée qui exigent une bonne capacité de planification pluriannuelle. Il s'agit là d'une amélioration de taille, car une inflation forte et volatile contrarie tout calcul à moyen terme de ce type et accroît de ce fait le risque lié aux dépenses précitées, qui importent particulièrement pour la capacité productive future de l'économie. Plus généralement, un niveau de prix stable facilite le calcul par les agents économiques des prix relatifs entre les différents biens et services d'une part, entre consommation présente et future d'autre part. Il en résulte une allocation des ressources beaucoup plus performante qu'en période d'inflation élevée et stable. Enfin, une inflation faible permet de limiter la fréquence des changements de prix et les coûts qui en résultent (« menu costs »).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 64 :
TAUX D'INFLATION AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO
 (POURCENTAGES DE VARIATION ANNUELLE DES INDICES DE PRIX RESPECTIFS, EN %)

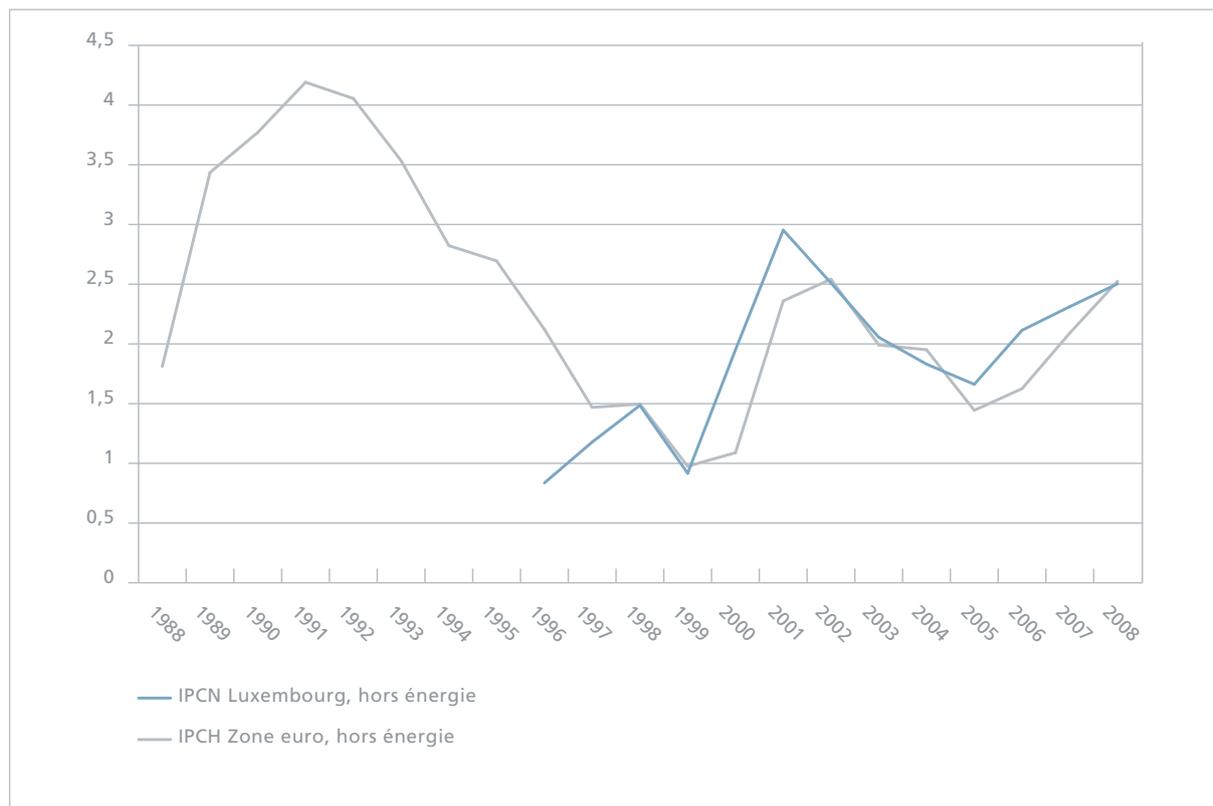


Source : STATEC, BCE.

Comme l'indiquent les graphiques 64 et 65, le taux d'inflation du Luxembourg calculé sur la base de l'indice des prix à la consommation national (IPCNI), hors ou avec énergie, a globalement évolué parallèlement au taux de la zone euro. Une divergence de nature quasi-structurelle apparaît cependant : le taux luxembourgeois tend à excéder quasi systématiquement celui de la zone euro depuis 1998. Ainsi, l'IPCNI hors énergie a progressé de 22,8% au Luxembourg de 1998 à 2008, alors que l'IPCH hors énergie de la zone euro augmentait de 20,1% dans le même temps. Les taux correspondants atteignent respectivement 26,8% et 24,1% pour les indices globaux similaires (énergie comprise), ce qui correspond à un différentiel moyen de près de 0,3% par an en défaveur du Luxembourg. Le différentiel est d'ailleurs plus défavorable encore par rapport aux trois pays limitrophes du Luxembourg.

Toujours de 1998 à 2008, le différentiel moyen calculé sur la base de l'IPCNI luxembourgeois d'une part et des IPCH des pays voisins d'autre part a en effet atteint 0,2%, 0,7% et 0,5% par an vis-à-vis de la Belgique, de l'Allemagne et de la France, respectivement. Le tout en défaveur du Luxembourg. De tels différentiels induisent une dégradation continue de la compétitivité du Luxembourg vis-à-vis de ses principaux partenaires commerciaux.

GRAPHIQUE 65 :
TAUX D'INFLATION HORS ÉNERGIE AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO
 (POURCENTAGES DE VARIATION ANNUELLE DES INDICES DE PRIX RESPECTIFS, EN %)



Source : STATEC, BCE.

Cet effritement continu de la compétitivité est particulièrement problématique au sein d'une union monétaire et c'est pourquoi il importe de résoudre ce problème au plus vite, en ayant à l'esprit que la progression des salaires doit en premier lieu refléter l'évolution de la productivité.

1.3.3 ... et à stabiliser les taux d'intérêt

La diminution tendancielle de l'inflation au Luxembourg et surtout dans la zone euro, qui résulte dans une large mesure de la mise en œuvre de la politique monétaire unique, a favorisé une diminution du niveau et de la volatilité des taux d'intérêt. Les « effets de crédibilité » de la politique monétaire, surtout perceptibles en Allemagne lors de la période pré-UEM, profitent désormais à l'ensemble de la zone. Cet état de fait est amplement illustré par les graphiques suivants.

Dans l'ensemble des pays abordés au graphique 66, le taux de rendement des obligations d'Etat, généralement à 10 ans, est nettement plus bas à partir de 1999 qu'au cours de la période « pré-UEM ». La diminution des taux à long terme s'était d'ailleurs déjà manifestée dès le début des années quatre-vingt-dix, à la faveur du processus de convergence vers l'euro. Un pays à inflation élevée et à monnaie relativement faible, l'Espagne, a particulièrement bénéficié de la crédibilité de l'euro. Alors que le taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans y atteignait encore 11% en 1995, le taux moyen correspondant s'est limité à 4,44% sur la période 1999-2008. Il convient également de mettre en exergue la faible volatilité des taux depuis 1998. A titre d'exemple, l'écart-type des taux longs observés en Belgique de 1980 à 1990 a atteint 2,07%. Il est revenu à 0,65% depuis l'avènement de l'UEM, soit moins du tiers. Cette stabilité et le niveau

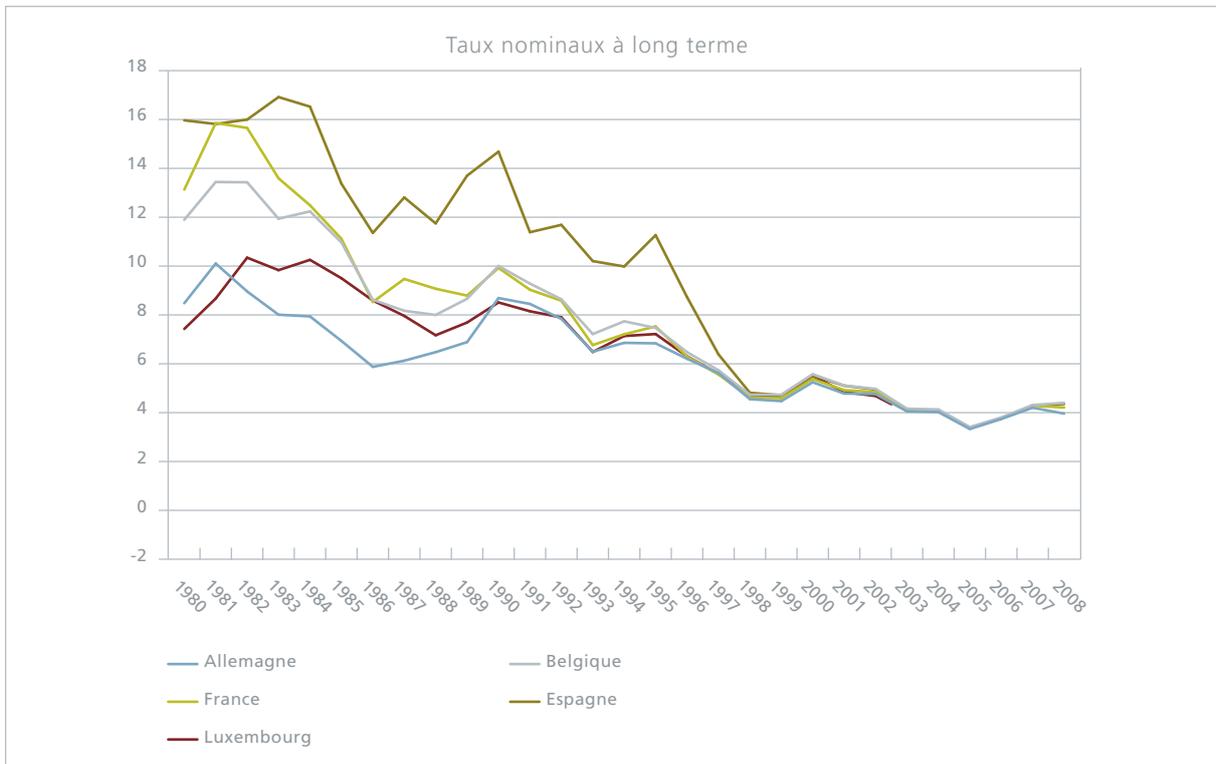
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

structurellement plus bas des taux à long terme sont de nature à favoriser la formation brute de capital fixe des entreprises et des ménages, voire même les achats par ces derniers de biens durables.

de façon sensible, du moins jusqu'en 2002, aucune donnée suffisamment représentative n'étant disponible à partir de 2003 faute d'un marché secondaire suffisamment liquide de titres à long terme de l'Etat luxembourgeois.

Ces avantages sont transposables au Luxembourg où le taux observé durant la période UEM a également diminué

GRAPHIQUE 66 :
TAUX DE RENDEMENT NOMINAL DES OBLIGATIONS D'ETAT AU LUXEMBOURG,
DANS LES PAYS LIMITROPHES ET EN ESPAGNE
 (EN POINTS DE POURCENTAGES, MOYENNES ANNUELLES)



Source : base de données AMECO de la Commission européenne.

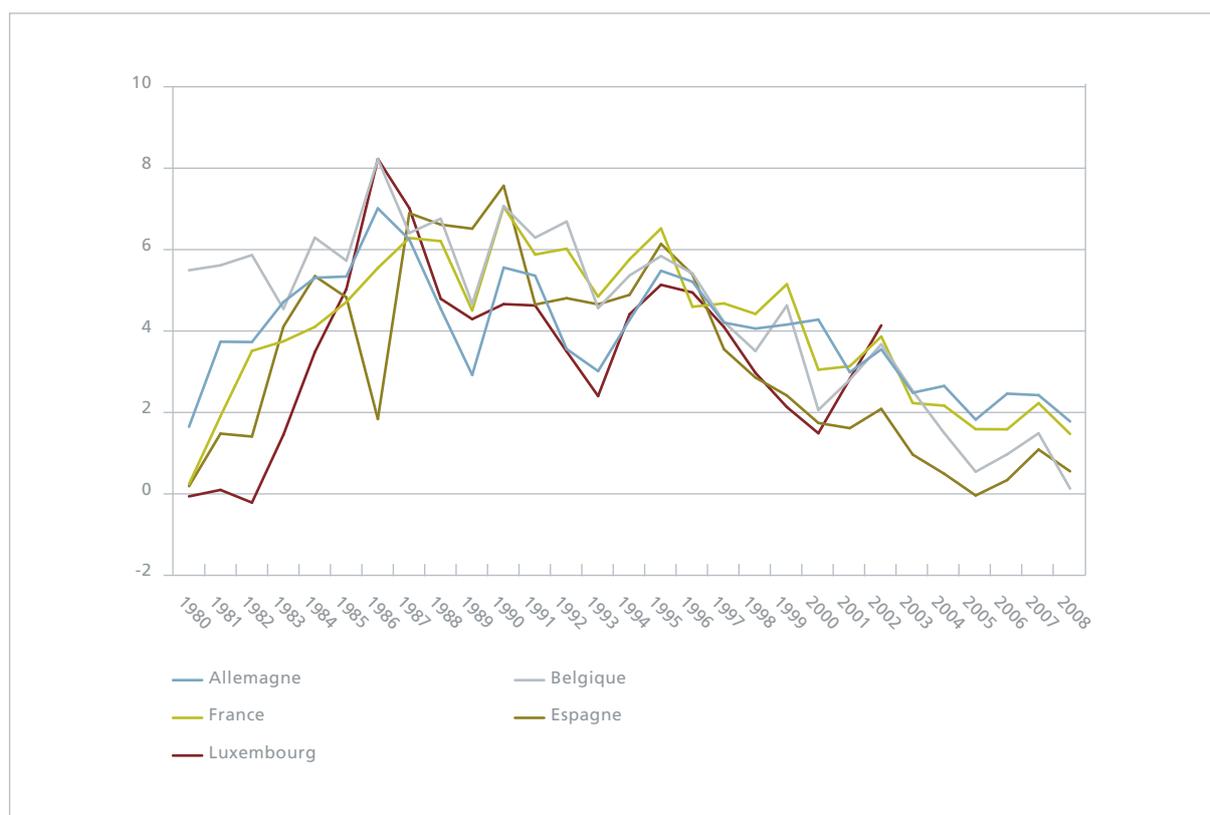
Note : Il s'agit à partir de 1993 du taux des obligations d'Etat à 10 ans et auparavant de définitions nationales se rapprochant autant que possible de ce concept. Pour le Luxembourg, il s'agit du taux de rendement des Olux de 1994 à 2002 et du taux de rendement des obligations de 5 à 7 ans émises par l'Etat central auparavant. Aucun taux à long terme n'est plus proposé pour le Luxembourg à partir de 2003, faute d'obligations suffisamment représentatives et liquides.

L'affaïssement général des taux et leur moindre volatilité ne s'expliquent pas seulement par le déclin de l'inflation. Comme l'indique le graphique suivant, la rupture occasionnée par l'avènement de l'euro est également manifeste en ce qui concerne les taux réels à long terme, soit les taux de rendement des obligations d'Etat diminués de l'inflation.³⁵

Les constats déjà formulés à propos des taux nominaux demeurent valides : les taux sont nettement plus bas et moins volatils depuis l'instauration de l'euro,

cette évolution s'amorçant d'ailleurs au cours de la période de convergence. En ce qui concerne à nouveau la Belgique, le taux moyen des taux réels à long terme est passé de 5,72% en moyenne de 1980 à 1998 (contre 3,73% pour le Luxembourg) à 2,04% sur la période 1999-2008. Une diminution marquée prévaut également pour les autres pays considérés dans le graphique. Le fléchissement de l'inflation concomitant à l'apparition de l'euro n'a donc pas eu pour contrepartie des taux d'intérêt réels moins favorables, bien au contraire.

GRAPHIQUE 67 :
TAUX DE RENDEMENT RÉELS DES OBLIGATIONS D'ETAT AU LUXEMBOURG,
DANS LES PAYS LIMITOPHES ET EN ESPAGNE
(EN POINTS DE POURCENTAGES, MOYENNES ANNUELLES)



Source : base de données AMECO de la Commission européenne.

Note : taux de rendement des obligations d'Etat considérés au graphique précédent diminués de la progression du déflateur de la consommation privée. Données relatives à la RFA avant 1992.

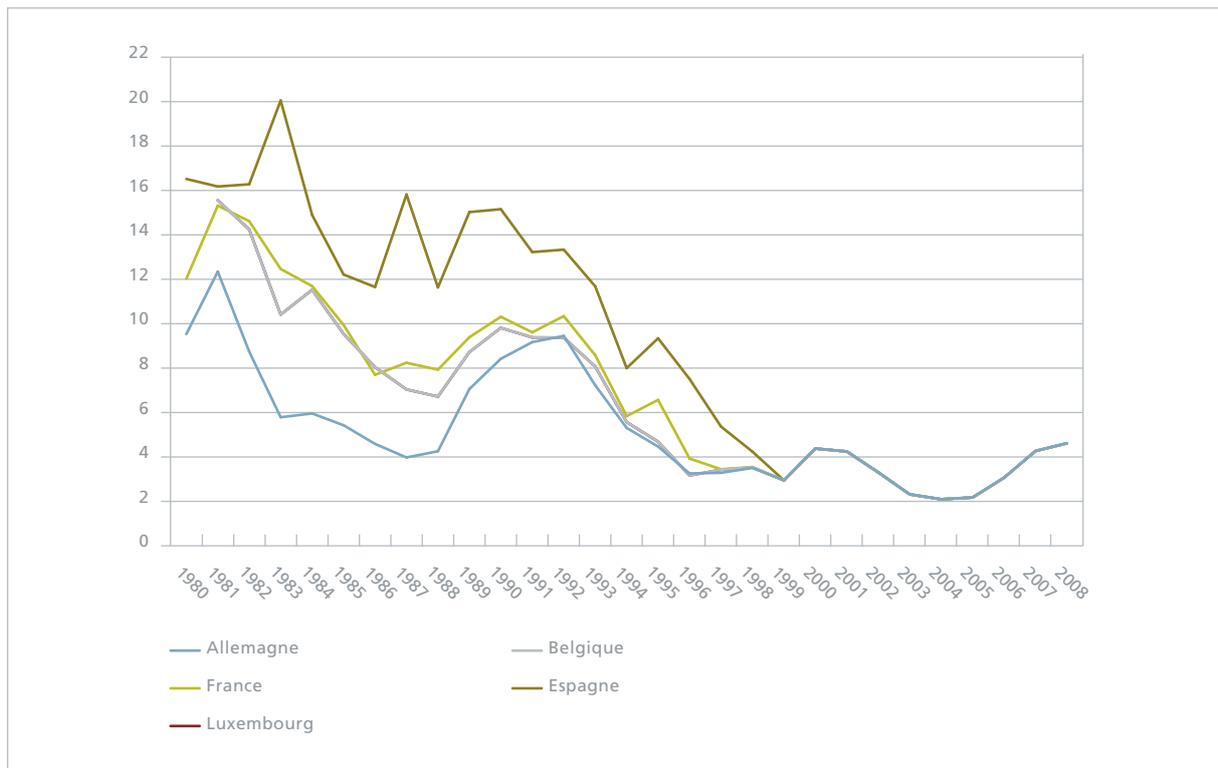
35 L'inflation considérée est le taux de progression du déflateur de la consommation privée.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Ces divers constats sont robustes, puisqu'ils prévalent également sur le segment court des taux, comme l'attestent les deux graphiques suivants.

GRAPHIQUE 68 : TAUX NOMINAUX À COURT TERME AU LUXEMBOURG, DANS LES PAYS LIMITROPHE ET EN ESPAGNE

(EN POINTS DE POURCENTAGES, MOYENNES ANNUELLES)



Source : base de données AMECO de la Commission européenne.

Note : taux à trois mois du marché monétaire pour l'ensemble de la période en Allemagne et en Espagne. Les taux à trois mois sont aussi considérés à partir de 1985 en Belgique et de 1982 en France (et taux similaires précédemment pour ces deux derniers pays). Pour le Luxembourg, les taux retenus sont les taux à trois mois observés dans les autres pays de 1999 à 2008 et les taux à court terme belges de 1980 à 1998 (le Luxembourg faisant alors partie de l'UEBL).

D'une part, les taux nominaux sont nettement inférieurs depuis l'instauration de l'euro. Ils sont par ailleurs bien plus stables, et ce dans l'ensemble des pays considérés. Au cours des années quatre-vingt, les taux démontraient certes déjà une certaine stabilité en Allemagne et ils étaient par ailleurs relativement réduits, surtout de 1983 à 1988. Ne bénéficiant pas d'une politique monétaire et de change aussi crédible que celle de l'Allemagne, les autres pays considérés dans le graphique étaient cependant contraints de pratiquer des taux nettement plus élevés que l'Allemagne fédérale. Le différentiel de taux entre l'Allemagne et l'UEBL a même

atteint 5,5 point de pourcentage en 1982, soit l'année de la dévaluation du franc belgo-luxembourgeois, 4,6% l'année suivante et 5,6% en 1984. Cet imposant différentiel est devenu très réduit dès le début des années quatre-vingt-dix, soit lorsque le processus de convergence vers la monnaie unique s'est amorcé.

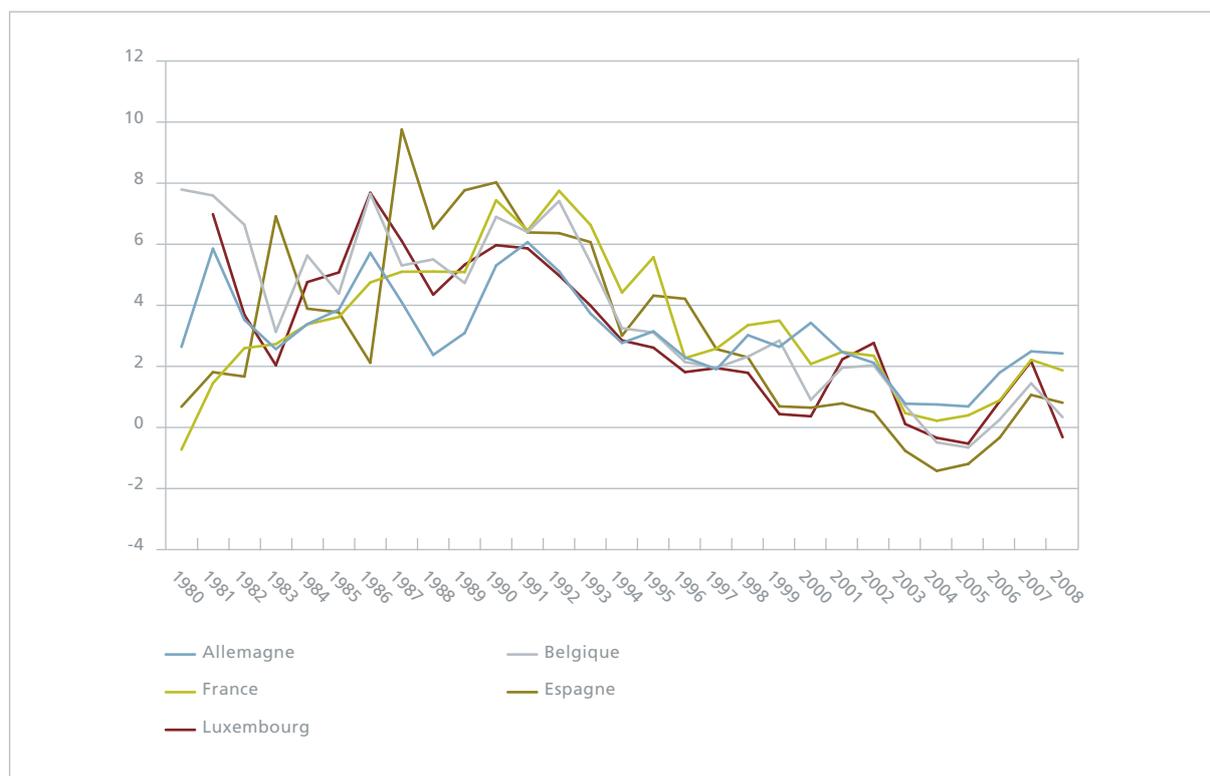
Les taux à court terme réels livrent des messages similaires, à une exception près. Les taux nominaux du marché monétaire ont été identiques dans les divers pays considérés depuis 1999. Cette identité ne prévaut cependant pas en ce qui concerne les taux réels,

puisque l'inflation peut quant à elle diverger d'un pays à l'autre. Les taux réels à court terme espagnols ont de ce fait été systématiquement inférieurs aux taux allemands, la différence oscillant autour de 2 points de pourcentage. Les taux réels espagnols ont même été négatifs de 2003 à 2006. L'expérience récente de l'économie espagnole met en relief les dangers inhérents à une telle situation, qui contribue à alimenter une croissance excessive du crédit et à favoriser la

constitution de bulles d'actifs. Il appartient aux Etats membres de la zone euro de prévenir une telle évolution. Ils peuvent pour ce faire renforcer la lutte contre l'inflation via une diminution des impôts indirects ou des prix administrés, ou encore en veillant à une évolution modérée des salaires. Les autorités peuvent également neutraliser l'incidence macro-économique de taux d'intérêt réels très bas en mettant en œuvre une consolidation budgétaire contra-cyclique.

GRAPHIQUE 69 :
TAUX RÉELS À COURT TERME AU LUXEMBOURG, DANS LES PAYS LIMITROPHES ET EN ESPAGNE

(EN POINTS DE POURCENTAGES, MOYENNES ANNUELLES)



Source : base de données AMECO de la Commission européenne.

Note : taux à court terme considérés au graphique précédent diminués de la progression du déflateur de la consommation privée. Données relatives à la RFA avant 1992.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Ces remarques ne sont pas dénuées d'intérêt en ce qui concerne le Luxembourg, où le taux d'intérêt réel à court terme a été négatif en 2004 et 2005 et à nouveau en 2008, en raison d'une inflation tendanciellement plus élevée que dans les pays limitrophes.

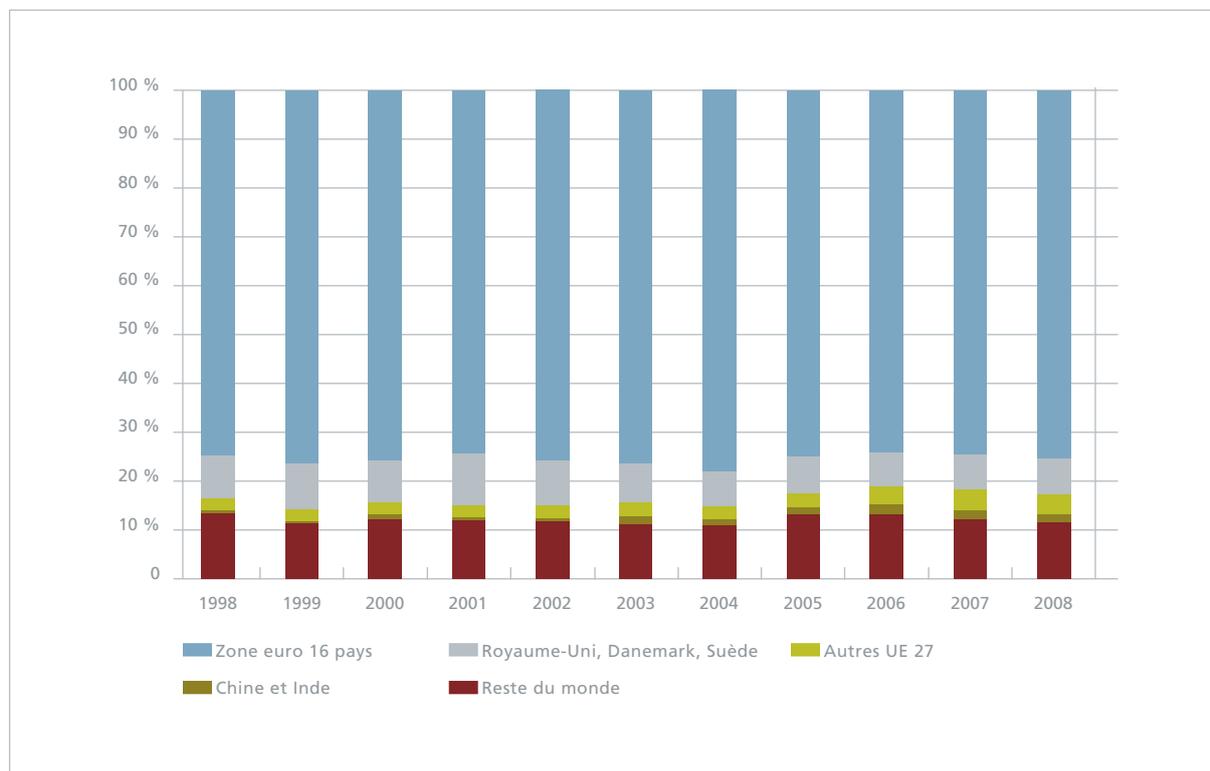
1.3.4. L'Union monétaire a aussi permis d'assurer une meilleure intégration des marchés de biens et services et de dynamiser les investissements au Luxembourg de firmes étrangères

L'avènement de l'euro est de nature à stimuler les transactions de biens et services entre pays de la zone euro, du fait notamment de la disparition de l'obstacle aux échanges que constituent les coûts de conversion et la couverture du risque de change. Des calculs effectués par la BCE révèlent que les coûts de conversion prévalant avant l'avènement de l'euro se limitaient à 0,05% du PIB de la zone euro. Selon toute vraisemblance, ils étaient cependant beaucoup plus élevés dans le cas du Luxembourg, une petite économie très ouverte en interaction constante avec les pays étrangers. En outre, l'apport de l'euro en matière d'échange de biens et services ne se résume assurément pas à des économies de coûts de transaction. L'euro est en effet un gage de transparence des prix et il contribue à attiser la concurrence sur les marchés internationaux de biens et de services. Une telle concurrence induit une meilleure allocation des facteurs de production et une mise en valeur des avantages comparatifs des différents pays européens. Il en résulte de significatifs gains d'efficacité, qui ne peuvent certes être quantifiés avec précision, notamment dans le cas du Luxembourg.

Un examen de la composition géographique des échanges de biens entre le Luxembourg et le reste du monde permet cependant d'avoir une première idée de l'impact de l'euro, même si cet indicateur doit être interprété avec la plus grande prudence compte tenu de la multiplicité des variables susceptibles d'influencer les exportations et leur structure. La composition géographique des exportations de services financiers sera quant à elle abordée plus loin, dans la partie consacrée à l'intégration des marchés financiers. La présente partie se cantonne aux transactions de marchandises.

Comme l'indique le graphique repris ci-dessous, la ventilation par groupe de pays des exportations de biens du Luxembourg ne s'est pas sensiblement modifiée de 1998 à 2008. Ainsi, la part de la zone euro (zone à 16 pays) dans les exportations totales du Luxembourg est passée de 74,7% en 1998 à 75,2% dix ans plus tard. Cette relative stabilité est cependant remarquable à plusieurs égards.

GRAPHIQUE 70 :
PART DE DIFFÉRENTS GROUPES DE PAYS DANS LES EXPORTATIONS DE BIENS LUXEMBOURGEOISES
 (EN % DES EXPORTATIONS DE BIENS TOTALES)



Source : Statec

En premier lieu, la stabilité d'ensemble dissimule une nette augmentation de la part de la zone euro dans diverses activités, comme l'illustre le graphique suivant. La hausse de la part de la zone euro dans les exportations a été particulièrement marquée en ce qui concerne les activités « Matériel de transport », « Ouvrages en pierre, ciment et verre », « Bois, liège », « Matières textiles », « Bijouterie, pierres gemmes », « Matières plastiques, caoutchouc » et « Produits chimiques », ce qui suggère l'importance pour ces activités du rôle de « facilitateur » des échanges que revêt l'euro.

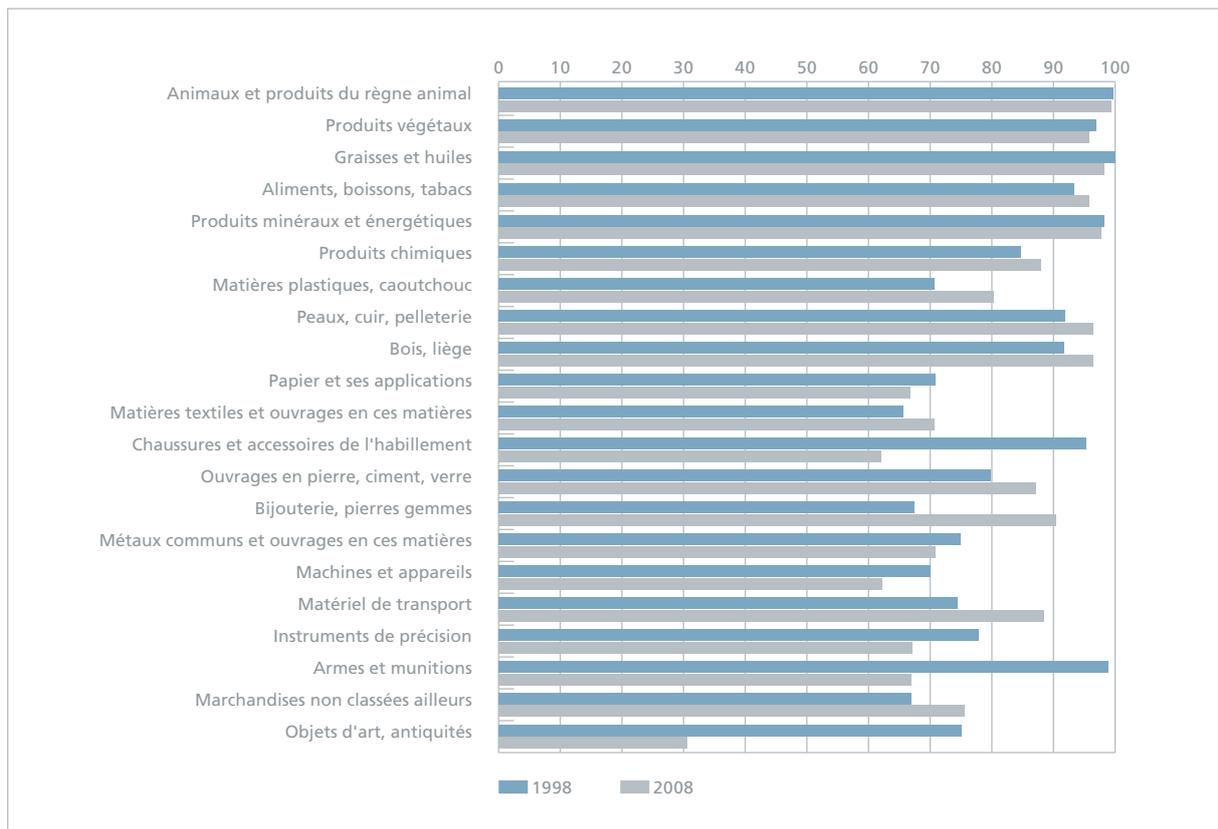
En second lieu, la légère augmentation de la part de la zone euro dans nos exportations contraste avec le net recul, au sein des exportations luxembourgeoises, de trois pays présentant un niveau de vie élevé et n'ayant pas adopté l'euro, à savoir le Royaume-Uni, le Danemark

et la Suède. Ces trois pays étaient destinataires de 8,7% des exportations luxembourgeoises en 1998, ce pourcentage ayant même culminé à près de 11% en 2001. En 2008, cette proportion est revenue à 7% seulement. Le déclin a été particulièrement affirmé en ce qui concerne les activités « produits chimiques » (de 9,8% des exportations totales en 1998 à 5,8% en 2008) et « Aliments, boissons et tabac » (de 3,5 à 0,8%).

En troisième lieu, la stabilité de la zone euro dans les exportations du Luxembourg est d'autant plus remarquable qu'elle s'effectue en dépit d'une évolution structurelle nullement liée à l'euro, à savoir la montée en puissance des économies chinoise et indienne. L'atteste la hausse de la part conjointe de ces deux pays dans les exportations du Luxembourg, qui est passée de 0,6% en 1998 à 1,9% en 2008.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 71 :
ÉVOLUTION DE LA PART DE LA ZONE EURO
DANS LES EXPORTATIONS DU LUXEMBOURG, PAR TYPES D'ACTIVITÉS
 (EN% DES EXPORTATIONS CORRESPONDANT À CHAQUE ACTIVITÉ)



Source : Statec

Le rôle de « facilitateur des échanges » de l'euro est plus manifeste sur le versant des importations luxembourgeoises. Ces dernières révèlent une imbrication croissante entre le Luxembourg et les autres pays de la zone euro. Alors que 85% des importations du Luxembourg venaient de la zone euro en 1998, le pourcentage correspondant a atteint 88% en 2008. La progression de la part relative de la zone est plus marquée encore par rapport à 1999.

La relative dichotomie prévalant entre la composition des exportations et celle des importations du Luxembourg se reflète par un taux de croissance des importations de biens en provenance de la zone euro de 6,3% de 1998 à 2008, les exportations de biens

vers la zone ne s'accroissant que de 5,2% par an en moyenne au cours de la même période de dix ans, sous l'effet notamment d'une compétitivité luxembourgeoise quelque peu défailante (voir la partie 1.3.9).

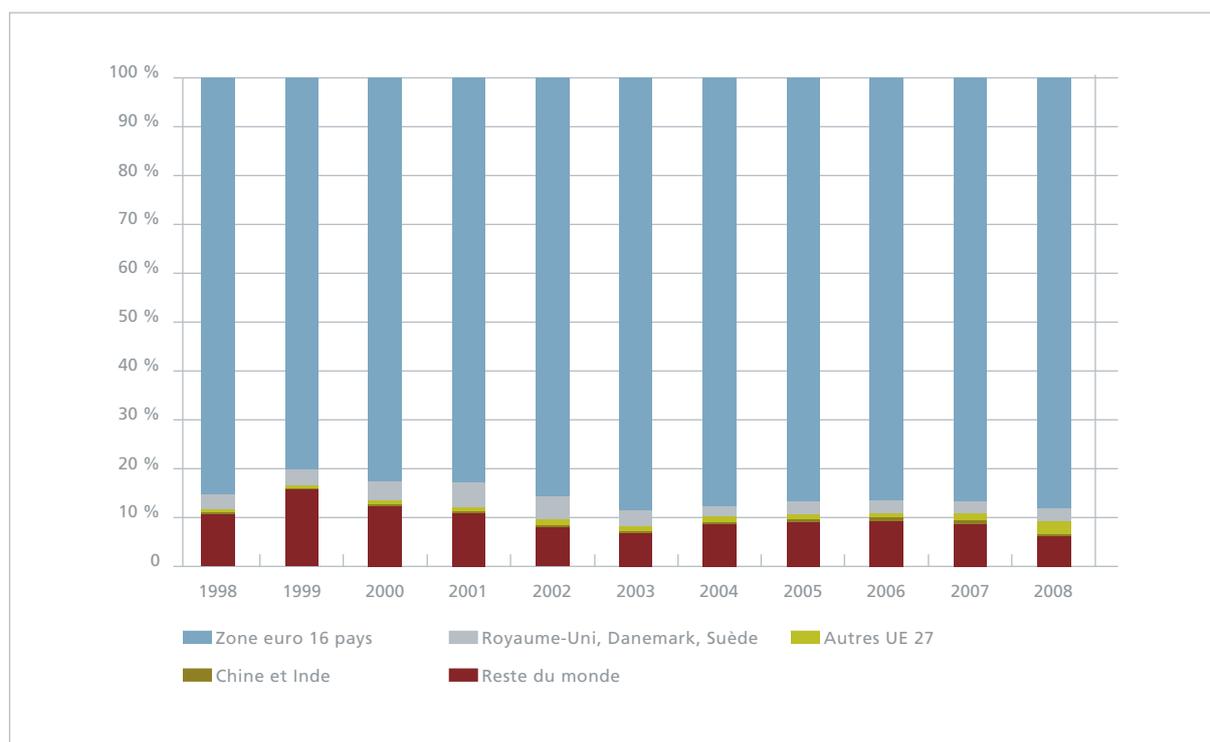
Outre ces effets volume observés dans le sillage de l'introduction de l'euro, d'éventuels effets de gamme ont pu survenir. L'éventail de produits importés et exportés aurait pu s'accroître, par exemple à la faveur d'une plus grande participation des petites entreprises au commerce international du fait de la réduction de leurs coûts d'entrée sur le marché. Il était en effet difficile et coûteux pour ces entreprises de se couvrir contre les risques de change avant l'apparition de l'euro. En l'absence de statistiques suffisamment désagrégées, il est cependant difficile d'étayer formellement cette hypothèse.

Le Luxembourg étant au cœur d'une zone économique elle-même toujours plus intégrée, à la faveur de l'introduction de l'euro, il devrait en principe bénéficier d'une hausse des investissements directs, certaines firmes étrangères étant désireuses d'accéder via la « plate-forme luxembourgeoise » au vaste marché que constitue la zone euro.

Le graphique ci-joint met en tout cas en relief une sensible augmentation des encours d'investissements directs effectués au Luxembourg par des pays étrangers. Alors que ces encours équivalaient à 102% du PIB en 1998 et à 95%, en moyenne, de 1995 à 1998, ils atteignaient quelque 139% en 2002. Le ratio des encours au PIB a certes subi une certaine stagnation par la suite, mais il atteignait encore 136% du PIB en 2008. Il convient de souligner que toutes les branches considérées dans le graphique ont contribué à cette augmentation, y compris les branches ne relevant ni des banques, ni des activités d'assurance.

Les chiffres doivent une fois de plus être interprétés avec précaution, les encours d'investissements directs dépendant de bien d'autres paramètres que l'instauration de la monnaie unique, par exemple l'évolution des coûts de production au Luxembourg et plus généralement l'attrait pour les entreprises du « Standuert Lëtzebuerg ».

GRAPHIQUE 72 :
COMPOSITION GÉOGRAPHIQUE DES IMPORTATIONS DE BIENS DU LUXEMBOURG
(EN % DU TOTAL)

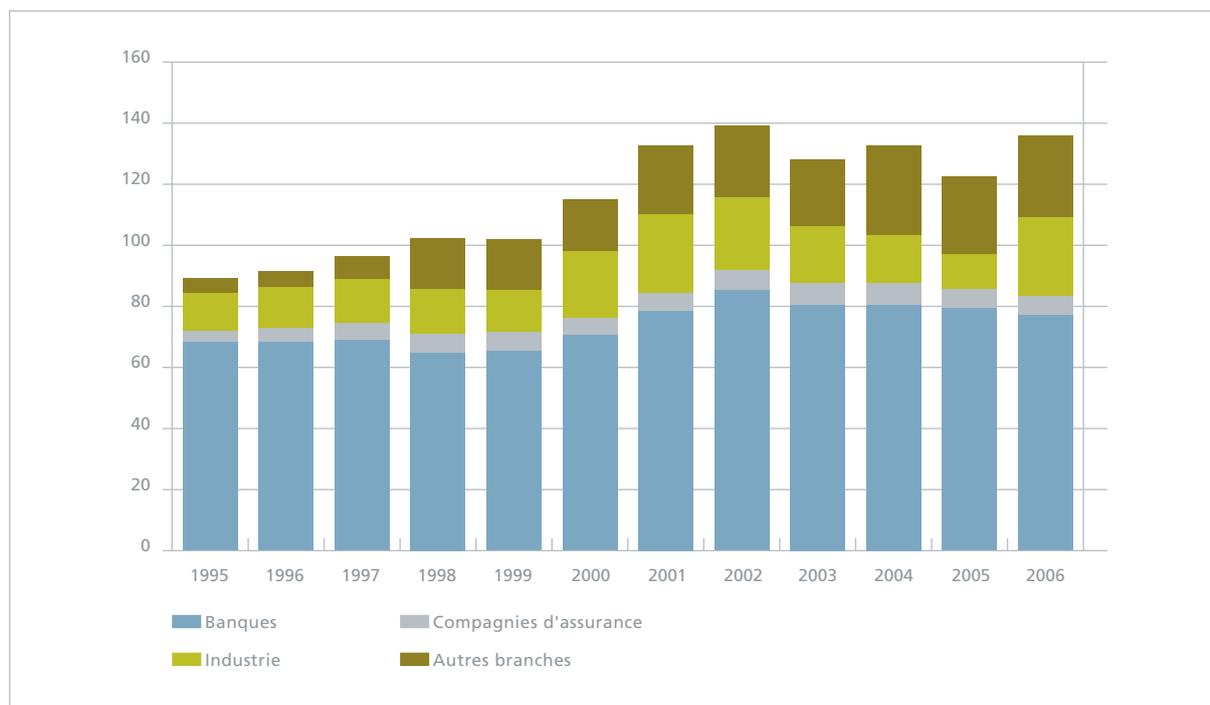


Source: Statec

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 73 :
ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS AU LUXEMBOURG

(EN% DU PIB)



Source : Statec.

Note : les sociétés holdings et les sociétés de participations financières ne sont pas incluses dans les données du graphique.

En résumé, même s'ils doivent être maniés avec précaution, les chiffres relatifs à l'intégration des marchés de biens suggèrent un apport positif de l'euro à l'intégration européenne de ces marchés, dont a bénéficié la petite économie ouverte que constitue le Luxembourg.

1.3.5. L'UEM a en outre favorisé l'intégration des marchés financiers, avec à la clef un gain d'efficacité pour l'ensemble de la zone, riche de retombées pour le Luxembourg

La monnaie unique a eu pour effet une diminution des coûts de transaction sur les marchés financiers. Par ailleurs, l'euro a mis fin à ce frein à l'intégration que constitue la volatilité des cours de change, qui peut se traduire par une dépréciation soudaine de la valeur de certains actifs en devises. Enfin, diverses initiatives

des autorités européennes et nationales ont contribué à renforcer l'intégration des marchés, notamment le processus de dérégulation, la suppression des contrôles des capitaux à l'occasion de la 1^{ère} phase de l'Union monétaire et la mise en place d'infrastructures techniques communes.

Selon une étude récente de la BCE,³⁶ l'euro et les initiatives précitées ont favorisé l'intégration des marchés financiers au sein de la zone euro. Cette intégration est la plus poussée sur le marché monétaire en euro, soit le segment le plus directement en prise avec la politique monétaire unique. Le développement d'infrastructures communes ou du moins interconnectées, comme TARGET et TARGET 2, ont d'ailleurs favorisé cette intégration en renforçant l'uniformité au sein de la zone euro des services de paiement. Le marché des

36 Financial Integration in Europe, BCE, avril 2009.

obligations est après le segment monétaire celui qui a le plus bénéficié de l'euro en termes d'intégration. La convergence des taux d'intérêt à long terme illustre d'ailleurs cette évolution (voir le graphique 66).

Les marchés d'actions d'une part et les activités bancaires relevant des marchés de capitaux et des transactions de gros, d'autre part, sont dans une situation intermédiaire. Si l'effet intégrateur de l'euro a été moins sensible sur ces segments que sur les marchés monétaires et d'obligations, il reste plus marqué qu'en matière de « retail banking », où nombre de spécificités nationales continuent à prévaloir. L'espace unique des paiements en euro (« Single Euro Payment Area » ou SEPA) permettra de renforcer l'intégration du segment de la banque de détail. Initié par la Commission européenne en collaboration avec le secteur financier et l'Eurosystème, le SEPA est un espace de paiements où les citoyens, les entreprises et les autres acteurs économiques pourront effectuer et recevoir des paiements en euro, au sein de l'Europe, dans ou en dehors des frontières nationales, aux mêmes conditions et en ayant les mêmes droits et devoirs, quel que soit l'endroit où ils se trouvent. A travers le SEPA, les paiements scripturaux dans la zone euro deviendront aussi efficaces qu'ils l'étaient dans les systèmes de paiement nationaux les plus performants. Le SEPA implique notamment la conversion en instruments européens standardisés des instruments de paiement nationaux (virements, domiciliations et paiements par cartes).

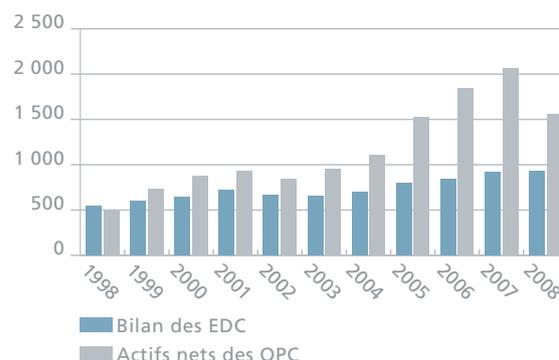
La crise financière a contribué à brouiller les indicateurs d'intégration des marchés, comme l'attestent notamment l'évolution quelque peu anarchique des taux d'intérêt sur le marché monétaire au cœur de la crise. Il s'agit cependant d'un phénomène de court terme, qui tend déjà à s'atténuer. Il ne contrarie en rien les progrès déjà accomplis en matière d'intégration des marchés.

Le Luxembourg a bénéficié de cette intégration accrue du fait de sa petite taille et de l'importance de son secteur financier. En témoigne notamment la forte augmentation des actifs nets des organismes de placement collectif (OPC) depuis 1998. Ces derniers se sont en effet accrus de quelque 220% en une décennie, soit de plus de 12% par an en moyenne. Cette croissance a été enregistrée en dépit d'un recul de 24% en 2008,

85% de cette diminution étant imputable à l'évolution des cours sur les marchés financiers.

GRAPHIQUE 74 : ACTIFS NETS DES OPC LUXEMBOURGEOIS ET SOMME BILANTAIRE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (EDC)

(EN MILLIARDS D'EUROS)



Sources : BCL, CSSF.

Les actifs des établissements de crédit se sont également accrus de façon sensible dans la foulée de l'introduction de l'euro scriptural. Alors que ces actifs s'élevaient à un peu plus de 540 milliards d'euros fin 1998, ils atteignaient 932 milliards au 31 décembre 2008, la hausse nominale enregistrée en l'espace de 10 ans s'élevant à 72%, soit à 5,6% par an en moyenne. Ils ont certes quelque peu décliné au cours des premiers mois de 2009, à cause de la crise financière. Le déclin enregistré par rapport à décembre 2008 ne représente cependant qu'un peu plus de 7% des gains importants enregistrés depuis 1998. L'emploi auprès des établissements de crédit a pour sa part augmenté de 37% de décembre 1998 à fin 2008, ce qui équivaut à une progression de 3,2% par an en moyenne.

Les évolutions mises en exergue ci-dessus sont une fois de plus le résultat de l'interaction d'une multitude de facteurs, l'euro ne constituant que l'un d'entre eux. Il est extrêmement difficile de dénouer cet écheveau, en isolant chacun des facteurs ayant favorisé le développement de la place. Une telle « dissection » n'est d'ailleurs pas toujours envisageable, car certains facteurs sont intimement liés. Il en est par exemple ainsi de l'euro et de l'évolution de la réglementation financière euro-

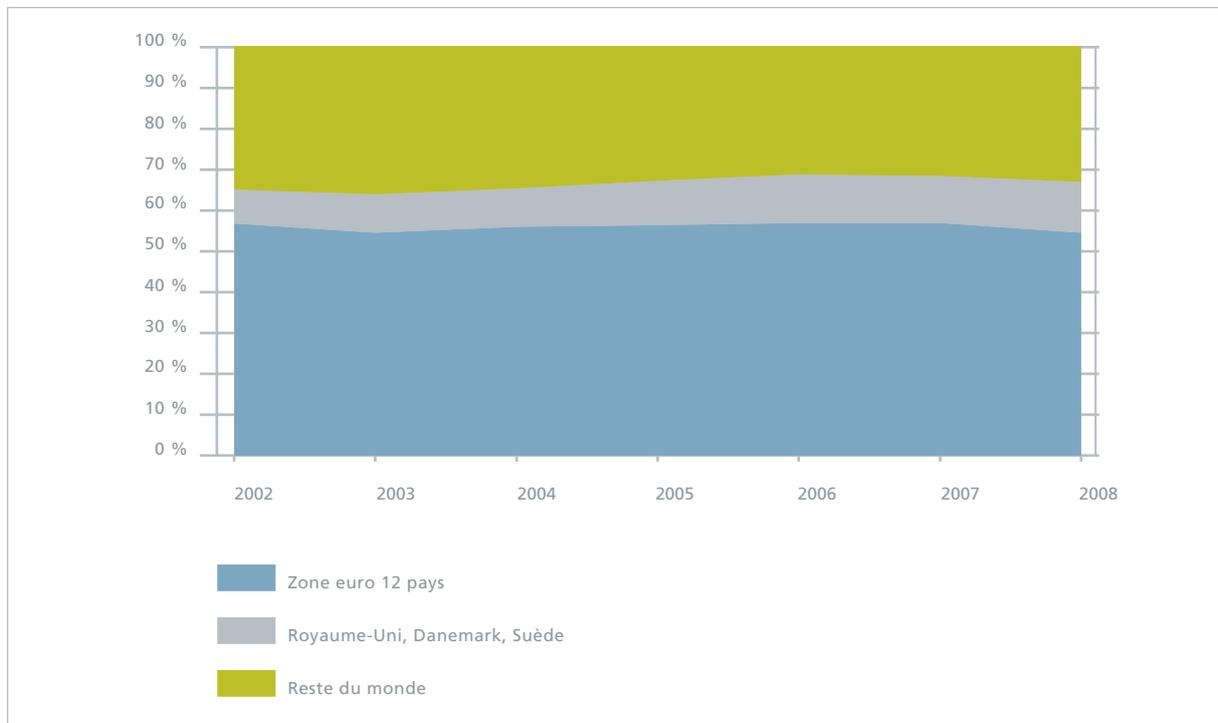
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

péenne, qui concourent tous deux à faciliter l'apparition d'un marché unique des instruments financiers. En ce qui concerne la réglementation, sont particulièrement marquantes du point de vue luxembourgeois les directives « UCITS », qui ont facilité la commercialisation à l'étranger des OPC luxembourgeois.

Le rôle spécifique de l'euro dans la montée en puissance de la place financière luxembourgeoise est par ailleurs particulièrement difficile à interpréter, faute de séries statistiques suffisamment longues. Il en est par exemple ainsi des données relatives aux exportations de services financiers.

GRAPHIQUE 75 : VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES EXPORTATIONS DE SERVICES FINANCIERS

(EN % DES EXPORTATIONS TOTALES DE SERVICES FINANCIERS DU LUXEMBOURG)



Sources : BCL, CSSF.

Le graphique ci-dessus ne révèle en tout cas aucune évolution systématique de la proportion des pays de la zone euro. Ces données doivent au demeurant être interprétées avec prudence à double titre. En premier lieu, les séries disponibles ne débutent qu'en 2002, soit 3 ans après l'instauration de l'euro scriptural. Or toute incidence de l'euro sur la part dans les exportations de services financiers des pays de la zone est précisément susceptible de s'être manifestée entre 1998 et 2002.

Les données sur l'établissement à l'étranger de succursales de banques et sur les notifications de libre prestation de services (LPS) livrent un message plus clair. Selon la CSSF, 33 banques luxembourgeoises avaient

établi une succursale dans les pays de l'Espace Economique Européen (EEE) à la fin de 2008, dont 29 dans un pays de la zone euro. A la même date, les banques de l'EEE avaient établi 32 succursales au Luxembourg, dont 27 pour les seuls Etats de la zone.

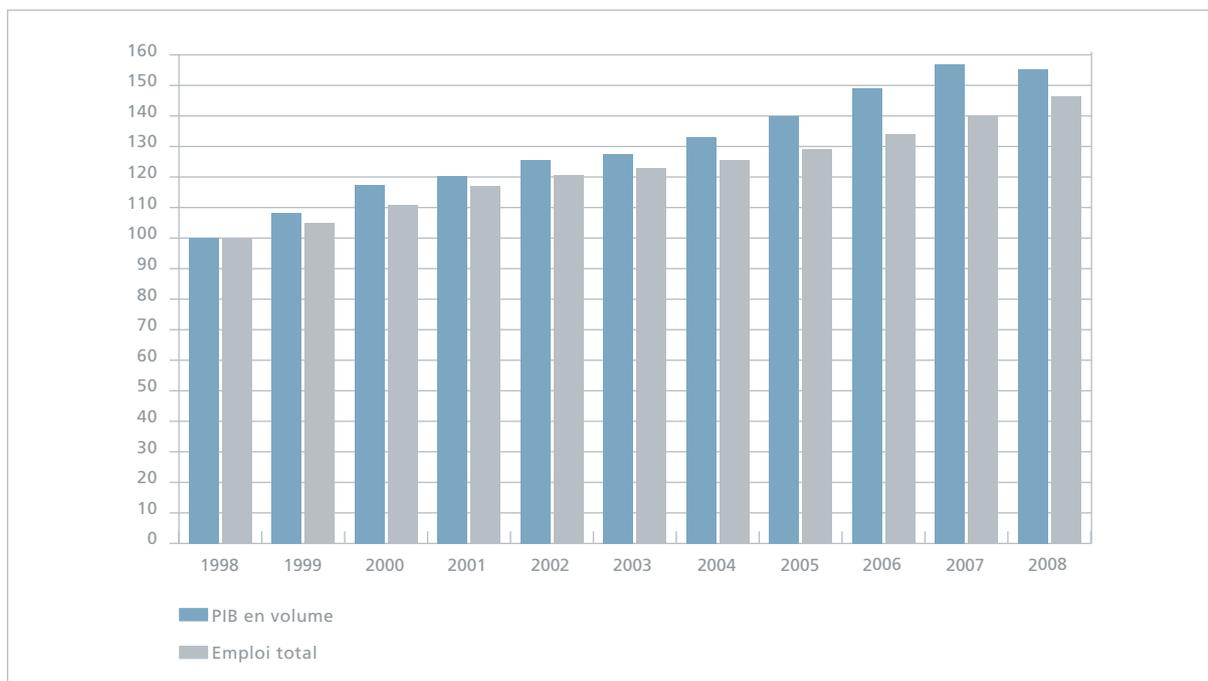
Toujours au 31 décembre 2008, 73 banques luxembourgeoises ont notifié des LPS dans un autre pays de l'EEE, le nombre de LPS notifiées s'établissant à 793, dont 535 concernant un autre pays de la zone euro. Les pays de la zone euro avaient pour leur part notifié 259 LPS au Luxembourg.

1.3.6. Une forte augmentation de l'activité et de l'emploi

L'avènement de l'euro s'est accompagné d'une forte progression du PIB luxembourgeois, avec à la clef une augmentation soutenue de l'emploi, observée sans discontinuer depuis 1998. Le PIB en volume s'est accru de plus de 55% depuis 1998, tandis que 110 000 personnes sont venues s'ajouter à l'emploi intérieur au cours de la période. Il convient de noter que ces 110 000 emplois représentent près de la moitié de la population active de 1998.

GRAPHIQUE 76 :
EVOLUTION DU PIB EN VOLUME ET DE L'EMPLOI TOTAL AU LUXEMBOURG

(BASE 1998=100)



Sources : STATEC

Ces chiffres doivent bien entendu être appréhendés avec prudence, car nombre de facteurs autres que l'euro peuvent bien entendu influencer sur la croissance et sur l'emploi. Cette remarque doit être constamment gardée à l'esprit lors de l'examen des données statistiques qui suivent. D'autant que la forte hausse du PIB en volume et la progression corrélative de l'emploi pourraient n'être que l'expression d'une tendance lourde, observée sur une longue période et qui se serait prolongée sur la période d'observation indépendamment de toute incidence de l'euro.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 32 :
TAUX DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME

(EN % PAR AN)

Taux de croissance moyen					
	1961-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1998	1999-2008
Zone euro (16 pays)	-	-	-	2,4	2,1
Belgique	4,8	3,6	2,2	1,9	2,2
Allemagne	-	-	-	1,5	1,5
France	5,7	4,2	2,3	1,7	2,1
Luxembourg	3,8	2,7	4,6	4,4	4,5
Différentiel LU/FR-BE	-1,5	-1,1	2,3	2,5	2,4

Ecart-type du taux de croissance					
	1961-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1998	1999-2008
Zone euro (16 pays)				0,5	1,0
Belgique	1,3	2,5	1,7	1,4	1,1
Allemagne				1,2	1,2
France	1,0	2,1	1,2	1,3	1,0
Luxembourg	3,2	3,9	3,8	2,5	2,9

Sources: base de données AMECO de la Commission européenne.

Note: le différentiel entre le Luxembourg d'une part, la France et la Belgique d'autre part, est calculé en soustrayant de la croissance luxembourgeoise la moyenne arithmétique des taux de croissance observés dans ces deux pays limitrophes.

Les données du tableau ci-dessus infirment cette thèse. Elles indiquent au contraire que la croissance observée au Luxembourg depuis l'avènement de l'euro s'est établie à un niveau élevé de 4,5%, et ce malgré l'incidence du taux de croissance pour le moins décevant estimé pour 2008 (soit -0,9%). Ce taux moyen de 4,5% représente en outre environ le double des taux observés en Belgique et en France et le triple de la croissance allemande.

Tant à l'aune du taux absolu de croissance qu'en comparaison avec les pays limitrophes, la période 1999-2008 se distingue très favorablement par rapport aux années 60 et 70, ce qui souligne encore davantage l'évolution favorable de l'activité au cours des « années euro ». La croissance moyenne est certes marginalement moins élevée que durant la période 1980-1989. Elle démontre cependant d'une bien plus grande stabilité dont atteste un écart-type bien inférieur, se situant à 2,9% contre 3,8% dans les années quatre-vingt. Il est symptomatique de constater que

seules les années quatre-vingt-dix peuvent rivaliser avec les « années euros », tant en ce qui concerne le niveau que la stabilité de la croissance. Cette période correspond peu ou prou à la phase de convergence vers l'euro. Elle a vu la mise en œuvre de diverses réformes structurelles, qui ont favorisé l'intégration des marchés financiers et des marchés de biens et services (Marché unique).

Les PIB en volume de 2009 ne sont bien entendu pas encore connus, de sorte qu'ils ne peuvent être intégrés aux chiffres du tableau. Cette incorporation induira bien évidemment une forte baisse de la croissance moyenne enregistrée postérieurement à 1998. Cette diminution sera cependant le reflet d'une crise mondiale exceptionnelle, sans équivalent depuis la fin de la seconde guerre mondiale et qui de surcroît ne présente aucun « lien de parenté » avec l'euro. Comme l'indique la partie 1.3.8 du chapitre, la monnaie unique a au contraire contribué à amortir la crise.

L'euro en particulier et le processus d'intégration européenne en général sont allés de pair avec un accroissement soutenu de l'activité économique et, partant, de l'emploi. L'euro a également conforté l'emploi par un autre biais que l'augmentation directe de la demande de travail de la part des entreprises. Le marché de l'emploi est bien entendu le lieu de rencontre de la demande et de l'offre de travail. Or au Luxembourg, l'offre de travail repose dans une large mesure sur l'emploi frontalier, dont l'évolution a été favorisée par l'avènement de l'euro.

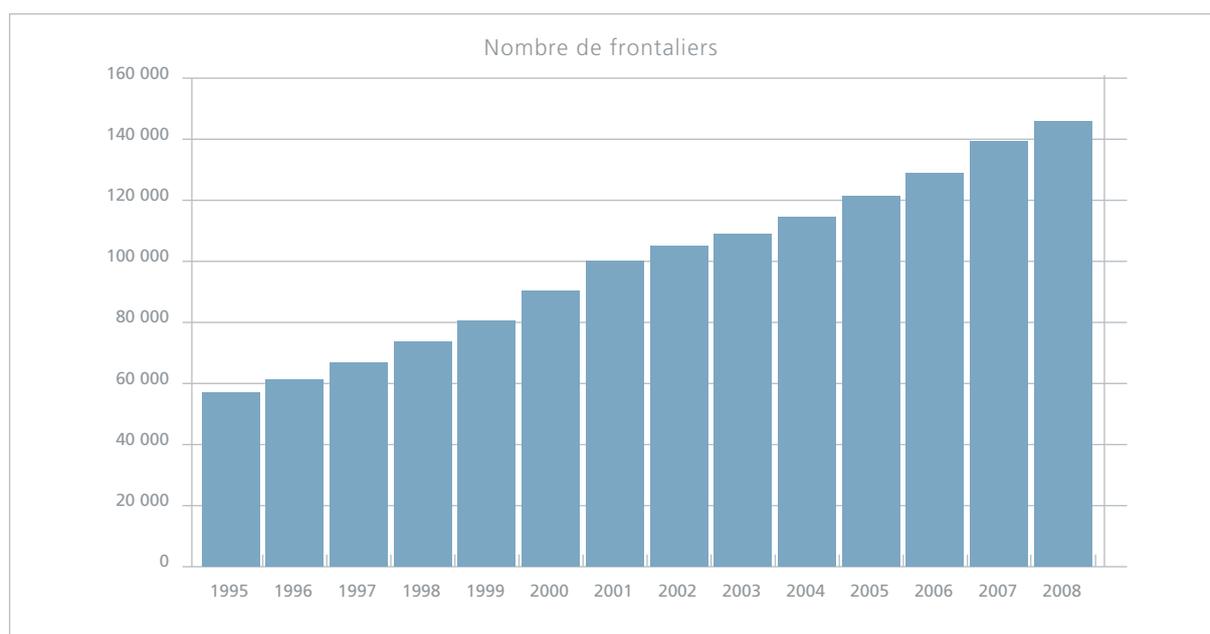
Les travailleurs frontaliers constituent pour le Luxembourg un important réservoir de main-d'œuvre. La population résidente ne suffit en effet pas à alimenter la forte progression de l'emploi que requiert une croissance économique élevée. En l'absence du segment

frontalier, le Luxembourg n'aurait pu enregistrer la forte hausse du PIB observée sur le tableau précédent, car la croissance économique se serait heurtée à une insuffisance chronique de main-d'œuvre, tant en termes de volumes que de formations requises. L'accroissement de la demande se serait traduit par une poussée de l'inflation plutôt que par une progression du PIB, la main-d'œuvre disponible s'avérant insuffisante.

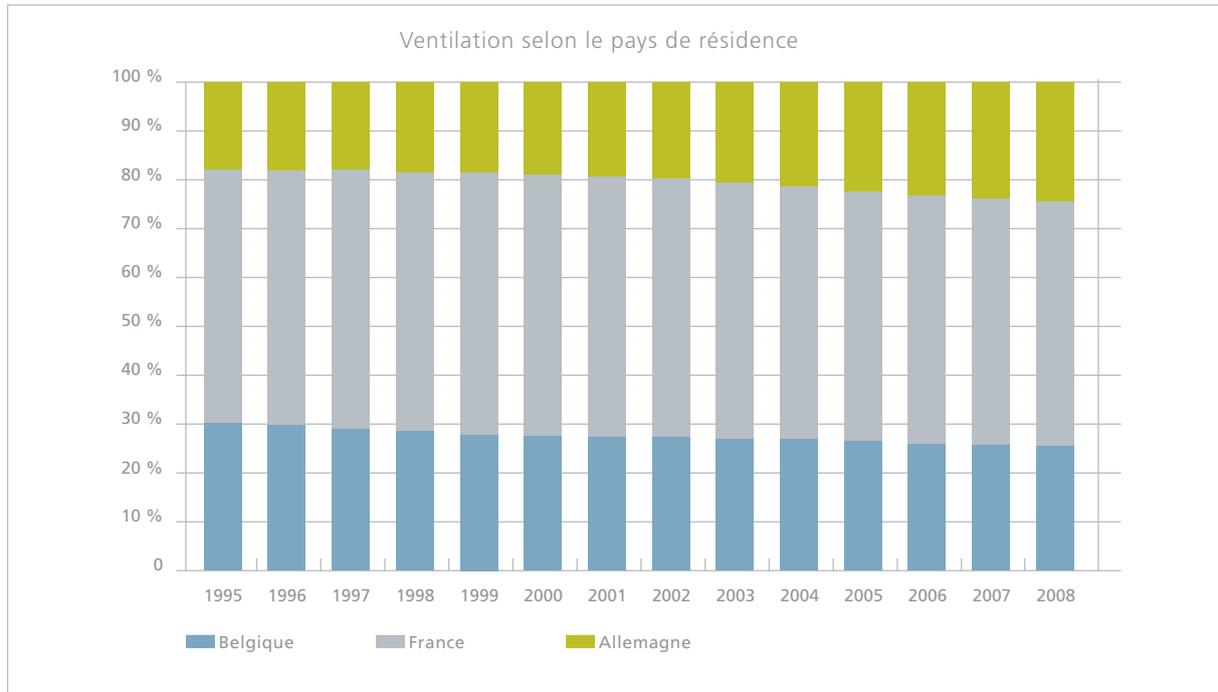
Un réservoir de travailleurs frontaliers qualifiés importe donc énormément pour le Luxembourg. Or le processus d'unification européenne a incité les frontaliers à exercer une profession au Luxembourg, en éliminant nombre d'obstacles réglementaires, fiscaux et sociaux à la mobilité de la main-d'œuvre. En témoigne l'augmentation considérable du nombre de frontaliers enregistrée en dix ans.

GRAPHIQUE 77 : NOMBRE DE TRAVAILLEURS FRONTALIERS AU LUXEMBOURG ET VENTILATION EN FONCTION DU PAYS DE RÉSIDENCE

(NOMBRE DE PERSONNES ET POURCENTAGES, RESPECTIVEMENT)



1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE



Source : Statec

Alors que le Luxembourg comptait 73 600 frontaliers en 1998, ils étaient 145 800 fin décembre 2008, ce qui équivaut quasiment à un doublement en l'espace d'une décennie (+72 200 personnes). Pour rappel, l'emploi total s'est dans le même temps accru à raison de 110 000 personnes, ce qui illustre de manière frappante l'importance du phénomène frontalier.

L'euro explique sans doute en partie l'accroissement sans précédent de la population frontalière. Il a en effet pu inciter les frontaliers à venir au Luxembourg, du fait de la disparition des frais de conversion, en particulier pour les frontaliers français et allemands contraints de convertir en francs français et en marks, respectivement, des rémunérations perçues en francs belgo-luxembourgeois. L'instauration de l'euro scriptural a en outre accru la transparence du marché du travail : il est devenu beaucoup plus aisé pour des personnes établies en Allemagne et en France de comparer les salaires nets – généralement élevés – proposés au Luxembourg d'une part et dans leurs pays de résidence respectifs d'autre part. Enfin, l'instauration de l'euro a eu pour conséquence la suppression du risque de change, qui affectait surtout les frontaliers allemands du fait de la force intrinsèque du mark.

L'importante mutation de la répartition des frontaliers par pays de résidence observée de 1998 à 2008 semble d'ailleurs corroborer cette explication « monétaire » de l'accroissement du nombre de frontaliers. En l'espace de dix années seulement, c'est-à-dire dans la foulée de l'introduction de l'euro scriptural, la proportion des frontaliers allemands est devenue pratiquement identique à celle des frontaliers belges, alors qu'ils étaient beaucoup moins nombreux en 1998. Ainsi, la part des résidents allemands est passée en 10 ans de 18,3 à 24,5% du nombre total de frontaliers. Les Belges sont dans le même temps passés de 28,5 à 25,6% du total. Nombre de facteurs économiques, voire même sociologiques, distincts de l'euro ont certes pu expliquer cette évolution.

Il est cependant symptomatique de constater que la part des frontaliers qui courraient un risque de change élevé avant l'apparition de l'euro, du fait de la possible dépréciation du franc belgo-luxembourgeois, s'est accrue. A l'inverse, la proportion des Belges qui, avant même l'avènement de la monnaie unique, n'étaient nullement affectés par le risque de change et ne supportaient aucun coût de conversion du fait de l'appartenance commune de la Belgique et du Luxembourg

à l'UEBL, a diminué. Si cette interprétation monétaire des mouvements de frontaliers n'est certainement pas exclusive d'autres explications, elle épouse bien les évolutions, observées de 1998 à 2008, de la structure de la population frontalière. Il semble donc bien que l'incidence positive de l'euro ait induit un accroissement de l'offre de travail et, en conséquence, un PIB potentiel plus élevé.

L'important réservoir de travailleurs frontaliers a ensuite exercé une influence sur la façon dont l'économie luxembourgeoise réagit face à un choc asymétrique, ce qui ne manque pas d'intérêt dans une union monétaire telle que la zone euro. Selon d'aucuns, les chocs asymétriques posent problème au sein d'une union monétaire en l'absence d'une mobilité suffisante des facteurs travail et capital. Dans de telles circonstances, un choc économique négatif, centré sur un pays donné, va donner lieu à une augmentation marquée et durable du chômage. Toujours en présence de facteurs de production peu mobiles, un choc économique positif va quant à lui se heurter à une insuffisance de l'offre de travail. Il va en conséquence se traduire par une progression excessive des salaires et de l'inflation. Le Luxembourg n'est guère menacé par ce problème potentiel, grâce à d'importantes réserves de travailleurs frontaliers. Il est dès lors en mesure de profiter à plein des avantages offerts par l'union monétaire.

Le Luxembourg occupe en effet une position privilégiée du point de vue du marché de l'emploi, car il bénéficie d'une main-d'œuvre « élastique ». En cas de chocs asymétriques positifs (négatifs) frappant le Luxembourg, le chômage et le marché du travail affichent une plus forte stabilité que dans des pays étrangers faisant face aux mêmes évolutions, car le nombre de frontaliers tend à s'ajuster en conséquence et joue de ce fait un rôle d'amortisseur. Il importe de mentionner que ce rôle d'amortisseur ne découle nullement de politiques discrétionnaires. Il reflète simplement la structure du marché du travail, par exemple le nombre élevé de frontaliers employés dans l'intérim.

1.3.7. Un meilleur encadrement des finances publiques

Un cadre européen de surveillance multilatérale des finances publiques nationales a été mis en place avant même

l'avènement de la monnaie unique. De façon schématique, le raisonnement économique ayant présidé à la mise en œuvre de ce cadre est le suivant : un pays isolé émettant davantage d'instruments de dette, afin de financer un déficit additionnel, sera en principe pénalisé par des taux d'intérêt plus élevés sur ces titres, en raison de l'accroissement du risque de crédit perçu par le marché. S'y ajoute un effet d'éviction, induit par une demande excédentaire de fonds sur le marché des titres. Ces taux accrus constituent une pénalité, qui va inciter l'Etat en question à gérer son budget avec prudence – du moins toutes choses égales par ailleurs.

Cet effet de dissuasion va sinon disparaître, du moins s'atténuer au sein d'une Union monétaire. En l'absence de mécanismes de coordination, les Etats membres sont incités à se conduire en « free-rider », en émettant de la dette publique. La pénalité d'intérêt est en effet faible, car elle se dilue au sein de ce vaste ensemble que constitue l'Union monétaire.

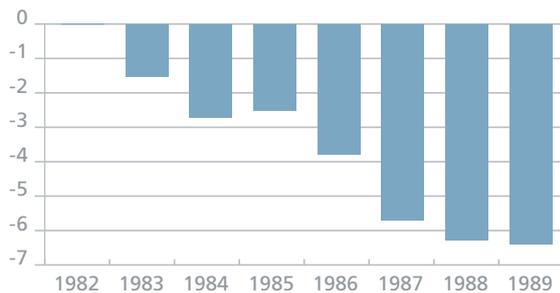
Il s'agit là d'un des principaux arguments ayant présidé à l'adoption d'un cadre de surveillance multilatérale. La pièce angulaire de ce cadre est le Pacte de Stabilité et de Croissance, adopté en 1997. Il repose lui-même sur les valeurs de référence de 3% (déficits) et 60% du PIB (dette), déjà intégrées au Traité Instituant la Communauté Européenne de 1992. Le respect en toutes circonstances de la valeur de référence de 3% implique que les Etats membres se conforment à des « objectifs budgétaires à moyen terme » (OMT), définis en termes de soldes structurels (c'est-à-dire corrigés de l'incidence des cycles économiques et apurés de l'impact de certaines mesures temporaires). Dans les actualisations successives de leurs Programmes de Stabilité, les Etats membres doivent présenter des itinéraires de convergence vers ces OMT. Les OMT peuvent différer d'un Etat à l'autre, en fonction de spécificités nationales. L'OMT luxembourgeois est actuellement un solde structurel de -0,8% (donc un déficit), mais il est appelé à s'accroître prochainement en vertu d'une révision générale des OMT par les autorités européennes, qui vise à prendre davantage en compte l'incidence sur les finances publiques du vieillissement démographique. La réforme n'est pas finalisée au stade actuel, mais elle aboutira selon toute vraisemblance à un OMT de l'ordre de +1% du PIB pour le Luxembourg.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Correctement appliqué, ce cadre européen permet de prémunir un Etat membre contre le sort subi par la Belgique à la fin des années '70 et au début des années '80, ce pays ayant alors enregistré une détérioration massive de ses finances publiques. Il en a résulté une longue et douloureuse austérité budgétaire, ayant sévi de 1982 au début des années quatre-vingt-dix, avec à la clef une stagnation du revenu disponible. Si elle ne peut être appréhendée de façon précise faute de séries statistiques suffisamment longues, cette stagnation se reflète cependant dans l'évolution de la consommation privée en Belgique (voir le graphique ci-joint).

GRAPHIQUE 78 : ÉVOLUTION DE LA CONSOMMATION PRIVÉE EN BELGIQUE PAR RAPPORT À LA MOYENNE EUROPÉENNE DEPUIS 1982 (EU-15)

(ECARTS CUMULÉS DEPUIS 1982, EN %)



Source : AMECO

L'évolution des finances publiques au sein de la zone euro a été des plus favorables de 1993³⁷ – soit l'année qui a suivi l'adoption du Traité de Maastricht – à 2008. Cette évolution s'est manifestée à la faveur des efforts de convergence vers l'euro accomplis de 1993 à 1997 et du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) à partir de 1997, et ce en dépit de l'assouplissement du PSC consacré par la réforme de 2005. Pour rappel, cette dernière réforme a été menée à bien sous la Présidence luxembourgeoise de l'Union européenne.

Le Luxembourg s'est quant à lui caractérisé par des soldes excédentaires tout au long de la période d'observation, sauf en 2004. L'euro et le cadre de surveillance européen qui l'a accompagné n'ont joué qu'un rôle mesuré dans l'évolution des finances publiques luxembourgeoise au cours de la période sous revue, dans la mesure où les

soldes des administrations publiques luxembourgeoises ont nettement excédé tant la valeur de référence (déficit effectif de 3% du PIB) que les objectifs budgétaires à moyen terme du Luxembourg (déficit structurel de 0,8% du PIB dans la plus récente actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg). En outre, l'incidence sur les charges d'intérêt de la diminution des taux observée durant les « années euro » ne peut avoir affecté le Luxembourg qu'à la marge, compte tenu de la faible ampleur de la dette publique.

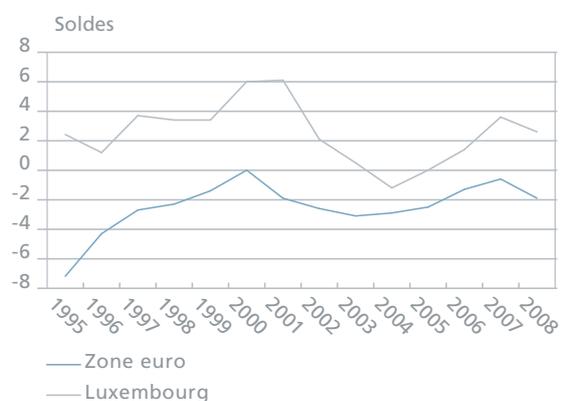
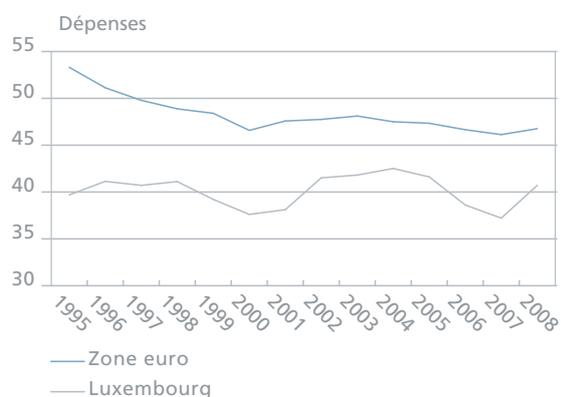
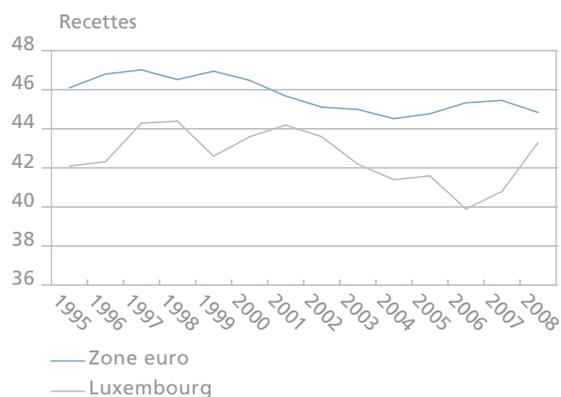
L'année 2008 se caractérise par une détérioration des finances publiques de la zone euro et du Luxembourg. Il faut cependant y voir l'incidence d'une crise économique particulièrement prononcée, l'euro n'étant bien évidemment pas lié à cette évolution. Au Luxembourg, le solde relatif à 2008 a au demeurant fait preuve d'une certaine résilience du fait notamment du dynamisme des recettes de TVA. Les administrations publiques ont enregistré un excédent de 2,6% du PIB en 2008, contre 3,6% l'année précédente. Cette détérioration de 1% paraît en définitive limitée, compte tenu de la diminution de 0,9% du PIB en volume estimée pour 2008.

Cette relative résilience ne devrait cependant pas durer. Selon les projections de finances publiques de la BCL, qui sont décrites par ailleurs dans le présent rapport, les administrations publiques accuseraient un déficit de près de 4% du PIB en 2009, de plus de 5% en 2010 et de plus de 6% en 2011. Cette détérioration sans précédent serait certes en partie le reflet de la situation conjoncturelle, mais pas uniquement. Compte tenu de la diminution de la croissance tendancielle, le solde apuré de l'incidence de la conjoncture serait en effet déficitaire à raison de quelque 5,2% en 2011. En l'absence de mesures nouvelles, les finances publiques luxembourgeoises connaîtraient donc une périlleuse dérive. S'y ajouterait au-delà de 2011 l'impact du vieillissement de la population, qui est abordé plus avant dans la partie 1.3.9 du présent chapitre.

37 Les graphiques ne comprennent pas de données antérieures à 1995, faute de données complètes et suffisamment homogènes dans l'ensemble des 16 pays de l'actuelle zone euro.

**GRAPHIQUE 79 :
EVOLUTION DES RECETTES, DES DÉPENSES ET
DES SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO**

(EN % DU PIB)



Sources : Eurostat

Le Luxembourg partait pourtant d'une situation beaucoup plus favorable que la moyenne des autres pays de la zone euro en matière de finances publiques. Le solde des administrations publiques est certes demeuré plus favorable que dans l'ensemble de la zone euro en 2008, mais le différentiel s'est fortement amenuisé depuis 1995, en particulier de 2000 à 2004. Il s'est un peu élargi par la suite, mais uniquement à la faveur de recettes extrêmement dynamiques de 2006 à 2008.

Il est à ce propos symptomatique que la sensible hausse des recettes observée durant les périodes 1999-2002 et 2006-2008, se soit accompagnée dans les deux cas d'une nette progression des ratios de dépenses. Ces ratios auraient pourtant dû être dilués, tant en 1999-2002 que de 2006 à 2008, par la croissance nominale soutenue du PIB. Il aurait été bien préférable de capitaliser les recettes additionnelles engrangées au cours de ces périodes de haute conjoncture. Le Luxembourg aurait alors été plus à même de faire face à l'actuel ralentissement conjoncturel, tout en assurant le préfinancement des engagements futurs de la sécurité sociale.

1.3.8. Crise économique et financière : l'euro constitue un excellent amortisseur de la crise

Les évolutions macro-économiques dépeintes ci-dessus ne portent pas entièrement la marque de la présente crise, puisque les séries s'interrompent le plus souvent en 2008. Trois remarques s'imposent cependant en la matière. En premier lieu, les évolutions défavorables attendues pour 2009 succèdent à une période au cours de laquelle nombre d'indicateurs se sont améliorés, comme l'attestent par exemple l'évolution du PIB ou de l'emploi total. En second lieu, la prompt réaction de l'Eurosystème a permis d'éviter une aggravation de la crise financière. Il aurait été bien plus difficile pour des autorités monétaires distinctes de mettre en place une réponse unique à la crise financière, qui s'imposait compte tenu du caractère multinational de cette dernière.

En troisième lieu, la décélération économique n'est nullement due à la monnaie unique, comme en témoigne d'ailleurs l'acuité de la récession dans divers pays n'appartenant pas à la zone euro. Des pays particulièrement touchés tels que l'Islande envisagent d'ailleurs d'adhérer à l'Union européenne et ultérieurement à la zone euro,

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

afin de neutraliser la vulnérabilité de leurs économies aux fluctuations des cours de change et de disposer d'un meilleur ancrage des anticipations inflationnistes.

La période pré-UEM illustre d'ailleurs l'instabilité économique inhérente à l'absence d'une politique monétaire unique. Cette période a en effet été émaillée de crises de change diverses, qui ont donné lieu à une considérable hausse des taux d'intérêt et à une extrême volatilité de ces derniers.

Pour ne citer qu'un exemple, le 16 septembre 1992, la livre, la lire et la peseta franchissent leurs taux planchers respectifs, définis au sein du Système Monétaire Européen (SME). La livre sterling est exclue du mécanisme, la lire subit le même sort le 17 septembre tandis que la peseta et l'escudo sont dévalués. Ces événements découlaient notamment du rejet par le Danemark du Traité de Maastricht, lors d'un référendum organisé dans ce pays le 2 juin 1992, et de la persistance de déséquilibres extérieurs importants affectant le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne. Une fois engagée, la crise du SME a affecté non seulement les trois pays précités, mais également des pays comme la France et l'Irlande, dont la monnaie a également été mise sous pression. La crise a de surcroît montré que la spéculation contre les devises ayant atteint leurs marges de fluctuation pourrait s'avérer profitable, ce qui contribuera à alimenter l'instabilité au-delà de septembre 1992.

Une nouvelle vague d'instabilité culmine en juillet 1993, dans la foulée de nouvelles dévaluations en janvier (livre irlandaise) et mai (à nouveau la peseta et l'escudo). A la fin de ce mois de juillet, les banques centrales françaises, danoises, belges et portugaises sont contraintes de relever leurs taux directeurs et d'intervenir sur les marchés des changes. Le 2 août 1993, les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales décident de maintenir les cours-pivot du SME, tout en élargissant à 15% les marges de fluctuation autour de ces cours-pivot. Il en résulte une sensible dépréciation du franc belgo-luxembourgeois par rapport au mark allemand. Le franc atteint son écart maximal par rapport au cours-pivot du mark, à savoir 6,5%, le 14 octobre 1993. La BNB ayant maintenu une stricte politique de taux, la valeur du franc se redresse sensiblement vers la fin de l'année 1993, l'écart précité par rapport au mark revenant alors à 1%.

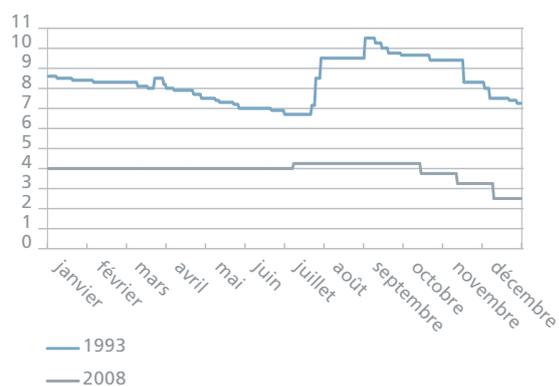
Au total cependant, la période s'étendant de septembre 1992 à la fin 1993 s'est caractérisée par une forte volatilité des taux du marché monétaire et même des cours de change. Un tel climat a bien entendu été dommageable aux grands équilibres macro-économiques. A titre d'exemple, la formation brute de capital fixe en volume des économies belge et luxembourgeoise atteignait à peine, en 1993 et 1994, le niveau observé en 1991, soit avant la survenance de la crise monétaire.³⁸ S'il est difficile d'imputer cette évolution à une cause unique – la crise du SME en l'occurrence – cette stagnation surprend par sa durée. La formation de capital fixe est particulièrement exposée aux fluctuations de change et de taux d'intérêt, qui contrarient l'élaboration et la mise en œuvre des programmes d'investissement des sociétés.

La présente crise aurait pu en l'absence de l'euro se traduire par une instabilité similaire des cours de change et des taux d'intérêt, voire même par des fluctuations plus amples encore du fait de l'acuité de cette crise. Une telle situation aurait contraint des pays tels que la Belgique et le Luxembourg à rehausser leurs taux d'intérêt au moment précis où la conjoncture s'est affaïssée. Selon toute vraisemblance, cet effet « pro-cyclique » aurait fortement contrarié l'impact sur l'activité des plans de relance adoptés par les gouvernements, voire même rendu impossible l'adoption de ces plans.

L'euro a au contraire neutralisé ces facteurs d'instabilité, comme l'illustre une simple comparaison de l'évolution des taux directeurs en 1993 et 2008 (graphique 80). Ce faisant, la monnaie unique a bien contribué à amortir l'incidence sur les économies de la zone de la crise économique et financière.

38 Source : base de données AMECO de la Commission européenne.

GRAPHIQUE 80 :
EVOLUTION DU TAUX CENTRAL DE LA BNB EN 1993
ET DU TAUX DIRECTEUR DE L'EUROSYSTÈME EN 2008



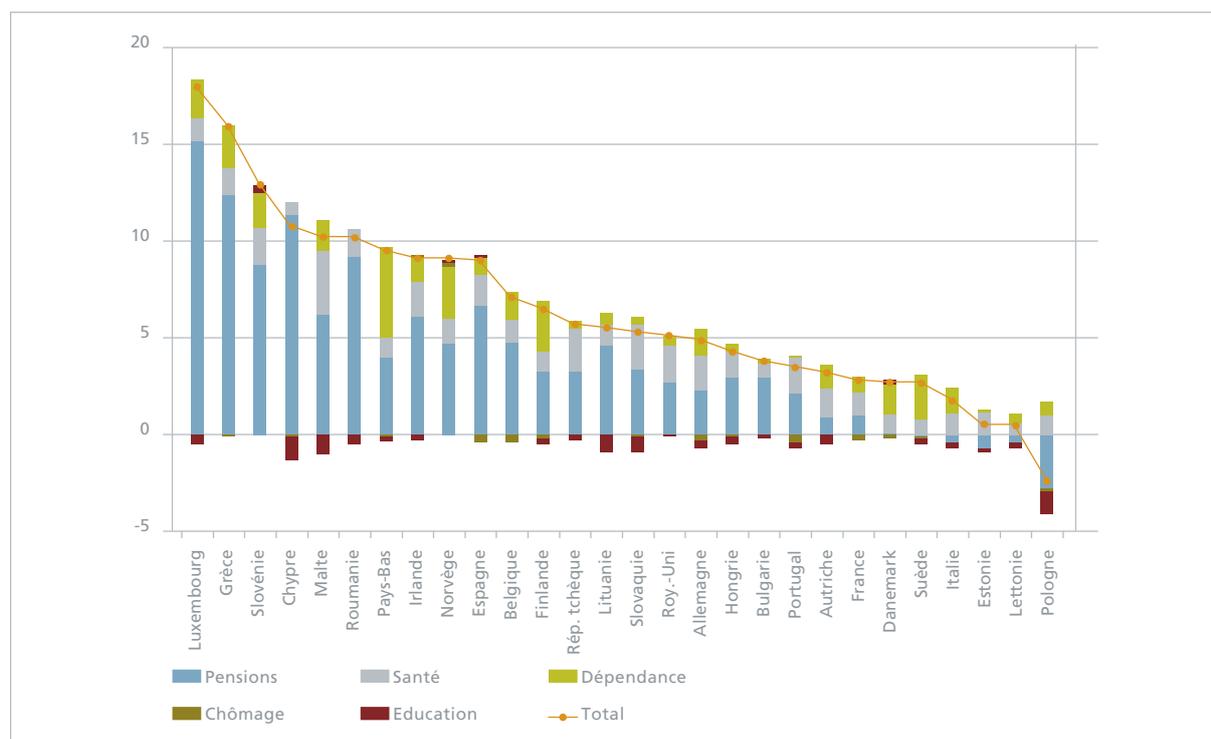
Sources : BNB, BCE.

1.3.9. Les défis : comment valoriser au mieux les avantages offerts par l'euro.

1.3.9.1. Finances publiques : veiller à la soutenabilité à terme, notamment des pensions

Comme l'indique la partie 1.3.7 ci-dessus, les finances publiques luxembourgeoises paraissent saines sur la seule base des données de court terme. Les indicateurs de soutenabilité à terme des finances publiques livrent cependant un message bien différent. Ainsi, les perspectives de long terme des finances publiques luxembourgeoises paraissent bien compromises selon les récentes projections du Comité de Politique Economique (CPE) et de la Commission européenne. Au Luxembourg, les dépenses liées au vieillissement devraient s'accroître à raison de 18% du PIB de 2007 à 2060, dont 15% pour les seules pensions. Le chapitre du présent rapport où sont décrites les projections de finances publiques montre par ailleurs qu'au coût du vieillissement s'ajouteront vraisemblablement d'importants déficits structurels des administrations publiques dès 2009.

GRAPHIQUE 81 : AUGMENTATION DES DÉPENSES PUBLIQUES OCCASIONNÉE PAR LE VIEILLISSEMENT DE 2007 À 2060
 (EN % DU PIB)



Sources : Comité de Politique Economique (2009).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Il en résulterait, à politique inchangée, une augmentation sans précédent de la dette publique. Une telle évolution est particulièrement dommageable dans le cadre d'une union monétaire, ce qui démontre par l'absurde la nécessité absolue de réformes majeures dans le domaine des pensions et de l'assurance maladie.

L'intégration des engagements implicites de la sécurité sociale dans la formule de calcul des objectifs budgétaires à moyen terme, qui devrait être opérationnelle lors de la prochaine actualisation des programmes de stabilité nationaux, va inciter le Luxembourg à consolider ses finances publiques, ce qui souligne l'apport du cadre institutionnel européen en la matière. Cet effort de préfinancement devrait cependant s'avérer insuffisant compte tenu de la fragilité des finances publiques luxembourgeoises sur un horizon de moyen terme. D'où la nécessité de compléter le cadre européen par des modalités nationales d'assainissement budgétaire, y compris des normes budgétaires nationales. Compte tenu du niveau élevé des dépenses publiques au Luxembourg, du moins en niveaux absolus, il s'imposerait par exemple de mettre en place une norme

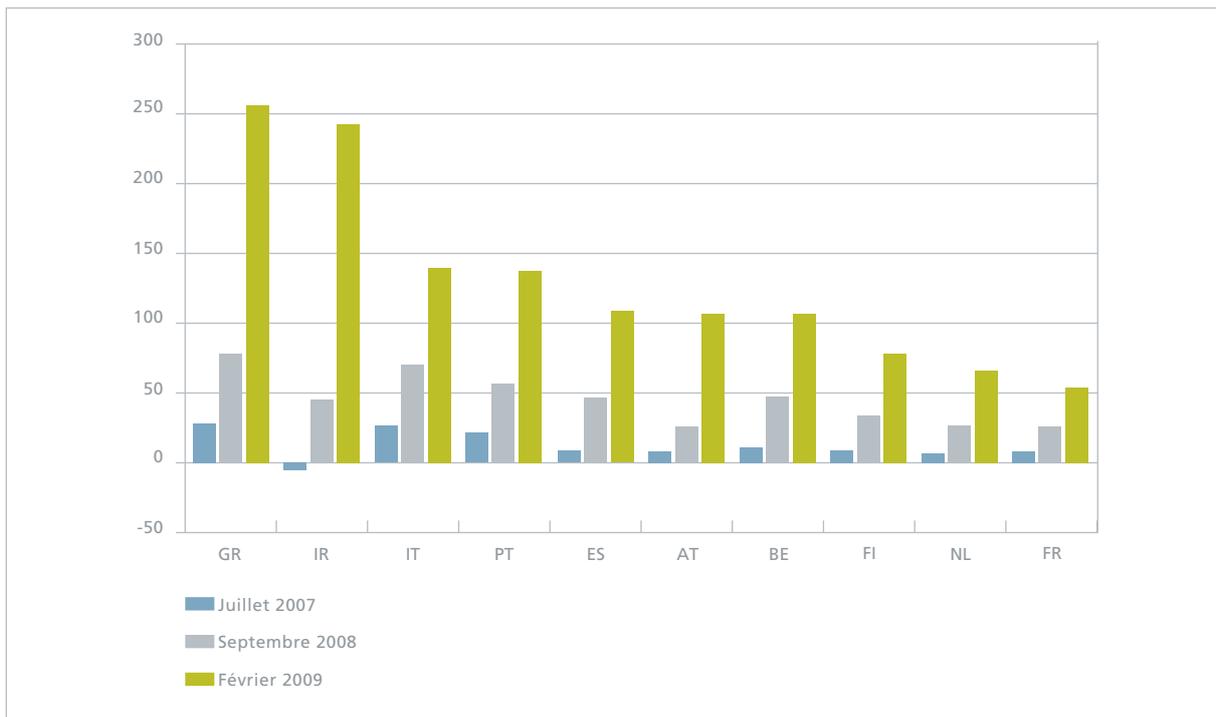
prévoyant que la croissance des dépenses courantes ne peut excéder la croissance moyenne des dépenses similaires observée dans les pays limitrophes.

En l'absence d'une politique de consolidation budgétaire et de réformes décisives de la sécurité sociale, le Luxembourg s'expose à un risque de dérapage des finances publiques. Comme l'illustre le cas de la Belgique évoqué ci-dessus, il est difficile et socialement très douloureux de remédier à un tel dérapage une fois qu'il s'est produit, d'où l'importance d'une politique proactive en la matière.

Une dette publique en forte progression donnerait mécaniquement lieu à une nette augmentation des charges d'intérêt, comme l'illustre le chapitre du présent rapport relatif aux finances publiques. Cet effet d'éviction limiterait drastiquement la marge de manœuvre des autorités, tant sur le plan social que du point de vue économique. La montée en puissance des charges d'intérêt pourrait en outre être confortée par une hausse du taux implicite moyen de la dette, qui

GRAPHIQUE 82 : OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS : DIFFÉRENTIELS DE TAUX PAR RAPPORT À L'ALLEMAGNE

(EN POINTS DE BASE)



Source : BCE

peut survenir même au sein d'une Union monétaire. Un puissant cercle vicieux serait alors amorcé.

Les taux d'intérêt supportés par les Etats ne sont en effet pas nécessairement égaux en toutes circonstances au sein d'une Union monétaire, comme l'atteste l'élargissement récent des différentiels d'intérêt relatifs aux obligations d'Etat. Amorcé en automne 2008, cet élargissement est devenu particulièrement visible au début de 2009. Selon une étude de la BCE,³⁹ les différentiels d'intérêt en question reflètent certes en partie une trop faible liquidité de certains marchés, mais également la crainte des investisseurs face à la détérioration des finances publiques dans divers Etats membres.

Ces données rappellent que même au sein d'une union monétaire, les marchés sont susceptibles de pénaliser les Etats dont les finances publiques ne sont pas perçues comme étant suffisamment saines. L'Union monétaire atténue certes les différentiels occasionnés par des disparités en matière de liquidité, du fait de la meilleure intégration des marchés obligataires. Elle met en outre fin au risque de change. Cependant, un pays ne gérant pas ses finances publiques de façon suffisamment proactive sera bel et bien confronté à la discipline des marchés.

La détérioration prévisible de la soutenabilité à terme des finances publiques illustre l'importance de la maîtrise des dépenses, dont la flexibilité à la baisse doit être impérativement renforcée. Dans le domaine des finances publiques, les bienfaits de l'euro ne peuvent être captés que si les gains associés au plus grand dynamisme de l'économie et aux charges d'intérêt moindres ne sont pas contrecarrés par des dépenses additionnelles.

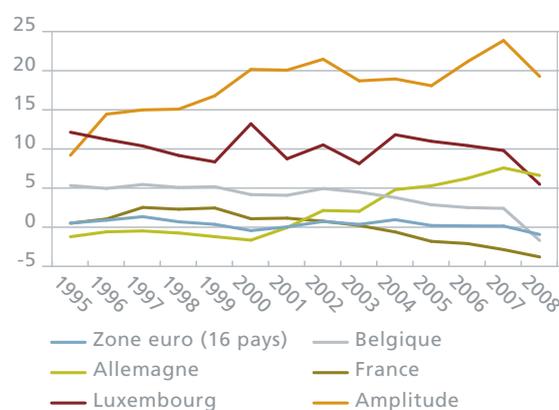
1.3.9.2. Amélioration de la compétitivité de l'économie et une moindre rigidité du mode de formation des salaires

Une surveillance étroite de la compétitivité est particulièrement de mise au sein d'une union monétaire, pour au moins deux raisons. D'une part, les Etats ne peuvent

bien entendu recourir à l'arme du taux de change au sein d'une telle union. La perte de cet instrument est au demeurant moins problématique qu'il n'y paraît. Du fait de son impact dérivé sur l'inflation, une dépréciation du taux de change ne pouvait de toute manière influencer la compétitivité de l'économie que sur un horizon de court terme.

GRAPHIQUE 83 : SOLDES DE LA BALANCE COURANTE

(EN % DU PIB)



Source : AMECO.

Amplitude = différence entre le solde le plus favorable et le solde le plus défavorable, le tout au sein de la zone euro. En raison de leur forte volatilité, les soldes de Malte, du Luxembourg et de Chypre ont été neutralisés lors du calcul de l'amplitude.

D'autre part, une perte de compétitivité peut n'être décelée qu'avec retard au sein d'une union monétaire, du fait de l'atténuation des contraintes de balance des paiements. Comme le montre le graphique 83, l'amplitude des soldes de la balance des paiements s'est accrue entre 1995 et 2008 au sein de la zone euro. Alors que cette amplitude était inférieure à 10 points de PIB en 1995, elle s'établissait en effet à près de 20 points en 2008. Ce doublement de l'amplitude pourrait refléter le phénomène des « déficits sans larmes ». Au sein d'une union monétaire, il est en effet aisé d'assurer le financement de déficits courants. Les pertes de compétitivité sont de ce fait moins visibles, du moins à court terme, au sein d'une telle union.

Le phénomène de « déficits sans larmes » permet à des pays de négliger ou de tolérer plus aisément d'éventuels problèmes de compétitivité. D'où l'importance d'un suivi continu de la position compétitive des différents pays au sein d'une union monétaire, où les contraintes de balances

39 Manganelli, Simone et Wolswijk, Guido, What drives spreads in the euro area government bond market ?, Economic Policy, 58, avril 2009.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

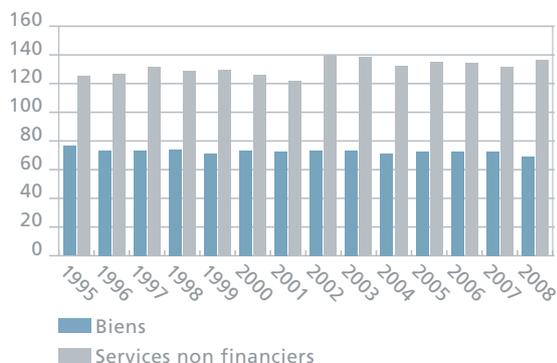
de paiement sont moins immédiates et ne contribuent dès lors plus à « ramener les pays déviants sur le droit chemin ».

Comme l'indique le graphique 83, la balance courante du Luxembourg présente toujours un important surplus, qui équivalait en 2008 à 5,5% du PIB. Cet excédent tend cependant à reculer au fil du temps. Il atteignait encore 9% du PIB en 1998 et même quelque 12% en 2004. Le recul fut particulièrement marqué en 2008, sous l'influence il est vrai d'une détérioration marquée du solde des services financiers.

Les activités non financières délivrent un message plus mitigé, comme l'indique le graphique suivant. D'une part, le taux de couverture des importations de marchandises par les exportations de biens tend à décroître au fil du temps, ce qui suggère un affaiblissement graduel de la compétitivité de l'industrie luxembourgeoise. D'autre part, le taux de couverture relatif aux services non financiers s'est maintenu à un niveau élevé tout au long de la période considérée, enregistrant même une hausse de 1998 à 2008. Il convient cependant de noter que ces services, bien que « non financiers », ont pu bénéficier de l'effet d'entraînement des activités financières, au-delà de tout effet de compétitivité.

GRAPHIQUE 84 :
TAUX DE COUVERTURE DES IMPORTATIONS
PAR LES EXPORTATIONS DE BIENS ET
DE SERVICES NON-FINANCIERS

(EN %)



Source : BCL.

Note : le taux relatif aux biens est issu de la balance commerciale (exportations nominales sur importations nominales). Le taux relatif aux services non financiers résulte du rapport entre les crédits et les débits de services non financiers.

Le diagnostic d'une perte de compétitivité est amplement confirmé par les indicateurs de compétitivité prix et coût commentés par ailleurs dans le présent rapport annuel. L'indicateur basé sur le coût salarial unitaire de l'ensemble de l'économie a connu une détérioration particulièrement manifeste au cours des années récentes, ce qui souligne une fois de plus les dangers inhérents à un mode de formation des salaires particulièrement rigide. Pour rappel, le Luxembourg est l'un des rares pays de la zone euro où prévaut l'indexation automatique et généralisée des rémunérations aux prix, ce qui l'expose bien davantage que les autres pays de la zone à des chocs asymétriques tels qu'une hausse du prix des matières premières. Ce dernier effet est d'autant plus affirmé que le Luxembourg n'a pas adopté un indice santé « à la belge ». Pour rappel, l'indice qui sert de base au mécanisme d'indexation en Belgique est apuré de l'impact des boissons alcoolisées, du tabac et des carburants à l'exception du LPG.

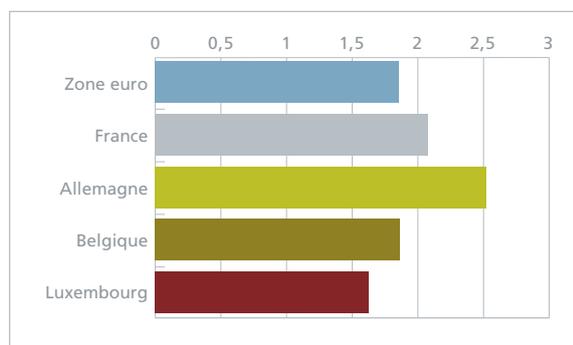
1.3.9.3. La diversification économique et les dépenses de recherche et développement

La recherche et le développement (R&D) constitue un domaine clé de la stratégie de Lisbonne. Ainsi, le Conseil européen a fixé comme objectif d'accroître les dépenses de R&D publique et privée à 3% du PIB pour l'Union européenne. Le Gouvernement luxembourgeois a retenu ce même seuil de 3% comme objectif national.

Or comme l'indique le graphique suivant, basé sur des données de 2007, le Luxembourg est toujours très éloigné de l'objectif des 3%, en dépit des efforts budgétaires récemment accomplis par les pouvoirs publics – notamment la création de l'Université du Luxembourg. L'écart entre l'objectif de 3% du PIB et la situation présente se monte même à 1,4% du PIB. Il s'explique certes en partie par le fort taux de croissance du PIB observé jusqu'en 2007, qui a eu pour effet de diluer le ratio des dépenses de R&D. Il n'en reste pas moins vrai qu'un effort de rattrapage s'impose, ne fût-ce que pour accélérer la nécessaire diversification de l'économie luxembourgeoise.

GRAPHIQUE 85 :
DÉPENSES INTÉRIEURES BRUTES DE R&D,
PUBLIQUES ET PRIVÉES, EN 2007

(EN % DU PIB)



Source : Eurostat.

L'économie luxembourgeoise est en effet a priori insuffisamment diversifiée. En témoigne le poids économique élevé du secteur financier. Il avait en effet à son actif 27% de la valeur ajoutée brute (VAB) en 2007, soit bien davantage que l'industrie et la construction, qui représentent conjointement moins de 16% de la VAB. Alors que les branches relevant de la finance alimentent 27% du PIB

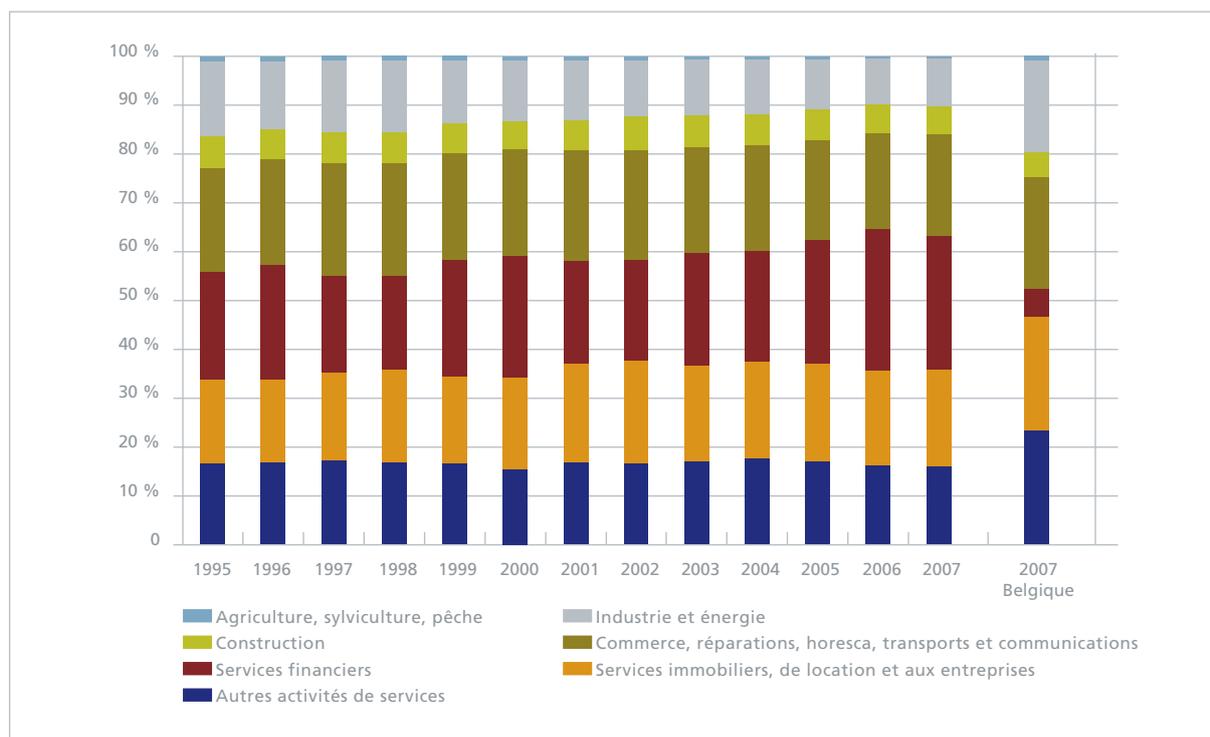
au Luxembourg, leur apport à la VAB se limite à 5,6% dans un pays européen « standard » tel que la Belgique et à 5,1% dans la zone euro (16 pays).⁴⁰ Cette prépondérance du secteur financier par rapport à l'industrie et à la construction s'est par ailleurs accentuée au fil du temps. Il est frappant de constater qu'en 1995, ces activités pesaient encore d'un poids équivalent, puisqu'elles représentaient toutes deux 22% de la VAB.

Par ailleurs, selon le CODEPLAFI,⁴¹ 34% des recettes fiscales de l'Etat luxembourgeois ont en 2007 été alimentées de façon directe ou indirecte par les activités financières. C'est d'ailleurs cette dépendance qui explique le fort recul des recettes budgétaires enregistré au cours des cinq premiers mois de 2009.

Le Luxembourg peut certes se féliciter d'abriter une place financière de référence. En outre, le secteur financier luxembourgeois n'est nullement monolithique : il regroupe nombre d'activités différentes. Ce caractère composite du secteur a d'ailleurs permis au Luxembourg de mieux résister à la crise financière que la quasi-totalité des autres places financières importantes. Le poids relativement faible des branches non financières n'en constitue pas moins une vulnérabilité, comme l'illustre d'ailleurs la présente crise.

GRAPHIQUE 86 : COMPOSITION PAR BRANCHES DE LA VALEUR AJOUTÉE BRUTE

(EN % DE LA VALEUR AJOUTÉE BRUTE)



Source : BNB, Statec..

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En parallèle de l'effort de diversification et en matière de R&D, il conviendrait d'améliorer le niveau de formation des jeunes. Selon Eurostat, seuls 70,9% des jeunes luxembourgeois de 20 à 24 ans avaient atteint un niveau d'étude secondaire supérieur en 2007. Le taux correspondant de l'Allemagne, de la Belgique et de la France atteignait selon la même source 72,5%, 82,6% et 82,4%, respectivement. La moyenne de la zone euro s'établissait pour sa part à 74,5%. Pour rappel, l'objectif de Lisbonne en la matière est un taux de 85%. Les scores PISA calculés par l'OCDE mettent également en relief des performances pour le moins « médianes » du Luxembourg dans le domaine de l'éducation, le tout en dépit de dépenses par élève bien plus élevées que dans les autres pays de la zone euro.

Il convient de remédier sans tarder à ces problèmes, qui affectent négativement la compétitivité du Luxembourg et entravent les efforts de diversification économique. Nombre de mesures innovatrices ont été adoptées au cours des années récentes, comme l'attestent par exemple la réforme de l'enseignement fondamental, la création de l'Université du Luxembourg ou les efforts de diversification économique accomplis en direction de secteurs tels que l'économie de la santé ou la logistique. Ces efforts doivent être poursuivis, voire même accentués, et il convient d'évaluer en permanence leur efficacité.

Une politique favorisant l'innovation est particulièrement requise dans les présentes circonstances de crise économique. Les dépenses de R&D du secteur privé se caractérisent en effet généralement par une sensible « pro-cyclicalité », les entreprises tendant à réduire (accroître) ces dépenses lorsque la conjoncture se dégrade (s'améliore), en fonction de l'évolution escomptée de leurs bénéfices futurs.⁴² En stimulant les dépenses d'innovation en période de crise, les autorités préviennent un recul massif des dépenses de R&D et contribuent de ce fait à préserver le niveau du PIB potentiel.

1.3.9.4. Des taux de participation au marché du travail plus élevés

Depuis son lancement en 1997, la Stratégie européenne pour l'emploi (SEE) tient un rôle central dans la mobilisation de l'UE en faveur de la création d'emplois de qualité pour tous. Lors du Conseil européen de

Lisbonne en mars 2000, l'UE a fixé un objectif ambitieux, qui consiste à devenir, au cours de la décennie à venir, l'espace économique le plus concurrentiel et le plus dynamique au monde, capable de générer une croissance économique durable, doté d'emplois plus nombreux et de meilleure qualité et caractérisé par une plus grande cohésion sociale. En 2005, la stratégie de Lisbonne a été modifiée et réorientée vers la croissance et l'emploi. Elle repose notamment sur des objectifs chiffrés relatifs aux taux de participation au marché du travail. Ils postulent un taux d'emploi moyen de 70% à l'horizon 2010 pour les personnes de 15 à 64 ans, un taux d'emploi des femmes de 60% et enfin un taux de 50% pour les travailleurs âgés de 55 à 64 ans.

Comme l'indique le tableau ci-contre, le Luxembourg est clairement en retard en ce qui concerne les taux de participation au marché du travail, même si une certaine amélioration s'est manifestée au cours des dernières années. Ainsi, le taux de participation pour les personnes de 15 à 64 ans, hommes et femmes confondus, s'est limité en 2007 à 66%, alors qu'il atteint 79% aux Pays-Bas et 76% en Allemagne. Le Luxembourg figurait en 2007 au 14^{ème} rang des pays de la zone euro, ne dépassant que l'Italie et Malte. La position du Luxembourg n'est que marginalement meilleure à l'aune du taux de participation des femmes, qui constitue un autre objectif dit de Lisbonne. Même s'il est désormais proche de cet objectif, soit 60%, le taux luxembourgeois est en retrait du niveau atteint dans 12 des 16 pays de la zone euro.

40 Source: Eurostat

41 Voir Comité pour le Développement de la Place Financière, Etude d'impact de l'industrie financière sur l'économie, octobre 2008.

42 Voir Guellec, D. et van Pottelsbergue, B. (2003), *The impact of public R&D expenditure on business R&D*. Economics of Innovation and New Technology, vol. 12 (3), pp. 225-243.

TABLEAU 33 :
TAUX DE PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL « LISBONNE » AU SEIN DE LA ZONE EURO
EN % DE LA POPULATION CONCERNÉE

15 à 64 ans		50 à 64 ans		Femmes, 15 à 64 ans	
Pays-Bas	78,7	Finlande	59,4	Finlande	74,1
Allemagne	76,2	Chypre	57,6	Pays-Bas	72,4
Finlande	75,8	Allemagne	57,3	Allemagne	70,2
Autriche	74,8	Irlande	55,1	Portugal	68,9
Portugal	74,1	Portugal	54,5	Autriche	68,0
Chypre	72,9	Pays-Bas	53,3	Slovénie	66,7
Irlande	72,5	Espagne	47,5	France	65,6
Espagne	71,6	Grèce	44,3	Chypre	64,7
Slovénie	71,4	France	41,0	Irlande	63,3
France	70,3	Autriche	40,0	Espagne	61,5
Slovaquie	68,8	Slovaquie	39,4	Slovaquie	61,2
Belgique	67,3	Belgique	36,2	Belgique	60,7
Grèce	67,1	Italie	34,7	Luxembourg	57,9
Luxembourg	66,4	Slovénie	34,5	Grèce	55,2
Italie	62,6	Luxembourg	33,0	Italie	50,7
Malte	59,5	Malte	31,6	Malte	39,9

Source : Commission européenne.

En gris : Pays où le taux est inférieur à l'objectif Lisbonne correspondant

La seconde colonne du tableau 33 met en exergue l'une des principales causes de ces taux de participation insuffisants, à savoir une très faible proportion de personnes exerçant un emploi parmi les résidents âgés de 50 à 64 ans. Le taux de participation afférent était en effet inférieur à un tiers en 2007, seul Malte s'établissant à un niveau encore plus bas. Le contraste entre la participation des personnes de 50 à 64 ans au Luxembourg et en Allemagne est particulièrement frappant, avec 33 et 57%, respectivement.

Il s'agit-là d'un problème structurel, que l'euro ne peut en lui-même résoudre. Il revêt une importance cruciale, en particulier au sein d'une union monétaire. Un taux d'emploi durablement faible des personnes de 50 à 64 ans constitue en effet une menace pour la soutenabi-

lité à terme des finances publiques luxembourgeoises, avec à la clef des déficits et un niveau d'endettement avoisinant dangereusement les valeurs de référence fixées au niveau européen. De surcroît, une économie qui décline une telle proportion de sa main-d'œuvre met gravement en péril sa compétitivité et son taux de croissance potentiel.

Un encadré, figurant dans ce rapport annuel, propose la mise en œuvre d'une politique de réduction de cotisations sociales ciblée, en faveur des seuls « travailleurs âgés », afin d'inciter ces derniers à conserver leur emploi. Une amélioration de la neutralité actuarielle de la formule de calcul des pensions permettrait également d'inciter ces personnes à opter pour un âge de départ à la retraite plus tardif.