



# 01

LA SITUATION  
ÉCONOMIQUE  
ET FINANCIÈRE

# 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

Graphique 1.1 : Évolution des taux directeurs de l'Eurosystème, de l'EONIA et de l'EURIBOR à 3 mois (en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Bloomberg

Entre janvier et mai 2009, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement a été abaissé de 150 points de base. Les taux appliqués à la facilité de dépôt et à la facilité de prêt marginal ont été réduits, respectivement, de 175 et de 125 points de base. Ces décisions s'inscrivent dans le cadre de l'assouplissement marqué de la politique monétaire de la BCE depuis le quatrième trimestre 2008. Depuis mai 2009, les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés, le Conseil des gouverneurs ayant jugé que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 1,00 %, alors que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,25 % et 1,75 %.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a adopté toute une gamme de mesures non conventionnelles afin de faire face au dysfonctionnement des marchés monétaires et de renforcer le mécanisme de transmission :

- Les opérations principales de refinancement sont effectuées à taux fixe depuis le quatrième trimestre 2008, la totalité des soumissions étant servies. Cette mesure a été prolongée à plusieurs reprises et sera maintenue aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'en octobre 2010.
- La durée maximale des opérations à long terme a été allongée de trois à 12 mois. La dernière opération de refinancement à 12 mois a été effectuée en décembre 2009. Si le dénouement progressif des opérations de refinancement d'une durée de six et de trois mois avait déjà été entamé, le Conseil des gouverneurs a annoncé en mai 2010 que ces mesures seraient relancées.
- Fin 2008, le Conseil des gouverneurs avait décidé d'élargir temporairement, jusqu'à la fin de 2010, la liste des garanties éligibles. En avril 2010, la BCE a annoncé qu'elle allait mettre en place - à partir de 2010 - un système de décote progressive qui varie en fonction de la qualité des garanties. En mai de cette année, le Conseil des gouverneurs a décidé de suspendre l'application des exigences minimales de notation de crédit en ce qui concerne les titres de créance négociables émis ou garantis par le gouvernement grec. La suspension sera maintenue jusqu'à la nouvelle notification.
- Le Conseil des gouverneurs avait décidé de procéder à la fourniture de liquidité en devises étrangères, notamment en dollars, à partir de fin 2008. Ces mesures ont été prolongées en 2009 et réactivées en mai 2010 après expiration.
- Un programme d'achats fermes d'obligations sécurisées («covered bond purchase programme») a été mis en place en juillet 2009. Ce programme couvre un volume global de 60 milliards d'euros sur une période de 12 mois. Au 31 mai 2010, la valeur nominale de l'ensemble des obligations sécurisées achetées par l'Eurosystème depuis la mise en place du programme s'élevait à 54,4 milliards d'euros.
- Depuis mai 2010, la BCE effectue des interventions sur le marché des titres publics et privés de la zone euro, dans le cadre de son Programme pour les marchés de titres («Securities Markets Programme»). Afin de stériliser l'incidence des interventions, des opérations spécifiques sont conduites pour réabsorber la liquidité injectée.

Toutes ces mesures sont de nature temporaire et sont compatibles avec la stabilité des prix à moyen terme. La progression annuelle moyenne de l'IPCH s'est limitée à 0,3 % en 2009, soit le niveau le plus faible depuis l'introduction de l'euro, de surcroît bien inférieur au niveau record de 3,3 % enre-

gistré en 2008. Après des taux d'inflation négatifs enregistrés entre juin et octobre 2009, l'inflation s'est progressivement accrue pour s'établir à 1,5% en avril. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH a progressé de 1,6% en rythme annuel en mai. En ce qui concerne la période à venir, l'inflation devrait demeurer modérée à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. Les projections de juin 2010 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 1,4% et 1,6% en 2010 et entre 1,0% et 2,2% en 2011. Par rapport aux projections de mars, les fourchettes ont été revues en légère hausse, notamment en raison de la montée des prix en euros des matières premières. Les anticipations d'inflation à moyen et long terme demeurent solidement ancrées à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

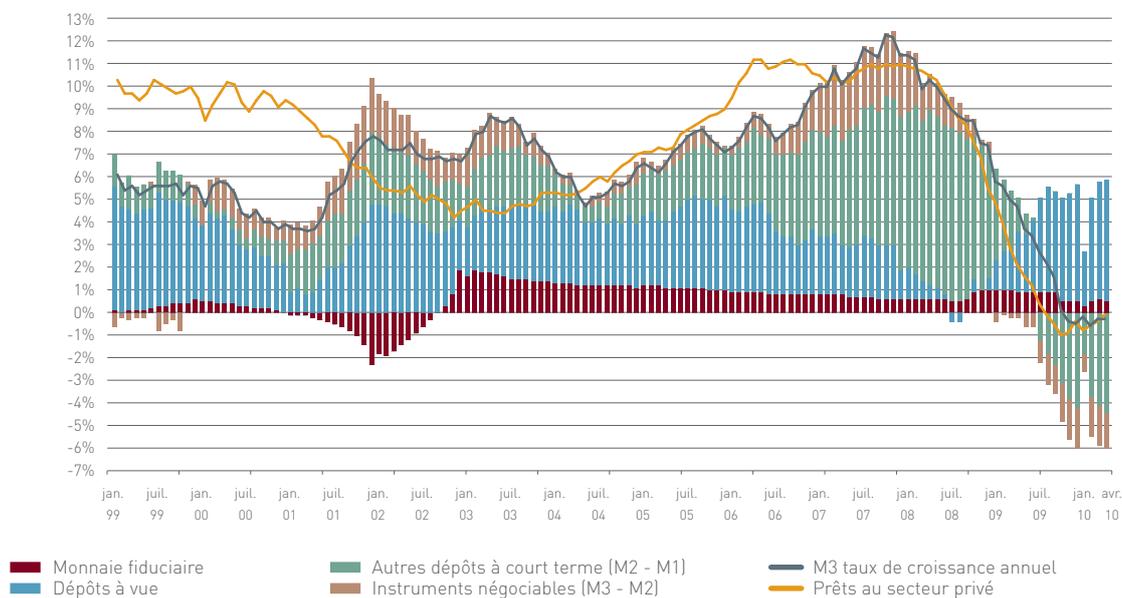
En ce qui concerne l'activité économique, le PIB en volume de la zone euro a reculé de 4,1% sur base annuelle en 2009. En glissement trimestriel, l'activité économique s'est d'abord contractée au premier et au deuxième trimestre de l'année sous revue. Depuis mi-2009, l'activité économique dans la zone euro progresse à nouveau, bien que faiblement. Aux troisième et quatrième trimestres, le taux de croissance trimestriel du PIB en volume s'est élevé à, respectivement, 0,4% et 0,1%. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'activité économique a progressé de 0,2% en rythme trimestriel au premier trimestre de 2010. Le redressement de l'activité économique découle notamment de la reprise en cours de l'économie mondiale, de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que des mesures prises pour rétablir le bon fonctionnement du système bancaire. Les plus récentes informations disponibles confirment que la reprise économique dans la zone euro se poursuit. En ce qui concerne la période à venir, le Conseil des gouverneurs s'attend à une progression modérée et irrégulière du PIB en volume. Selon les projections macroéconomiques de juin 2010 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre 0,7% et 1,3% en 2010 et entre 0,2% et 2,2% en 2011. Par rapport à mars, la fourchette de croissance du PIB pour 2010 a été revue en légère hausse, tandis que celle relative à 2011 a été revue quelque peu à la baisse. Selon le Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur ces perspectives demeurent globalement équilibrés.

S'agissant de l'analyse monétaire, les taux de croissance annuels de l'agrégat large (M3) et des prêts octroyés au secteur privé ont poursuivi leur tendance baissière. Néanmoins, les taux de croissance se sont stabilisés à partir du dernier trimestre 2009 pour évoluer dans une fourchette relativement étroite depuis lors. En avril 2010, le taux de croissance annuel de M3 est resté inchangé par rapport à mars pour s'établir à -0,1%, alors que la progression annuelle des prêts au secteur privé est devenue légèrement positive pour s'inscrire à 0,1%. Les plus récentes données continuent de confirmer le diagnostic d'un rythme d'expansion monétaire sous-jacent modéré et de tensions inflationnistes à moyen terme contenues. Cependant, les évolutions monétaires effectives devraient être plus faibles que le rythme d'expansion monétaire sous-jacent, en raison de l'impact baissier exercé par la pente accentuée de la courbe des rendements.

Le recul de l'agrégat large est attribuable au repli des « instruments négociables » (M3-M2) et des « autres dépôts à court terme » (M2-M1). De décembre 2008 à décembre 2009, M2-M1 a reculé de 9,1% et M3-M2 de 11,6%. Le recul de ces deux agrégats s'est largement poursuivi en 2010. En avril, le taux de croissance de M2-M1 s'est inscrit à -8,5% et celui de M3-M2 à -9,2%. Les deux agrégats ont contribué, respectivement, à raison de -4,4 et -1,6 points de pourcentage à la progression annuelle de M3.

Graphique 1.2 : Évolution de la monnaie et des prêts au secteur privé

(taux de croissance en pourcentage annuel ; contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)



Source : BCE

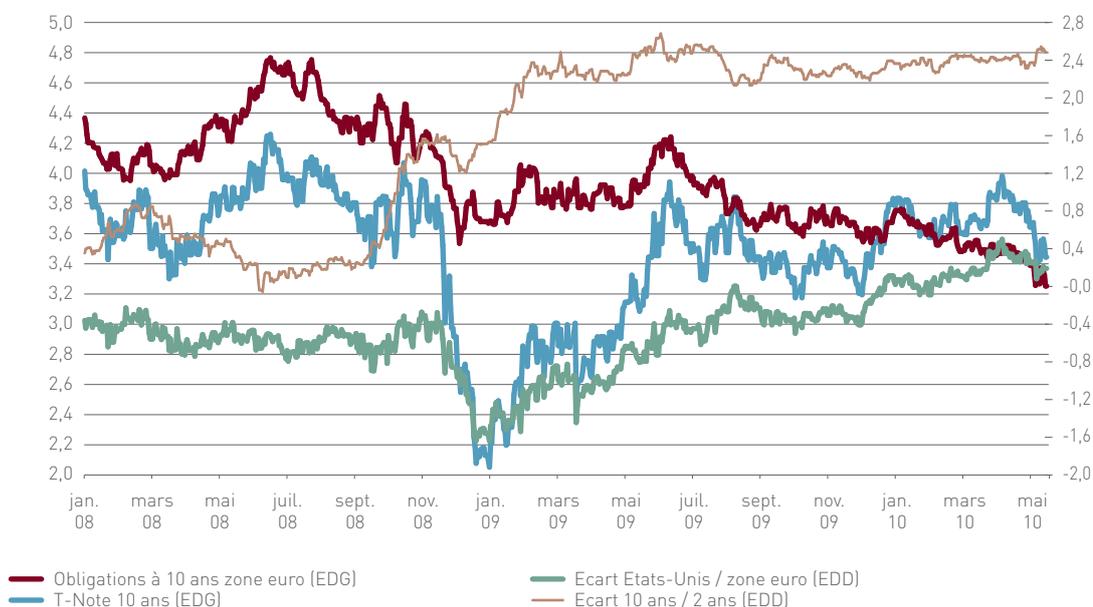
Le repli des autres dépôts à court terme découle de la chute des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans. Sur base annuelle, ces dépôts ont baissé de 24,4 % en décembre 2009 et de 22,5 % en avril 2010. Quant aux différentes composantes des instruments négociables, ce sont surtout les titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans qui se sont très fortement repliés.

Le faible écart entre les taux appliqués aux différents dépôts à court terme a favorisé les arbitrages en faveur des actifs les plus liquides. Ainsi, les dépôts à vue - la principale composante de l'agrégat étroit M1 - se sont accrus de 13,7 % entre fin 2008 et fin 2009. En avril 2010, les dépôts à vue se sont accrus de 11,8 % sur base annuelle, contribuant à concurrence de 5,4 points de pourcentage à la progression de M3.

Quant aux contreparties de M3, les prêts au secteur privé se sont repliés de 0,2 % entre fin 2008 et fin 2009. Le taux de croissance annuel s'est établi à 0,1 % en avril de cette année. La progression annuelle des prêts aux sociétés non-financières s'est stabilisée en 2009 tout en demeurant négative, pour s'inscrire à -2,6 % en avril 2010. Les données relatives aux crédits à la consommation vont également dans le sens d'une stabilisation des taux de croissance annuels (-0,3 % en avril), alors que les crédits immobiliers se sont redressés même si leur progression demeure relativement faible (+2,9 % en avril).

## 1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

Graphique 1.3 : Les rendements des titres publics à long terme  
(EDG : en pourcentage annuel ; EDD : en points de base)



Sources : BCE, Bloomberg

Au cours de la période étudiée, les rendements des titres publics à long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro ont affiché une forte volatilité, pour finalement connaître une évolution divergente. En effet, entre le 1<sup>er</sup> janvier 2009 et le 15 mai 2010, le rendement des Bons du Trésor à 10 ans a baissé de 43 points de base dans la zone euro alors qu'il a augmenté de 124 points de base aux Etats-Unis pour s'établir respectivement à 3,26 % et 3,45 %. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre les Etats-Unis et la zone euro s'est nettement réduit pour redevenir positif et avoisiner les 20 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 stabilisé dans la zone euro sur l'ensemble de la période étudiée, après avoir connu une forte hausse durant l'automne 2008.

Après s'être fortement détendus à la fin de l'année 2008 dans un contexte d'aversion au risque, les rendements des titres publics à long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro ont globalement affiché une tendance à la hausse à partir du mois de janvier 2009 en raison des émissions massives de dettes destinées à financer les plans de relance économique et de soutien au système bancaire mis en place par les différents gouvernements nationaux. Cette tendance s'est toutefois interrompue à la mi-juin, période à partir de laquelle les rendements des Bons du Trésor à 10 ans sont globalement restés inchangés en dépit d'une offre soutenue de titres de dette publique de part et d'autre de l'Atlantique. La capacité du marché à absorber ces émissions de titres a alors été favorisée notamment par la politique monétaire accommodante et par les mesures non conventionnelles adoptées par les principales banques centrales. Le maintien anticipé des taux d'intérêt directeurs à un niveau très bas pour une période prolongée, associé à des anticipations inflationnistes contenues, a en effet amené les investisseurs (et plus particulièrement les banques) à diversifier leur portefeuille d'obligations en faveur de titres à plus long terme. Les programmes d'achats de Bons du Trésor par la Fed et la Banque d'Angleterre, qui ont également permis de soutenir les marchés obligataires américain et britannique, n'ont quant à eux

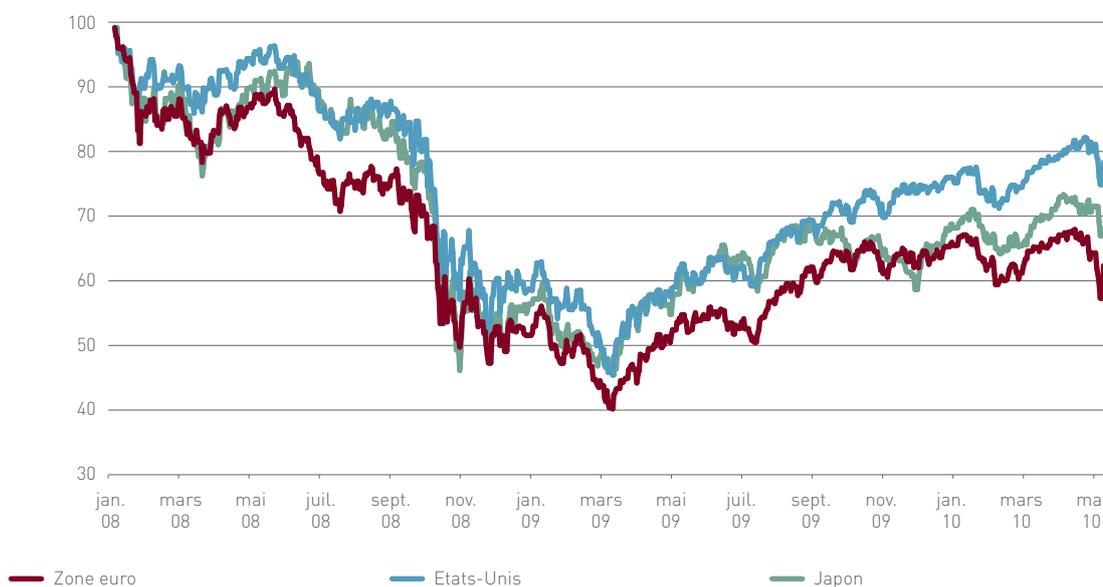
pas été prolongés dans l'immédiat, traduisant ainsi la volonté des banques centrales de mettre progressivement en place leur stratégie de sortie de crise dans le courant de l'année 2010. En fin de période, les tensions rencontrées sur les marchés obligataires des pays « périphériques » de la zone euro ont engendré une montée de l'aversion au risque et son corollaire, un comportement de fuite vers la qualité, qui s'est notamment traduit par une détente des taux à long terme des Etats-Unis et de l'Allemagne.

Dans la continuité du mouvement observé à partir de l'automne 2008, l'écart de rendement entre les obligations à deux ans et à dix ans dans la zone euro a quant à lui continué à augmenter au début de l'année 2009, pour se stabiliser ensuite à un niveau historiquement élevé. En provoquant une détente des taux courts, l'assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème a largement contribué à accentuer la pente de la courbe des taux, l'évolution de cet écart ayant en outre été renforcée par l'influence sur les taux longs des émissions obligataires accrues. De son côté, le différentiel de rendement entre les obligations à dix ans aux Etats-Unis et dans la zone euro, après avoir augmenté de manière significative jusqu'à la fin de l'année 2008, s'est progressivement réduit à partir du mois de janvier 2009 pour redevenir positif en 2010 sous l'effet de la hausse substantielle des rendements sur les emprunts d'Etat américains. Enfin, les écarts de rendement des différents pays de la zone euro vis-à-vis du Bund allemand, après avoir connu une dégradation significative au cours du mois de janvier 2009, sont demeurés à des niveaux historiquement élevés, notamment pour la Grèce et l'Irlande qui ont continué de se distinguer par des coûts d'emprunts relativement importants tout au long de l'année. Dans un contexte marqué par la baisse des primes de liquidité sur les marchés obligataires, ces écarts de rendement persistants ont essentiellement reflété les primes de risque attribuées par les opérateurs quant à la qualité de la signature des différents émetteurs souverains. La rétrogradation des titres de la Grèce par les principales agences de notation à partir du mois de décembre 2009 a alors de nouveau alimenté le doute parmi les investisseurs, conduisant ainsi les primes de risque sur la dette grecque à des niveaux records avant que les attaques spéculatives ne se propagent vers les titres portugais, irlandais et espagnols. Le soutien conditionnel apporté par l'Union européenne à la Grèce à hauteur de 110 milliards d'euros, avec un suivi sous haute surveillance du programme d'assainissement des finances publiques annoncé par Athènes, n'a cependant pas permis d'apaiser les inquiétudes des marchés. La décision de la BCE de procéder au rachat de titres de dette publique sur les marchés secondaires et le plan de stabilisation financier adopté par l'Union européenne en collaboration avec le FMI, qui prévoit la mise à disposition des pays de la zone euro qui le demanderaient des montants pouvant aller jusqu'à un total de 750 milliards d'euros, a finalement permis d'enrayer cette spirale auto-réalisatrice, en rassurant les opérateurs quant à la capacité de remboursement de ces pays. En dépit de ces mesures, qui devraient permettre aux gouvernements nationaux de mettre en œuvre les mesures d'assainissement de leurs finances publiques dans des conditions satisfaisantes, les écarts de primes de risque sur les titres de la dette publique des différents pays de la zone euro demeuraient, au 15 mai 2010, à des niveaux historiquement élevés.

### 1.1.3 Les marchés boursiers

Après les pertes records enregistrées en 2008, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro ont connu un rebond significatif à partir du mois de mars 2009. Cette progression substantielle, qui s'est par ailleurs accompagnée d'une baisse de la volatilité sur les marchés d'actions, a été largement favorisée par les mesures mises en œuvre par les gouvernements et les banques centrales pour soutenir le système économique et financier. Entre le 1<sup>er</sup> janvier 2009 et le 15 mai 2010, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont respectivement affiché des gains de 13,7 %, 25,7 % et 18,1 %, et ce malgré l'impact négatif exercé par la montée du risque souverain en fin de période.

Graphique 1.4 : Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon  
(indice : 01/01/2008 = 100)



Source : Bloomberg

Après la forte baisse observée en fin d'année 2008, les principaux indices boursiers ont tout d'abord enregistré de nouvelles pertes au cours des trois premiers mois de 2009 en raison, d'une part, des incertitudes relatives à l'ampleur et à la durée de la récession et, d'autre part, des inquiétudes persistantes concernant la santé du secteur financier. Après avoir touché un point bas au début du mois de mars, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont affiché un rebond substantiel jusqu'au mois de septembre 2009. Au cours de cette période, les interventions massives des banques centrales et des gouvernements sont ainsi parvenues à rétablir la confiance des opérateurs de marché quant à l'amélioration des perspectives économiques et financières mondiales. Ce mouvement haussier s'est ensuite poursuivi jusqu'à la fin de l'année 2009, les marchés accompagnant le redressement perceptible de l'économie favorisé, notamment, par des publications de résultats des sociétés supérieurs aux attentes et par des indicateurs macroéconomiques globalement rassurants sur le front de l'activité économique et de l'emploi aux Etats-Unis. Cette transition vers un sentiment de sortie de crise a alors incité les investisseurs à renouer avec une attitude plus favorable à la prise de risque, phénomène qui s'est notamment traduit par un retour des opérations de fusion-acquisition dans plusieurs secteurs.

La poursuite de cette phase haussière, favorisée par un environnement marqué par l'abondance de liquidités à bon marché, a cependant ensuite cédé la place, à partir de la mi-janvier 2010, à un mouvement de correction alimenté par des prises de bénéfices. Les mesures restrictives annoncées par la Banque populaire de Chine, les déclarations de l'administration Obama concernant la réforme du secteur financier aux Etats-Unis et les craintes de contagion de la crise obligataire grecque sur les dettes espagnole, portugaise, irlandaise et italienne ont alors pesé sur la tendance, l'indice de la zone euro ayant par ailleurs été davantage affecté que ses homologues américains et japonais au cours de cette période. La défiance des opérateurs face à la montée du risque souverain a alors pris un nouveau tournant au mois d'avril 2010, avec la nouvelle dégradation des titres de la Grèce puis des titres portugais et espagnols, l'évolution des principaux indices boursiers demeurant suspendue aux initiatives de l'Union européenne visant à apaiser les tensions sur la dette souveraine de certains pays de la zone euro. Le plan de stabilisation financière adopté

par les ministres des finances européens en collaboration avec le FMI, ainsi que les mesures non conventionnelles prises par la BCE, tant du point de vue de l'approvisionnement en liquidités que du rachat d'obligations publiques sur les marchés secondaires, ont finalement permis d'apaiser ces craintes, contribuant ainsi au redressement des marchés en fin de période.

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

Graphique 1.5 : Les taux de change de l'euro



Sources : BCE, Bloomberg

Au cours de l'année 2009, 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 tout d'abord caractérisé par une tendance à la hausse, avant de connaître une baisse substantielle à partir du mois de décembre, pour finalement s'établir, au 15 mai 2010, à son niveau le plus bas depuis mars 2006. 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, de la livre sterling, du yen, du franc suisse, du yuan, de la couronne tchèque, du zloty polonais et de la couronne suédoise, mais a en revanche connu une légère appréciation face au forint hongrois et au leu roumain.

Au début de l'année 2009, le taux de change de l'euro par rapport au dollar américain s'est tout d'abord caractérisé par un mouvement d'appréciation qui a permis à la monnaie unique d'atteindre le seuil de 1,50 USD/€ au mois de novembre. La remontée du prix du baril de pétrole, les mesures non conventionnelles de la Réserve fédérale marquées, notamment, par le programme de rachats de bons du Trésor américains, et la volonté de diversification des réserves de change des banques centrales ont certes alimenté la tendance baissière du billet vert face à la devise européenne, mais le rebond de l'euro face au dollar américain au cours de cette période s'explique largement par le recul de l'aversion au risque et son corollaire, le retour des flux de capitaux vers les pays émergents. La déclaration de la Fed relative au maintien des taux d'intérêt à un niveau proche de

zéro pendant une période prolongée et la baisse de la volatilité des taux de change ont par ailleurs nourri les opérations de portage des investisseurs, le dollar devenant une monnaie de financement de référence pour ces opérations destinées à profiter des différentiels de rendement à court terme. Le taux de change euro/dollar a ensuite renversé cette tendance pour subir une dépréciation de près de 18% entre le 1<sup>er</sup> décembre 2009 et le 15 mai 2010, ramenant ainsi le cours de la monnaie unique par rapport au billet vert à son niveau du premier trimestre 2009. La situation budgétaire dans certains pays de la zone euro, au premier rang desquels la Grèce, a certes alimenté la tendance haussière du dollar face à la devise européenne, mais le rebond du dollar américain face à l'euro s'explique également par le débouclage des opérations de portage par les investisseurs inhérent aux perspectives d'un resserrement monétaire plus rapide aux Etats-Unis. En fin de période, le dollar a de surcroît profité de son statut de valeur refuge dans un contexte de retour de l'aversion au risque suscité, dans un premier temps, par les mesures restrictives adoptées par la Banque populaire de Chine puis, dans un second temps, par les craintes de propagation de la crise grecque à d'autres pays de la zone euro. Au 15 mai 2009, l'euro s'échangeait contre 1,24 USD, à un niveau inférieur de 11,4% à sa moyenne de 2009.

Après avoir connu une tendance haussière au cours des premiers mois de l'année 2009, la monnaie unique a connu un mouvement de dépréciation prononcé vis-à-vis du yen et du franc suisse à partir de la fin du mois de décembre en raison de la montée de l'aversion au risque souverain envers certains pays de la zone euro. Ce retournement de tendance en fin de période a par ailleurs été favorisé, dans le cas du franc suisse, par la fin de l'intervention de la BNS sur le marché des changes. La monnaie japonaise et la monnaie suisse ont ainsi respectivement gagné 10,2% et 6,1% par rapport à l'euro entre le 1<sup>er</sup> janvier 2009 et le 15 mai 2010. De son côté, la livre sterling, qui s'est caractérisée par une volatilité prononcée au cours de la période sous revue, s'est également appréciée par rapport à l'euro en fin de période, la décision prise par la Banque d'Angleterre, lors de sa réunion de février, de marquer une pause dans la poursuite de son programme d'achat de titres de dette publique, ayant sans doute contribué à cette évolution. Au 15 mai 2010, l'euro s'échangeait contre 0,86 livre sterling, à un niveau supérieur de 3,6% par rapport à sa moyenne de 2009.

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 2009, et ce malgré la situation économique préoccupante dans les pays baltes. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) se sont dans l'ensemble caractérisées par un mouvement d'appréciation à partir du mois de mars, traduisant ainsi le regain d'intérêt des investisseurs envers ces pays. Le zloty polonais et la couronne tchèque se sont ainsi respectivement appréciés de 3,12% et 4,99% par rapport à l'euro entre le 1<sup>er</sup> janvier 2009 et le 15 mai 2010. La couronne suédoise a pour sa part connu une appréciation de 12,4% face à la monnaie unique au cours de la période sous revue, mouvement qui a en partie résulté de l'annonce effectuée par la Riksbank lors de sa réunion de février concernant le relèvement anticipé de ses taux d'intérêt « au cours de l'été ou au début de l'automne » 2010.

### 1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui avait atteint un creux avec -0,7% en juillet 2009, s'est accélérée au cours de la deuxième moitié de l'année. Au mois de novembre 2009, le taux d'inflation est redevenu positif et il s'est établi à 0,9% en fin d'année. En moyenne annuelle, la variation s'est chiffrée à 0,3%, soit le taux le plus bas observé depuis le début de l'UEM. L'accélération de l'inflation s'est poursuivie au début de l'année 2010 et en avril le taux d'inflation annuel s'est même établi à 1,5%, son niveau le plus élevé depuis décembre 2008.

Le renversement de la tendance des prix à la consommation au cours de l'année 2009 résulte exclusivement de la remontée du cours du pétrole et de l'accélération subséquente des prix de l'énergie. Si les prix ont atteint leur creux en début d'année 2009 pour remonter par la suite, leurs taux de variation annuels ne se sont redressés qu'à partir du mois de juillet en raison d'une base de comparaison qui restait jusqu'alors favorable. Depuis quelques mois cependant, ces effets de base sont de nature à exercer un impact à la hausse sur l'inflation annuelle. Le taux de variation annuel de la composante énergie s'est ainsi progressivement accéléré, passant de -14 % en juillet 2009 à 1,8 % en décembre 2009 et 9,1 % en avril 2010.

Malgré la hausse des prix énergétiques, le recul de l'inflation des autres biens et services s'est poursuivi au cours de l'année 2009. Le taux annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie a connu une décélération de 0,8pp en un peu moins d'un an, passant de 1,8 % en janvier à 1,0 % en décembre 2009. En moyenne annuelle, le taux, à 1,3 %, est certes très bas, mais il demeure toutefois supérieur à l'inflation recensée en 1999 et 2000. Au premier trimestre 2010, l'inflation, à l'exclusion des prix de produits alimentaires non transformés et de l'énergie, s'est encore tassée pour s'établir à 0,9 %. Cette tendance désinflationniste est générale et elle résulte des effets retardés de la baisse du prix du pétrole, du recul des prix des matières premières agricoles, de la contraction de l'activité économique et d'un marché de l'emploi qui continue à se détériorer et contribue ainsi à contenir les coûts salariaux.

En 2009, la variation annuelle moyenne des deux composantes des produits alimentaires a été la plus faible depuis 1999, principalement à cause de la dissipation du choc sur les prix des matières premières agricoles telles que le blé et le lait. Alors que l'inflation des produits alimentaires traités a été de 2,7 % en janvier 2009, elle est tombée à 0,7 % en fin d'année pour se stabiliser autour de 0,6 % au premier trimestre 2010. En ce qui concerne les produits alimentaires non transformés, les prix ont baissé au premier semestre 2009 et leur taux d'inflation annuel est même devenu négatif, passant de 3,3 % en février à -1,6 % en fin d'année. Au début de l'année 2010, cette tendance s'est par contre renversée et les taux d'inflation sont redevenus positifs en avril.

Tableau 1.1 : Évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (taux de variation annuels)

	2008	2009	09 T4	10 T1	avril-10
IPCH global	3,3	0,3	0,4	1,1	1,5
Produits alimentaires non transformés	3,5	0,2	-1,5	-0,8	0,7
Produits alimentaires transformés	6,1	1,1	0,5	0,6	0,6
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,6	0,3	0,1	0,2
Énergie	10,3	-8,1	-3,2	4,8	9,1
Services	2,6	2,0	1,7	1,5	1,2
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,4	1,3	1,0	0,9	0,7

Source : Eurostat

Lors de la récession de 2008/2009, l'inflation des prix des produits manufacturés hors énergie s'était d'abord avérée résiliente. Par rapport aux autres biens et services, son processus de désinflation s'est en revanche nettement accéléré au tournant de l'année 2009/2010, puisque le taux annuel correspondant est passé de 0,7 % aux premier et deuxième trimestres 2009 à 0,3 % au quatrième trimestre, pour tomber à 0,2 % en avril. Malgré la sortie de la récession, la demande domestique dans la zone euro demeure fortement déprimée. La progression annuelle des prix des services a aussi connu une décélération marquée, passant de 2,4 % en janvier 2009 à

1,6 % en décembre pour se tasser à 1,2 % en avril 2010, essentiellement à la suite d'une évolution plus modérée des salaires.

Selon les récentes projections des services de l'Eurosystème, l'inflation aurait atteint son creux en 2009 et elle accuserait une nette progression en 2010. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 1,4 % à 1,6 % en 2010, contre 0,3 % en 2009. Pour 2011, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 1,0 % et 2,2 %. Comparé à l'exercice de mars 2010, les projections ont été revues à la hausse.

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

L'activité économique dans la zone euro a connu une forte détérioration en 2009. La variation annuelle du PIB en volume a en effet été nettement négative. Elle s'est établie à -4,1 %, après une légère progression de 0,6 % l'année précédente. Le décrochage de la croissance du PIB observé en 2009 est essentiellement imputable à la baisse de la demande intérieure (de 0,6 % à -3,5 % de 2008 et 2009). La contribution des exportations nettes a, quant à elle, été légèrement négative en 2009 (-0,7 p.p.).

L'analyse de la période la plus récente montre qu'au cours du premier trimestre 2010, la sortie de la récession, entamée au troisième trimestre de l'année passée, s'est encore affirmée au sein de la zone euro. Après une stagnation de la production au dernier trimestre 2009, la croissance du PIB réel par rapport au trimestre précédent s'élève à 0,2 % pour les trois premiers mois de l'année 2010 (0,8 % en variation annuelle). Les espoirs d'une reprise de l'activité économique semblent donc se confirmer en ce début d'année.

Sur le plan externe, la contribution des exportations nettes s'est légèrement améliorée vers la fin de l'année (0,2 p.p.). Les échanges internationaux ont ainsi regagné en dynamisme au cours de l'année 2009 et ont retrouvé des taux de croissance positifs en début d'année 2010.

Tableau 1.2: Structure de la croissance du PIB en volume (variation en pourcentage)

	Taux de variation annuels			Taux de variation annuels					Taux de variation trimestriels				
	2007	2008	2009	2009	2009	2009	2009	2010	2009	2009	2009	2009	2010
				T1	T2	T3	T4	T1	T1	T2	T3	T4	T1
Produit intérieur brut en volume	2,8	0,6	-4,1	-5,3	-5,6	-3,9	-1,7	0,8	-2,5	-0,1	0,4	0,1	0,2
dont:													
Demande intérieure	2,4	0,6	-3,5	-3,8	-4,4	-3,3	-2,4	0,2	-2,4	-0,7	0,4	-0,1	0,7
Consommation privée	1,6	0,4	-1,2	-1,9	-1,6	-1,3	-0,1	0,1	-0,6	0,1	-0,2	0,2	-0,1
Consommation publique	2,3	2,1	2,6	3,2	2,7	2,6	2,0	1,8	0,7	0,7	0,7	0,0	0,6
Formation brute de capital fixe	4,8	-0,6	-10,9	-11,6	-12,8	-10,8	-8,3	-4,9	-5,1	-1,7	-1,0	-1,3	-1,1
Exportations nettes (contribution à la croissance du PIB en p.p.)	0,4	0,0	-0,7	-1,6	-1,2	-0,7	0,7	*	-0,2	0,6	0,0	0,2	*
Exportations de biens et de services	6,3	1,0	-13,2	-16,6	-18,1	-13,3	-4,7	6,2	-8,4	-1,1	2,8	1,7	2,5
Importations de biens et de services	5,5	1,1	-12,0	-13,5	-15,9	-12,1	-6,5	4,6	-8,1	-2,7	2,8	1,2	4,0
Emploi	1,8	0,7	-1,9	-1,3	-1,9	-2,2	-2,1	*	-0,8	-0,5	-0,5	-0,3	*

Sources : Eurostat, Eurosystème

Au-delà des exportations nettes, c'est avant tout la demande intérieure, par le biais des investissements et de la consommation privée, qui a témoigné de l'ampleur de la récession économique. La consommation privée, qui a été touchée de plein fouet au premier trimestre 2009 avec une réduction de -1,9% par rapport à la même période de l'année précédente, s'est peu à peu rétablie et a enregistré une stagnation à la fin de 2009. Cette morosité de la consommation privée s'est directement répercutée sur les importations, dont le taux de croissance est passé de 1,1% en 2008 à -12,0% en 2009. Du côté des autres composantes de la demande intérieure, l'environnement économique morose et l'incertitude permanente continuent d'influencer négativement le volume des investissements dans la zone euro. Comme pour les autres composantes du PIB, l'on dénote toutefois une inflexion favorable au cours de l'année 2009, comme l'atteste la décélération de la décroissance des investissements.

La phase de retournement du marché du travail entamée en 2008, suite à la généralisation de la crise, s'est poursuivie en 2009 avec une diminution de l'emploi et une hausse corrélative du taux de chômage. Les craintes liées à un impact décalé dans le temps de la crise sur le marché du travail semblent ainsi s'être matérialisées au cours de l'année 2009. Tandis que l'emploi total s'est replié à raison de 1,9% par rapport à 2008, le taux de chômage a augmenté de près de 2,0 p.p, en passant de 7,5% en 2008 à 9,4% en moyenne en 2009.

En ce qui concerne la période plus récente, selon les dernières données disponibles, l'emploi se serait replié de -0,3% au dernier trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent et de -2,1% par rapport au dernier trimestre de 2008.

En mars 2010, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est établi à 10,0% dans la zone euro (soit plus de 23 millions de personnes), soit le niveau déjà observé le mois précédent. Malgré une évolution encore négative au cours des récents mois, le marché du travail semble s'être détendu dans divers pays de la zone euro. D'une part, la décroissance de l'emploi semble avoir connu une décélération en variation trimestrielle vers la fin de l'année 2009. D'autre part, depuis septembre 2009, le taux de chômage semble croître à un rythme moins soutenu qu'au cours des mois précédents.

Selon les projections macroéconomiques de juin 2010 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, la croissance du PIB réel devrait se situer entre 0,7% et 1,3% en 2010 et entre 0,2% et 2,2% en 2011. Par rapport aux projections des services de la BCE publiées en mars 2010, la fourchette de croissance du PIB en volume a été revue légèrement à la hausse pour l'année 2010, en raison de l'incidence positive d'une activité mondiale plus soutenue à court terme. La fourchette a été revue quelque peu à la baisse pour 2011, ce qui reflète essentiellement les perspectives relatives à la demande intérieure. Ces projections de juin 2010 établies par les services de l'Eurosystème sont globalement conformes aux prévisions des organisations internationales.

Tableau 1.3 : Projections macroéconomiques pour la zone euro (en taux de variation annuel)

	2009	2010	2011
IPCH	0,3	1,4 – 1,6	1,0 – 2,2
PIB réel	-4,1	0,7 – 1,3	0,2 – 2,2
Consommation privée	-1,2	-0,2 – 0,4	-0,2 – 1,6
Consommation publique	2,6	0,3 – 1,3	-0,3 – 1,1
Investissement	-10,8	-3,4 – -1,2	-2,1 – 2,7
Exportations	-13,2	5,5 – 9,1	1,1 – 7,9
Importations	-12,0	3,8 – 7,0	0,4 – 6,8

Source : BCE

La croissance dans la zone euro observée depuis la mi-2009 est tirée par les exportations, dans un contexte de redynamisation du commerce international. Des facteurs temporaires, comme les stimuli fiscaux et la reconstitution des stocks, ont aussi contribué à soutenir la croissance. Ces effets devraient finir par s'atténuer et la croissance du PIB en 2010 devrait être modérée. Ensuite, l'activité devrait être progressivement soutenue par les exportations et la demande interne grâce aux effets retardés de la politique monétaire et aux efforts significatifs en direction d'un meilleur fonctionnement du système financier. Au total, la croissance dans la zone euro pourrait se trouver renforcée en 2011.

Le PIB de la zone euro devrait continuer d'évoluer sur un sentier de croissance inférieur à celui observé avant l'entrée en récession. La consommation privée devrait rester contenue, compte tenu des perspectives peu favorables sur le marché du travail et, d'un taux d'épargne de précaution qui resterait élevé. L'investissement privé devrait pour sa part être limité en raison de surcapacités productives et de la faiblesse de la demande.

Les risques pesant sur les perspectives économiques sont globalement équilibrés, dans un contexte marqué par une incertitude exceptionnellement élevée. S'agissant des aspects positifs, le redressement de l'économie mondiale et des échanges extérieurs pourrait se révéler supérieur aux attentes, continuant à soutenir les exportations de la zone euro. En revanche, des inquiétudes subsistent quant à un regain de tensions sur certains compartiments des marchés financiers et aux effets de confiance associés. De plus, des interactions négatives plus fortes ou de plus longue durée qu'attendu entre l'économie réelle et le secteur financier, de nouvelles hausses des cours du pétrole et des autres matières premières, des pressions protectionnistes ainsi que la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux pourraient exercer une incidence à la baisse.

### 1.1.7 Le commerce extérieur

Au cours de l'année 2009, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un excédent de 22,7 milliards d'euros contre un déficit de 51 milliards en 2008. Ce retournement est survenu sur fond d'une forte contraction à la fois des exportations et des importations de biens consécutive à la crise économique mondiale. Les exportations ont ainsi chuté de 18% en rythme annuel pour atteindre 1 278 milliards d'euros sur toute l'année 2009. Les données trimestrielles montrent des baisses successives de 21% au premier trimestre, de 23% au deuxième trimestre, de 19% au troisième trimestre et de 9% au quatrième trimestre de 2009 par rapport aux trimestres correspondants de 2008. Les exportations s'étaient déjà réduites de 5% au dernier trimestre de l'année 2008, sous l'effet d'une chute soudaine de la demande mondiale.

L'évolution mensuelle de l'indice des volumes montre également une chute brutale des exportations entre septembre 2008 et février 2009, période pendant laquelle la crise financière internationale s'était intensifiée (voir graphique). Depuis le second trimestre 2009, une relative stabilisation, voire même une hausse marquée (à partir du mois d'août) de l'indice des volumes à l'exportation s'est toutefois manifestée. Sur toute l'année 2009, l'indice mensuel moyen des volumes exportés est resté néanmoins en recul de 17% par rapport à l'année 2008. Quant à l'indice mensuel moyen des prix à l'exportation, sa baisse s'est limitée à 1,7% sur l'année 2009.

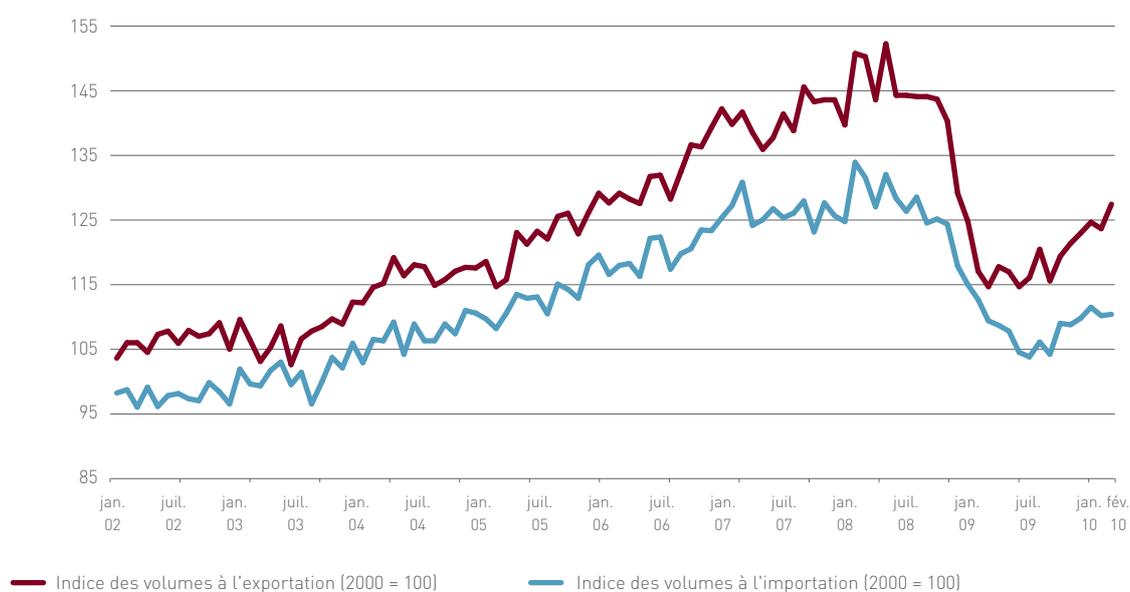
Les importations de biens ont de leur côté reculé davantage (-22% en rythme annuel) que les exportations, pour atteindre 1 255 milliards d'euros sur toute l'année 2009. Les données trimestrielles montrent également que ce recul est intervenu depuis le dernier trimestre 2008 (-2%) avant de s'intensifier au premier trimestre 2009 (-21%) et au deuxième trimestre (-27%) de la même année. Par la suite, la chute des importations s'est progressivement ralentie (-26% au troisième

trimestre et -14 % au quatrième trimestre 2009). Dans l'ensemble, les baisses des importations en valeur sont demeurées supérieures à celles des exportations, contribuant ainsi à l'amélioration du solde commercial de la zone euro.

L'évolution de l'indice des volumes indique une baisse régulière des importations à partir du troisième trimestre de 2008 (voir graphique). Cette baisse, qui a atteint 14 % sur toute l'année 2009, reste bien en dessous de celle des exportations (-17 %). Toutefois comme le montre le graphique, l'indice des volumes à l'importation a poursuivi sa détérioration jusqu'en juin 2009 alors que les volumes exportés s'étaient stabilisés plus tôt (dès février 2009). Par ailleurs, l'indice mensuel moyen des valeurs unitaires à l'importation s'étant contracté de 9 % sur l'année 2009 (contre 1,7 % pour l'indice des prix à l'exportation), les termes de l'échange se sont améliorés de 7 %, suite au niveau relativement bas des prix du pétrole et des autres matières premières. Cette embellie est à la base du retournement du solde commercial de la zone euro.

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre une baisse de 37 % du déficit des produits énergétiques, qui atteint 199 milliards d'euros sur toute l'année 2009. Le déficit dans les autres matières premières (hors énergie) s'est lui aussi fortement contracté (-48 %, à 20 milliards d'euros sur toute l'année). Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce de machines et véhicules s'est contracté de 33 % pour s'établir à 129 milliards d'euros sur toute l'année 2009. En revanche l'excédent sur les produits manufacturés classés d'après la matière première a progressé de 46 %, à 43 milliards d'euros. Le surplus sur les produits chimiques a quant à lui progressé légèrement (+1 %) à 88 milliards.

Graphique 1.6 : Évolution en volumes du commerce extérieur de la zone euro

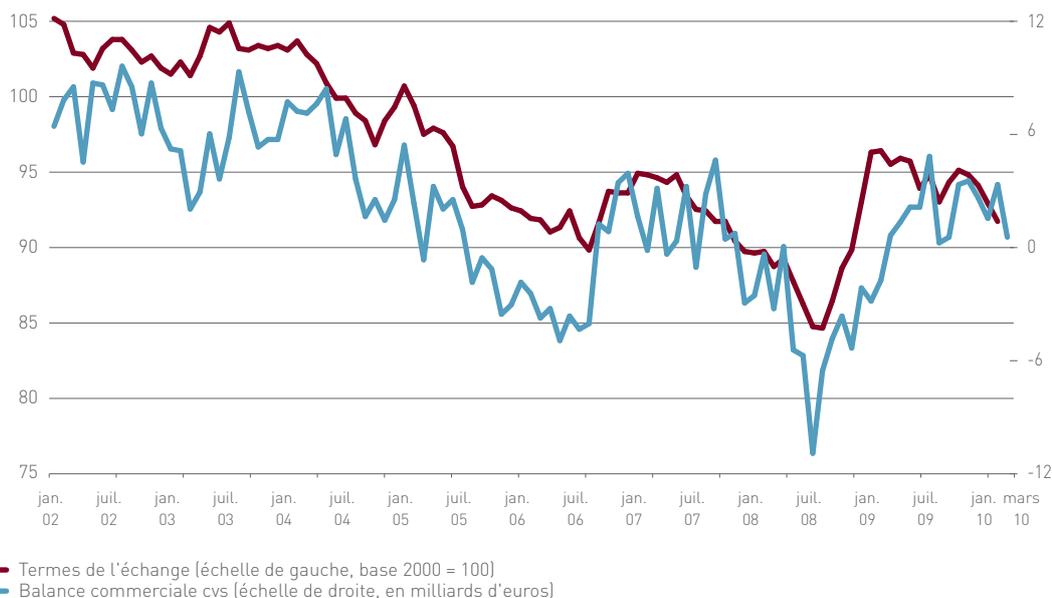


Source : Eurostat

La ventilation du solde commercial par principaux partenaires montre une contraction des surplus vis-à-vis de presque tous les principaux partenaires avec lesquels les échanges restent habituellement excédentaires : le Royaume-Uni (-12 %, à 49 milliards d'euros sur toute l'année 2009), les États-Unis (-30 %, à 35 milliards), la Pologne (-44 % à 15 milliards) et la Suisse (-16 % à 14 mil-

liards). Les déficits commerciaux se sont réduits également dans les échanges avec la Chine (-25 % à 90 milliards sur toute l'année 2009), la Russie (-27 % à 32 milliards), la Norvège (-34 % à 22 milliards) ainsi que le Japon (-40 % à 14 milliards). Par ailleurs, suite à la baisse du prix du pétrole, le solde des échanges avec les pays membres de l'OPEP s'est retourné. Il a dégagé un léger excédent d'un milliard d'euros sur toute l'année 2009, comparé à un déficit de 48 milliards en 2008.

Graphique 1.7 : Évolutions mensuelles des termes de l'échange et du surplus commercial de la zone euro (données corrigées des variations saisonnières, cvs)



Source : Eurostat

### 1.1.8 La balance des paiements

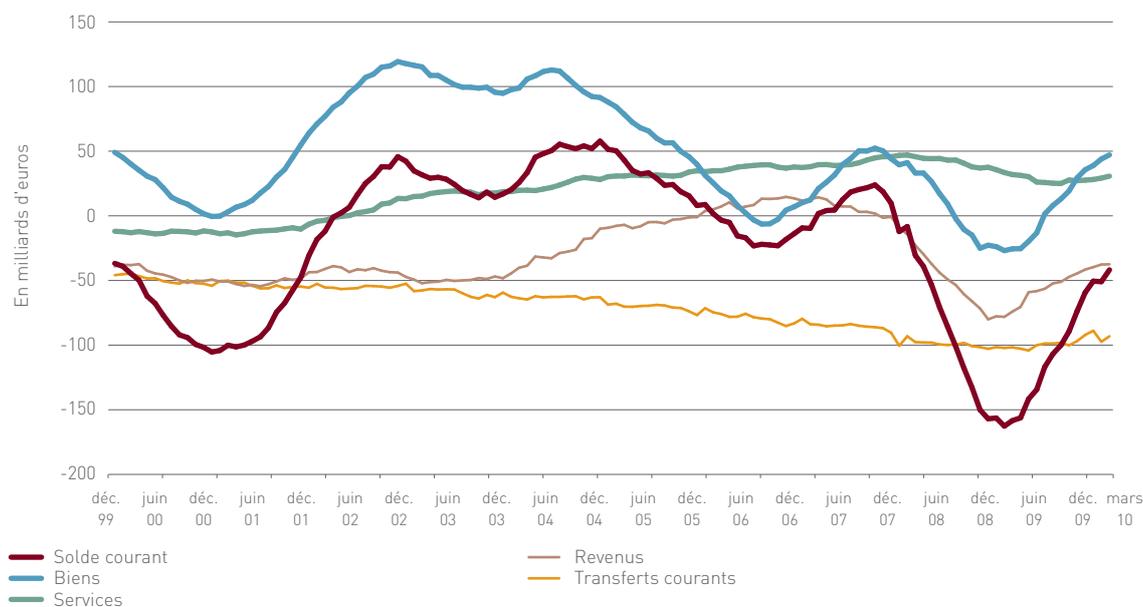
Le déficit courant de la zone euro s'est fortement contracté, en atteignant 56 milliards d'euros (soit 0,7 % du PIB) au cours de l'année 2009, contre 154 milliards en 2008. Cette importante amélioration est observée au niveau de presque tous les principaux soldes de la balance courante, à l'exception du solde des services.

La balance des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, s'est retournée dès le second trimestre de 2009 en redevenant excédentaire après trois trimestres de déficits successifs. Le surplus de biens atteint ainsi 39 milliards d'euros en 2009, comparé à un déficit de 19 milliards en 2008. Cette embellie est toutefois survenue sur fond d'une détérioration marquée des échanges de biens suite à la crise économique mondiale (cf. la section 1.1.7 ci-dessus).

La deuxième grosse contribution à la contraction du déficit courant provient d'une évolution favorable dans la balance des revenus, dont le déficit a chuté de moitié à 38 milliards d'euros sur toute l'année 2009. Cette chute s'explique en grande partie par les niveaux relativement bas des taux d'intérêt. La baisse de 11 % du déficit des transferts courants, qui a atteint 89 milliards d'euros, a également contribué à la réduction du déficit courant de la zone euro. Subissant l'impact négatif de la crise économique mondiale, l'excédent des services s'est quant à lui détérioré (-24 %) pour s'établir à 31 milliards d'euros en 2009 sur fond d'une réduction des exportations de services plus forte que celle des importations.

Les plus récentes données couvrant le premier trimestre 2010 montrent une poursuite de l'amélioration du solde courant de la zone euro, reflétant une embellie des exportations nettes de biens et services, accompagnée d'un retournement du déficit des revenus.

Graphique 1.8 : Évolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



Source : BCE

Dans le compte financier, les entrées nettes de capitaux se sont réduites, en s'établissant à 45 milliards d'euros sur toute l'année 2009 contre 163 milliards en 2008. Dans les principales composantes, ce sont les transactions sur investissements de portefeuille et sur autres investissements (prêts et dépôts classiques) qui ont contribué à cette évolution, tandis que les flux sortants d'investissements directs se sont contractés.

Au cours du premier semestre de 2009, dans le contexte de la crise financière, les flux d'investissements de portefeuille étaient caractérisés par d'importants mouvements de rapatriement de capitaux ayant affecté essentiellement les titres de participation. Les résidents de la zone euro avaient ainsi réalisé des ventes nettes d'actions étrangères, occasionnant d'importantes entrées nettes. Les non-résidents avaient également vendu massivement les actions de la zone euro jusqu'en avril 2009 avant de reprendre, à partir de mai 2009, leurs investissements nets dans les actions de la zone euro. Au second semestre 2009, avec la reprise des marchés financiers, les mouvements de rapatriement de capitaux se sont arrêtés. Les investisseurs non-résidents ont accru leurs placements dans les actions de la zone euro. Les résidents de la zone euro ont de leur côté repris leurs placements dans les actions étrangères, quoiqu'à un rythme inférieur. Au total sur toute l'année 2009, les transactions sur actions se sont ainsi soldées par des entrées nettes de 93 milliards d'euros en faveur de la zone euro.

Dans les titres de dette, en raison des taux de rendement comparativement élevés dans la zone euro, les non-résidents ont manifesté une forte préférence pour les titres de dette émis par la zone euro, ce qui s'est traduit par des entrées nettes de 140 milliards (dont 133 milliards pour les instruments du marché monétaire et 7 milliards pour les obligations). En revanche, les résidents de la zone

n'ont manifesté qu'un faible intérêt pour les titres de dette étrangers. Ils ont même désinvesti dans les titres de dette à court terme (à concurrence de 2 milliards) tout en n'accroissant que très légèrement leurs placements en obligations étrangères (29 milliards). Au total, sur toute l'année 2009, les entrées nettes sur titres de créance se sont établies à 113 milliards d'euros.

Les entrées nettes ci-dessus ont été partiellement compensées par des sorties nettes d'autres investissements et d'investissements directs. Les sorties nettes d'investissements directs (96 milliards en 2009 contre 199 milliards en 2008) s'expliquent par des prêts consentis par les entreprises résidentes à leurs filiales étrangères, dans un contexte où les participations au capital social et les bénéfices réinvestis des filiales ont été très faibles sur toute l'année 2009. Les sorties nettes d'autres investissements (crédits et dépôts classiques), qui ont atteint 221 milliards en 2009, proviennent essentiellement d'une réduction des engagements de l'Eurosystème résultant du dispositif temporaire d'échanges réciproques de devises avec le Système fédéral de réserve et la Banque nationale suisse.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

L'inflation globale s'est caractérisée par une variabilité très élevée en 2009. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCN a fortement chuté lors de la première moitié de l'année pour remonter tout aussi abruptement par après, passant de 1,1 % en décembre 2008 à -0,7 % en juillet 2009 et 2,3 % en décembre. En moyenne annuelle, les prix n'ont progressé que de 0,4 %, ce qui constitue l'inflation la plus faible depuis 1987. Au début de l'année 2010, la remontée de l'inflation s'est poursuivie et le taux de variation annuel s'est même hissé à 2,4 % en mai.

Graphique 1.9 : Évolution des prix à la consommation (taux de variation annuels)



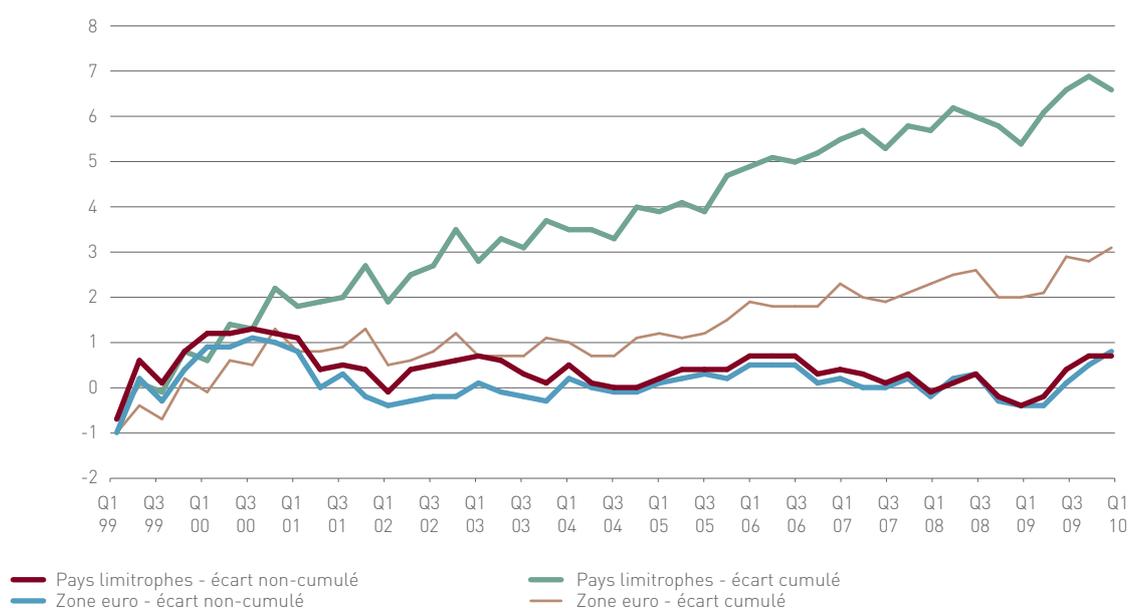
Source : Statec

La volatilité de l'inflation a été encore plus marquée pour l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et ceci en raison d'une pondération plus importante des produits pétroliers dans l'IPCH que dans l'IPCN. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCH est passé de 0,7% en décembre 2008 à -1,5% en juillet 2009, est resté négatif jusqu'en octobre 2009, pour remonter à 2,5% en décembre. En moyenne annuelle, les prix calculés selon la variante IPCH auraient stagné en 2009 par rapport à 2008. L'accélération de l'inflation qui s'est opérée au cours de la deuxième moitié de l'année s'est également poursuivie au début de l'année 2010 et le taux annuel s'est hissé à plus de 3% en mars, avril et mai. Depuis novembre, ces taux de variation sont à nouveau supérieurs à ceux recensés par l'IPCN.

A l'instar de la zone euro, cette évolution défavorable de l'inflation globale, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, résulte exclusivement du redressement de l'inflation des produits énergétiques. Si les prix de l'énergie avaient atteint leur creux en début d'année 2009 pour remonter par la suite, leurs taux de variation annuels ne se sont redressés qu'à partir du mois de juillet en raison des effets de base qui sont restés favorables jusqu'alors. Ainsi, après son creux de -29% en juillet 2009, le recul des taux de variation annuels des prix des produits pétroliers s'est d'abord modéré pour muter ensuite en une variation positive en fin d'année 2009 (voir graphique). Parallèlement, l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques a reculé - de 2,4% en janvier à 1,7% en décembre 2009. Cette tendance s'est même accélérée au début de l'année 2010, lorsque les taux d'inflation sont restés inférieurs à 1,3%.

Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes<sup>1</sup> sont redevenus défavorables au deuxième semestre 2009. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au premier trimestre 2010 ont atteint respectivement 3,2 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 6,7 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

Graphique 1.10 : Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)

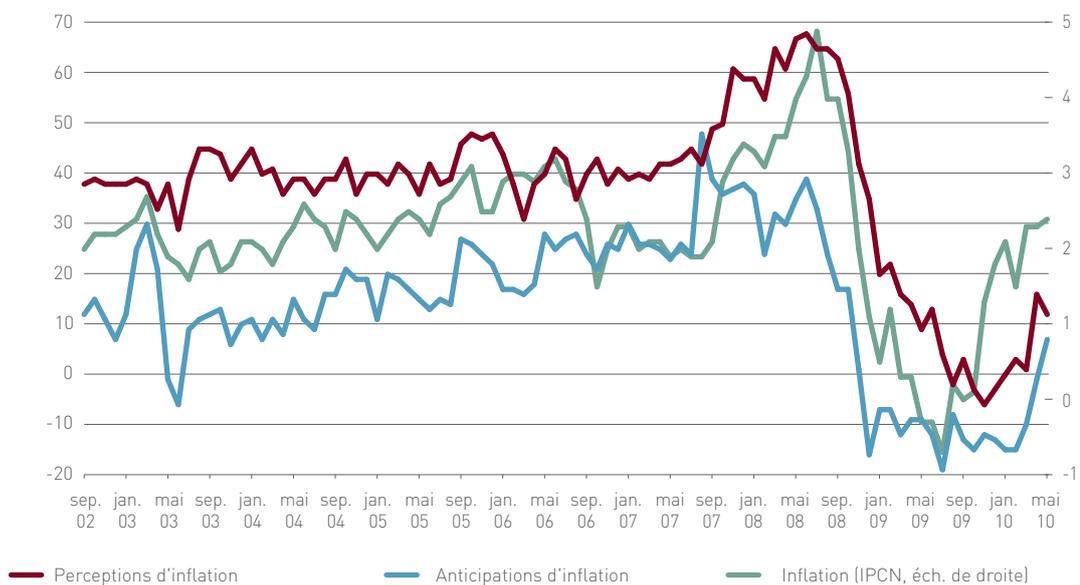


Sources : Statec, Eurostat, calculs BCL

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

Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs<sup>2</sup> avaient fortement diminué depuis la mi-2008, pour atteindre au mois de novembre 2009 le niveau le plus bas observé depuis la compilation de la série. Cette tendance des perceptions était en accord avec la forte chute de l'inflation globale recensée. Une évolution similaire s'est aussi manifestée en ce qui concerne les anticipations d'inflation, les consommateurs s'attendant, depuis décembre 2008, non pas à des hausses mais à des baisses de prix. Ces anticipations d'inflation des consommateurs s'étaient quelque peu redressées depuis leur creux de juillet 2009. Elles sont cependant demeurées négatives jusqu'en avril 2010, malgré la remontée abrupte de l'inflation (voir le graphique suivant), et ne sont redevenues positives qu'au mois de mai.

Graphique 1.11 : Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs au Luxembourg et inflation observée



Sources : BCL, Statec

## Projections d'inflation

### Hypothèses

Mi-mai 2010, l'euro cotait aux environs de 1,26 USD/EUR, soit à un niveau nettement plus bas que lors des projections datant de décembre 2009<sup>3</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 80\$/bl et les marchés à terme anticipent une progression supplémentaire de ce prix, qui s'établirait à un niveau proche de 84\$/bl jusqu'en juin 2011. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar augmenterait de 39% en 2010 par rapport à 2009. Par rapport à l'exercice de décembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été fortement revues à la hausse, sous l'effet conjoint de la hausse du cours du pétrole exprimé en dollar et de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Voir BCL, Bulletin 2010/1, pp.30-33

Tableau 1.4 : Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2008	2009	2010	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2
Prix du pétrole (brent) en \$	98	62	79	77	81	79	81	82	83
Taux de change \$/€	1,47	1,39	1,30	1,38	1,29	1,26	1,26	1,26	1,26
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	24	-33	39	61	46	31	27	18	5

Source : BCL

La tendance baissière de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, entamée depuis le troisième trimestre 2008, devrait s'achever prochainement. L'inflation se stabiliserait dans une première phase pour connaître une accélération par la suite.

Un examen des diverses composantes de l'IPC hors énergie est riche d'enseignements. La détente de l'inflation des biens industriels non-énergétiques pourrait bientôt arriver à son terme. Si récemment les facteurs déterminants de son évolution étaient encore orientés à la baisse, ils semblent s'approcher d'un point de retournement. Ainsi, les prix à la production se sont déjà stabilisés et ils pourraient remonter sous l'effet d'un prix du pétrole qui a doublé depuis la fin 2008. La dépréciation de l'euro par rapport au dollar renchérit aussi les biens de production importés hors de la zone euro. Cependant, la hausse des coûts semble encore insuffisante pour provoquer une accélération franche des prix à la consommation. Malgré la poursuite de la reprise conjoncturelle dans la zone euro, la demande interne demeure en effet fragile. Le marché de l'emploi pourrait quant à lui se stabiliser mais l'évolution défavorable de l'emploi que du chômage, devrait continuer à peser sur le revenu disponible des ménages dans la zone euro. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de s'accélérer en 2010 et en 2011. Selon les plus récentes projections de l'Eurosystème, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre 1,4 % et 1,6 % en 2010 et entre 1,0 % et 2,2 % en 2011 contre 0,3 % en 2009. Par rapport à l'exercice de décembre, ces projections ont été revues à la hausse.

Le recul de l'inflation des services s'achèverait aussi prochainement et l'inflation connaîtrait une nette accélération sous l'effet de la progression des coûts salariaux. D'une part, les salaires vont augmenter de 2,5 % au mois de juillet avec l'échéance d'une tranche indiciaire<sup>4</sup>. D'autre part, le salaire minimum serait ajusté au 1<sup>er</sup> janvier 2011. En dépit des effets retardés de la récession de 2008/2009 et de la faiblesse de la demande, la dynamique du salaire minimum resterait donc proche de celle des années précédentes et ramènerait l'inflation des services au-delà de 2,5 %.

## Résultats

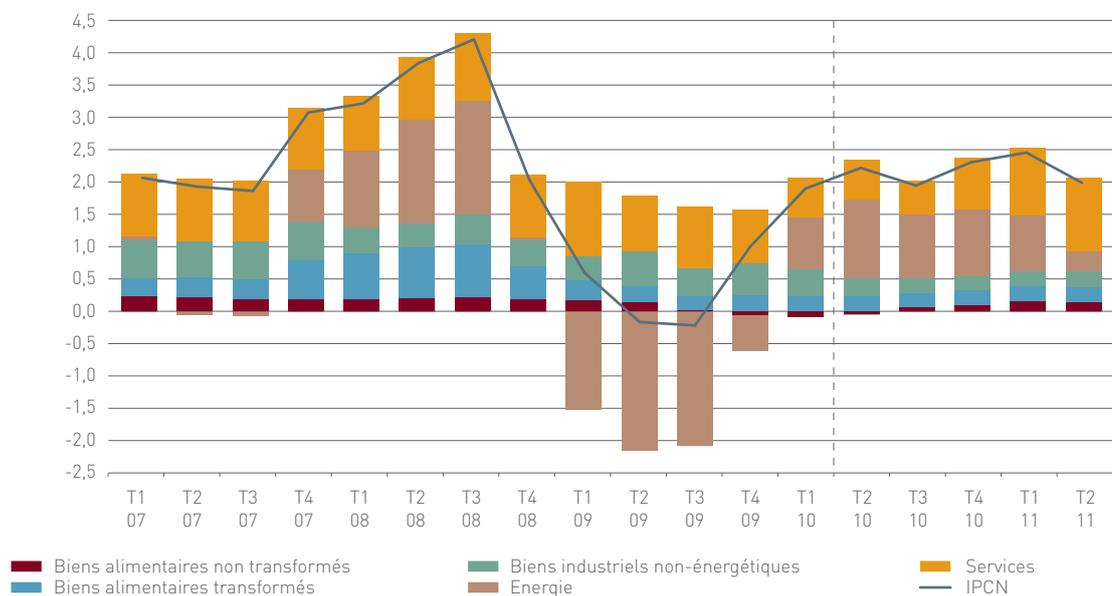
Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques, qui s'était fortement accélérée depuis la mi-2009, aurait déjà atteint son sommet au deuxième trimestre 2010. Si les prix des produits pétroliers devaient graduellement progresser au cours des prochains mois, leur taux de variation annuel reculerait tout de même, tout en demeurant positif jusqu'à la fin de l'horizon de projection dans le sillage de la hausse anticipée du prix du pétrole. L'inflation annuelle des produits énergétiques reculerait progressivement, pour passer de 15 % au deuxième trimestre 2010 à environ 3 % vers la mi-2011. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, négative au cours des quatre trimestres de l'année 2009, serait positive tout au long de 2010 et du premier semestre 2011 (voir le graphique). En moyenne annuelle, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à environ 13 % en 2010. Par rapport à l'exercice de

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

mars, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été fortement revues à la hausse, conformément à des hypothèses techniques qui ont été révisées dans le même sens.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures demeure pratiquement inchangé. En moyenne, le taux d'inflation afférent pourrait baisser de 1,8% au deuxième semestre de 2009 à 1,3% en 2010. Ce recul résulte de la baisse de l'inflation des services et des biens industriels non-énergétiques. La situation deviendrait nettement moins favorable au début de 2011, lorsque la progression des salaires nominaux pousserait l'inflation à l'exclusion de l'énergie à la hausse. Cette dernière s'établirait autour de 1,9% durant le premier trimestre 2011.

Graphique 1.12 : Contributions à la croissance de l'IPCN\*



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

Sources : Statec, projections BCL

Tableau 1.5 : Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

	2009	2010	2010-1 <sup>er</sup> sem	2010-2 <sup>e</sup> sem	2011-1 <sup>er</sup> sem
IPCN	0,4	2,2 (0,6)	2,1 (0,4)	2,2 (0,8)	2,3
IPCN hors énergie	1,9	1,3 (0,1)	1,2 (-)	1,3 (0,1)	1,9
IPCH	0,0	2,9 (0,8)	3 (0,5)	2,9 (1,1)	2,7
IPCH énergie	-15,9	13,1 (7,0)	14 (5,3)	12,2 (8,6)	6,2
IPCH hors énergie	2,3	1,7 (-)	1,6 (-0,1)	1,8 (0,1)	2,2
Impact des mesures gouvernementales <sup>1</sup> sur l'IPCN, en pp	0,1	0,3			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,5	0,7			

1 Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. Dorénavant, la composition de l'indice des prix administrés s'aligne sur la définition d'Eurostat telle que publiée fin février 2010. Celle-ci se base, entre autres, sur les travaux menés au sein de l'Eurosystème. La différence majeure par rapport à l'indice utilisé et présenté dans les publications de la BCL depuis 2007 est que l'électricité n'est plus considérée comme un bien administré et ceci depuis la l'ouverture à la concurrence de ce secteur vers la mi-2007.

Source : BCL

Avec un taux de 2,4 % en mai 2010, l'inflation mesurée par l'IPCN global s'est fortement accélérée depuis la mi-2009. Elle pourrait se replier brièvement, s'approchant de 2,0 % au troisième trimestre, pour se redresser à nouveau au tournant de l'année 2010/2011. A une ou deux exceptions près, l'inflation globale demeurerait supérieure à 2,0 % sur l'ensemble de l'horizon de projection. En moyenne annuelle, l'inflation globale s'accélérerait fortement en 2010, pour s'établir à respectivement 2,2 % pour l'IPCN et 2,9 % pour l'IPCH. En raison des pondérations différentes, ce dernier indice réagit en effet davantage à la reprise de l'inflation des produits énergétiques. Ces taux dépasseraient donc à la fois la moyenne historique et l'inflation dans les pays limitrophes.

Sous l'effet du gel des tarifs publics tel qu'imposé par le gouvernement, l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation de l'IPCN a été très faible en 2009. Cette situation favorable s'inverserait en 2010 mais l'impact n'excéderait pas sa moyenne historique. D'une part, le gouvernement n'a pas annoncé des ajustements de la taxation indirecte pour les années 2010 et 2011. D'autre part, si les prix administrés devaient être orientés à la hausse, ils le seraient de manière modérée, puisque le gouvernement s'est engagé à suivre une politique prudente en cette matière. Finalement, il est admis que les prix du tabac progresseraient à une allure proche de la moyenne historique.

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006, la modulation de l'application de l'échelle mobile des salaires a expiré à la fin de l'année 2009 et le mécanisme d'indexation automatique des salaires prévalant avant l'accord de la Tripartite de mai 2006 est à nouveau entré en vigueur. Sur base de nos projections d'inflation, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire est prévue pour la mi-2010, donc quelques mois plus tôt qu'anticipé lors de l'exercice précédent. L'avancement de la hausse automatique des salaires résulte de la détérioration du scénario d'inflation, exclusivement sous l'effet de la progression récente et projetée des prix des produits pétroliers.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Le retournement à la baisse des prix à la production industrielle a débuté en août 2008 et il s'est poursuivi de manière quasi ininterrompue jusqu'en septembre 2009. Au total, après avoir crû en moyenne de 7,8 % en 2008, les prix à la production industrielle ont fortement reculé en 2009 (-8,3 %). Au niveau sectoriel, les évolutions des prix se sont avérées relativement disparates. La baisse des prix a été particulièrement marquée dans le secteur des biens intermédiaires en 2009 (-14,2 %), tandis qu'une quasi-stabilisation a été observée en ce qui concerne les biens énergétiques (-0,8 %). Enfin, les prix à la production se sont redressés dans les secteurs des biens d'équipement et de consommation.

Tableau 1.6 : Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	2008	2009	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1
Ensemble des produits Industriels	7,8	-8,3	-2,2	-4,6	-5,9	-1,7	0,4	1,0
Biens intermédiaires	7,4	-14,2	-3,9	-6,8	-9,9	-2,6	0,6	2,5
Biens d'équipement	4,5	1,5	1,0	-0,2	0,0	0,6	0,7	-1,1
Biens de consommation	1,9	2,6	0,5	1,6	-0,3	-0,1	0,8	-0,6
Biens énergétiques	17,0	-0,8	0,0	-4,3	-0,4	-1,4	-0,5	-1,0

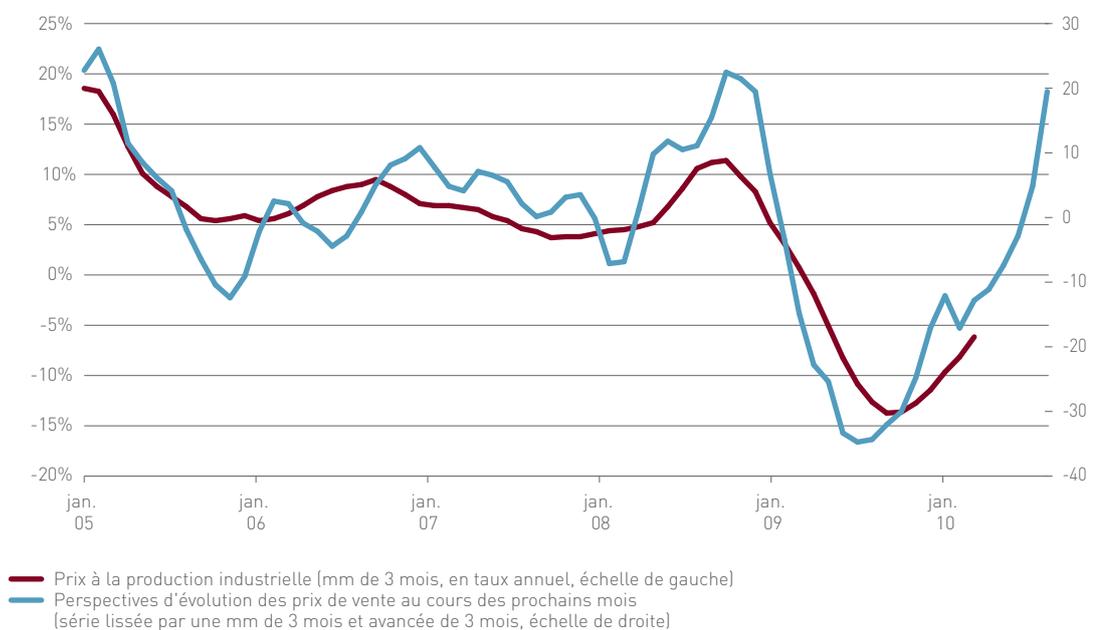
Source : STATEC

Les évolutions à la baisse des prix à la production, qui ont été observées entre le dernier trimestre de l'année 2008 et le troisième trimestre de 2009, ont donc coïncidé avec la crise économique mondiale et l'affaissement de la production industrielle nationale. Le repli de la demande mondiale a également expliqué en grande partie la baisse des prix des biens intermédiaires et énergétiques.

Depuis le quatrième trimestre de 2009, les prix à la production pour la quasi-totalité de l'industrie se sont redressés, dans le sillage de ce qu'annonçaient les enquêtes de conjoncture depuis le troisième trimestre de 2009. Les données les plus récentes, relatives aux trois premiers mois de l'année 2010, montrent une poursuite de la progression des prix des biens industriels, du fait de l'accélération de la croissance des prix des biens intermédiaires. Dans les autres secteurs par contre, les prix ont reculé au premier trimestre 2010 par rapport au dernier trimestre de l'année précédente.

Les enquêtes de conjoncture harmonisées indiquent que le taux de variation annuel de l'indice global des prix au Luxembourg devrait poursuivre sa progression au cours des prochains mois. Le solde lissé d'opinion relatif aux évolutions anticipées des prix à la production dans l'industrie reste nettement orienté à la hausse depuis avril 2009.

Graphique 1.13 : Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée\*



\* 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).

Sources : Statec, calculs BCL

### 1.2.1.3 Les prix à la construction

En 2009, les prix à la construction, qui recensent les tarifs pratiqués par les différents corps de métiers dans le bâtiment, ont nettement décéléré. Ils ont progressé en moyenne de 1,1% (après +3,2% en 2008). Cette évolution modérée des prix à la construction reflète vraisemblablement le retournement à la baisse que l'on a observé dans le secteur des biens intermédiaires sur l'ensemble de l'année 2009. De plus, dans un contexte général de modération salariale en 2009, le secteur de la construction a dû voir l'évolution de ses coûts salariaux se tasser. En effet, comme les prix des services consommés par les ménages luxembourgeois, les prix à la construction sont largement déterminés par le coût salarial en raison de leur forte intensité en facteur travail.

Graphique 1.14 : Prix à la construction



Sources : Statec, calculs BCL

Encadré 1.1 :

**COMPÉTITIVITÉ PRIX/COÛTS – ÉVOLUTION RÉCENTE ET PERSPECTIVES 2010-12**

En 2009, les indicateurs de compétitivité prix/coûts ont renoué avec la détérioration tendancielle qui a marqué leur évolution depuis 1999. Comme anticipé dans le dernier rapport annuel, la brève amélioration de la compétitivité en 2008 n'a été qu'un phénomène passager rapidement inversé en 2009 en raison de l'accélération de l'inflation. Selon les résultats du récent exercice de projection de l'Eurosysteme, la détérioration de la position compétitive du Luxembourg devrait se poursuivre jusqu'à l'horizon 2012, même si à un rythme moins soutenu.

Les indicateurs de compétitivité calculés par la BCL sont des mesures du taux de change effectif réels, où différents indicateurs des prix ou des coûts servent à la déflation. Ces indicateurs comparent les prix/coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts dans les principaux

pays partenaires du Luxembourg<sup>1</sup>, toujours exprimés dans une devise commune. La pondération attachée à chaque pays partenaire est une fonction de son importance dans les échanges commerciaux du Luxembourg<sup>2</sup>.

Le graphique présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg prolongés jusqu'en 2012 à l'aide des récentes projections de l'Eurosysteme<sup>3</sup>. Dans chaque cas, une augmentation de la courbe signifie que les prix ou les coûts augmentent plus rapidement au

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

2 Un changement méthodologique est intervenu depuis la dernière publication. Les pondérations sont maintenant différentes pour les périodes 1998-2000, 2001-2003 et 2004-2006, pour mieux refléter l'évolution de la structure des échanges commerciaux.

3 Les années 2010-2012 se basent sur les projections des déflateurs pour les seize pays membres de la zone euro et des hypothèses techniques pour le Royaume-Uni, la Suisse, les États-Unis et le Japon.

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



Sources : Eurosysteme et calculs BCL

Luxembourg que dans ses pays partenaires (une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise). L'indicateur basé sur les prix à la consommation a reculé fortement sur le deuxième semestre 2008, mais pour l'ensemble de l'année il a enregistré une détérioration de +0,73%. Ensuite, l'indicateur a progressé tout au long de l'année 2009, pour pratiquement rejoindre son pic historique en 2008Q2. En 2010T1 (dernière observation disponible), l'indicateur s'est à nouveau amélioré (-0,29% en glissement annuel). Selon les projections, cette amélioration devrait se prolonger pour l'ensemble de 2010 (-1%), mais un retour à la détérioration est anticipé pour 2011 (+0,38%) et 2012 (+0,53%). A la fin de l'horizon de projection, le rythme de détérioration devrait avoisiner sa moyenne historique depuis 1999T1 (+0,56%).

Selon les plus récents chiffres de comptabilité nationale, l'indicateur basé sur le déflateur du PIB enregistre une amélioration de -1,70% en 2009. Celle-ci est le résultat du fort recul enregistré au premier trimestre de cette année. Cependant, en 2009T4 (dernière observation disponible), l'indicateur augmentait de 0,10% en glissement annuel. Les

projections anticipent une forte détérioration pour 2010 (+2,4%) et une détérioration plus faible en 2011 et 2012 (+0,7%). Ainsi, cet indicateur de la compétitivité devrait se détériorer sur l'ensemble de l'horizon de projection, mais terminer à un rythme inférieur à sa moyenne historique calculée depuis 1999T1, qui se situe à +1,66%.

L'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie confirme une forte détérioration (+4,3%) en 2008. Les révisions des données conduisent à une nouvelle détérioration en 2009 (+3,76%). En 2009T4 (dernière observation disponible), cet indicateur a progressé de 6,0% en glissement annuel. Selon les projections, la compétitivité-coûts devrait connaître une légère détérioration en 2010 (+0,6%) et ensuite une faible amélioration en 2011 et 2012 (-0,13%). Ainsi, les projections n'anticipent pas une inversion de tendance, mais une stabilisation par rapport à la détérioration soutenue observée depuis 1999T1 (moyenne +1,21%).

## 1.2.2 Les activités sectorielles

### 1.2.2.1 Industrie

La production industrielle s'est fortement repliée en 2009 (-16,3%), après une baisse de 5,3% en 2008. Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches de l'industrie ont enregistré un déclin en 2009, même si les trajectoires infra-annuelles ont quelque peu différé. Après une année 2007 extrêmement dynamique, au cours de laquelle les investissements des entreprises s'étaient nettement redressés, la production de biens d'équipement a affiché un léger retrait en 2008. La baisse de la production dans ce secteur a débuté au quatrième trimestre 2008 et s'est intensifiée jusqu'à la mi-2009. Sur la seconde moitié de l'année 2009, la baisse de l'activité dans le secteur des biens d'équipement est restée conséquente, si bien que le niveau total de la production en 2009 est de 30% inférieur à celui observé sur l'ensemble de l'année 2008. Le volume de production dans l'industrie des biens de consommation s'est inscrit en baisse en 2009 et ceci pour la quatrième année consécutive. Néanmoins, grâce à une inflexion positive au quatrième trimestre, la baisse totale de la production sur l'ensemble de l'année 2009 apparaît relativement modérée par rapport aux autres principaux sous-secteurs. Une forte baisse du volume d'activité dans la branche des biens intermédiaires s'est inscrite dans le contexte d'une demande mondiale fortement affectée par la crise économique. Au quatrième trimestre 2009, la production s'est nettement redressée, portant le recul total de la production de biens intermédiaires en 2009 aux alentours de 17% par rapport à 2008. Enfin, le déclin de la production sidérurgique a été particulièrement marqué au quatrième trimestre 2008 (rappelons que la sidérurgie fournit principalement le secteur des biens intermédiaires en matériaux utilisés dans la construction et l'automobile). Toutefois, en moyenne annuelle, la baisse de la production par jour ouvrable dans ce secteur a été limitée à 3% en 2008 par rapport à 2007, grâce au dynamisme enregistré jusqu'au troisième trimestre 2008. Sur les trois premiers trimestres de l'année 2009, le recul de la production s'est confirmé. Au quatrième trimestre de l'année 2009, la production dans ce secteur a cependant enregistré un fort rebond, de quelque 46% par rapport au trimestre correspondant de 2008.

Tableau 1.7 : Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuels)

	2008	2009	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-5,3	-16,3	2,1	-17,9	-24,7	-21,3	-17,3	1,5	14,6
Pjo - Biens intermédiaires	-7,0	-16,6	1,7	-22,7	-29,1	-24,7	-17,4	12,4	24,0
Pjo - Biens d'équipement	-0,3	-30,4	3,6	-13,2	-30,5	-34,1	-31,9	-24,4	-9,4
Pjo - Biens de consommation	-6,0	-4,9	-0,4	-14,2	-15,7	-5,1	-5,3	8,6	18,8
Pjo - Énergie	-6,0	-2,7	2,0	-10,7	-8,0	0,1	-2,4	0,5	8,8
Pjo - Industrie hors sidérurgie	-5,7	-15,3	-0,9	-15,0	-21,8	-19,0	-16,7	-1,9	12,4
Pjo - Sidérurgie	-3,0	-24,2	33,0	-44,1	-44,4	-37,7	-22,8	46,1	36,7

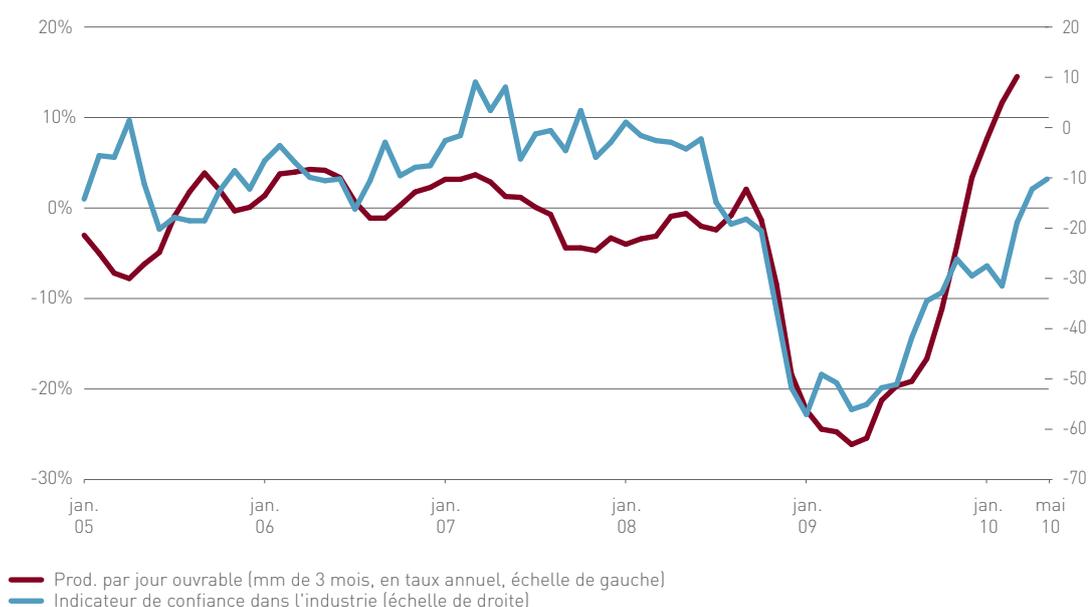
Source : STATEC

Au regard de ses évolutions récentes en rythme annuel, il apparaît désormais clairement que la production industrielle par jour ouvrable a atteint son creux au premier trimestre de 2009 (voir tableau). Cette dernière datation est valable pour l'ensemble des principaux sous-secteurs industriels, à l'exception des biens d'équipement. Elle vient corroborer les signaux positifs envoyés par les enquêtes de conjoncture dans l'industrie depuis avril 2009.

Les plus récentes statistiques indiquent une progression de 14,6% de la pjo au premier trimestre 2010 par rapport à la même période en 2009. Dans les secteurs des biens intermédiaires, de consommation et énergétique, la production a sensiblement accéléré sur les trois premiers mois de l'année. La baisse sur un an de la pjo dans le secteur des biens d'équipement a atteint 9,4% sur la même

période. De manière générale, la reprise de l'activité industrielle apparaît nettement plus dynamique au Luxembourg que dans la zone euro où la production ne progresse que très légèrement depuis le début de l'année 2010. Les dernières statistiques font ainsi état d'une légère accélération de la production en mars 2010 par rapport au même mois en 2009, à +6,9% (contre +22,7% observé en mars au Luxembourg). L'indicateur de confiance dans l'industrie reste favorablement orienté depuis le début de l'année. Il suggère que la production industrielle devrait demeurer orientée à la hausse.

Graphique 1.15 : Indicateur de confiance et production industrielle\*



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

Sources : Statec, calculs BCL

### 1.2.2.2 Construction

L'activité dans le secteur de la construction a fait preuve d'une relative résistance en 2008 et en 2009. Les statistiques font en particulier état d'un raffermissement de l'activité dans ce secteur au second semestre de 2009. Le chiffre d'affaires total a ainsi progressé de 12% sur l'ensemble de l'année 2009 (voir tableau), grâce à des ventes dynamiques sur la deuxième moitié de l'année. La production par jour ouvrable s'est pour sa part redressée en 2009, grâce au dynamisme enregistré sur les deux derniers trimestres de l'année.

Dans le secteur résidentiel, les permis de construire ont enregistré une baisse de 18,6% en moyenne en 2008 et de 8,5% en moyenne en 2009. Dans le même temps, les plus récentes statistiques relatives aux prix de vente des appartements indiquent qu'au 1<sup>er</sup> trimestre 2010, les prix de vente des appartements ont progressé de 3,2% par rapport au trimestre précédent. Ainsi, l'indice général a progressé pour le troisième trimestre consécutif alors qu'il était encore largement orienté à la baisse au cours du 1<sup>er</sup> et du 2<sup>e</sup> trimestre 2009, avec des variations de respectivement -1,7% et -2,2%. Sur l'ensemble de l'année 2009, le recul du prix des appartements atteint 2,1%.

Les statistiques du premier trimestre 2010 montrent que l'activité dans la construction a faibli. Ainsi, la production par jour ouvrables (pjo) a diminué de 1,3% au premier trimestre 2010 par rapport à la

même période de l'année précédente. Parallèlement, le volume de travail presté a baissé de 2% sur la même période et le chiffre d'affaires a baissé de 4,4%. Ces dernières évolutions, défavorables, s'expliquent en partie par les mauvaises conditions météorologiques du premier trimestre 2010.

Tableau 1.8 : Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuels)

	2008	2009	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1
Chiffre d'affaires - Total	2,3	12,0	4,2	2,9	-2,6	15,9	2,4	29,1	-4,4
Production par jour ouvrable -Total	-2,0	1,1	-1,0	-3,8	0,7	-3,9	5,6	3,1	-1,3
Heures travaillées	-0,2	-0,9	1,5	-1,6	0,2	-2,4	3,5	-4,9	-2,0
Permis de bâtir <sup>1</sup>	-18,6	-8,5	2,6	-26,7	-36,7	6,7	-2,8	-4,4	-
crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	10,7	6,4	10,6	8,4	6,9	6,2	5,8	6,7	6,6
crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	13,8	34,2	43,1	-13,4	7,6	16,8	41,7	70,0	6,4
Taux hypothécaires	4,9	2,4	5,1	4,6	3,1	2,3	2,0	2,0	2,0

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

Source : STATEC

Les statistiques bancaires, quant à elles, indiquent que l'encours des crédits immobiliers accordés aux ménages a enregistré une hausse régulière dans un passé récent, oscillant autour de 6 voire même 7% depuis le 1<sup>er</sup> trimestre de cette année. En termes de contrats, les nouveaux crédits accordés se sont quant à eux inscrits en très nette progression en 2009 par rapport au nombre de contrats signés en 2008. Le niveau historiquement bas des taux hypothécaires explique certainement ce dynamisme. Le nombre de contrats a en revanche connu une nette décélération au premier trimestre 2010, après la progression de 70% observée au quatrième trimestre de l'année passée (voir le tableau).

### 1.2.2.3 Commerce et autres secteurs

En 2009, le commerce de gros – hors automobiles et motocycles – a très fortement chuté et enregistré sa deuxième année consécutive de baisse. Le commerce de détail a fait preuve de plus de résistance, avec une quasi-stabilisation de son chiffre d'affaires (CA) en 2009. Au niveau du service aux entreprises, on notera le contraste entre d'une part l'accélération de la croissance du CA dans le secteur programmation, conseil et autres activités informatiques en fin d'année et d'autre part la chute du CA dans le secteur des activités juridiques, comptables et conseil de gestion. Le secteur des transports a également vu son activité se réduire fortement en 2009.

Dans le secteur automobile, les statistiques relatives à l'année passée ne sont guère plus réjouissantes, puisqu'elles font apparaître une poursuite de la baisse prononcée du chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile au cours de la deuxième partie de l'année 2009. De plus, les immatriculations automobiles se sont réduites de près de 10% sur l'ensemble de l'année 2009 par rapport à l'année précédente, et ce, malgré les primes à la casse et à l'achat de voitures à faibles émissions de CO<sub>2</sub>. Il semblerait que les critères d'octroi des primes soient relativement stricts au Luxembourg – par rapport à l'Allemagne notamment. Il faut cependant également rappeler que les immatriculations de voitures neuves avaient fait montre d'un grand dynamisme au cours des trois années précédentes (2006 à 2008), alors que la zone euro avait pour sa part subi un déclin de l'ordre de 8% en 2008.

Plus encourageantes, les statistiques récentes indiquent que sur le premier trimestre de l'année 2010, les immatriculations de véhicules ont progressé de 11,0% sur un an. Il est encore trop tôt pour déterminer si la reconduction par le gouvernement des régimes d'aides financières CAR-e et CAR-e plus en l'état jusqu'au 31 juillet 2010 pourrait expliquer le dynamisme des immatriculations

en ce début d'année 2010. En effet, il pourrait s'agir d'un simple effet de base dû au niveau extrêmement faible des immatriculations automobiles en 2009. Les statistiques d'avril indiquent par ailleurs une hausse très modérée de ces immatriculations (+1,1 %). Les données provisoires concernant les chiffres d'affaires pour le mois de février sont favorables pour les principaux secteurs, à l'exception de « programmation, conseil et autres activités informatiques », du « commerce de gros hors automobiles et motocycles » et du « Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ».

Tableau 1.9: Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs\*  
(en taux de variation annuels)

	2008	2009	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1**
Immatriculations de voitures	2,0	-9,7	10,7	-6,7	-10,4	-12,4	-11,8	-9,7	11,0
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	3,5	-9,8	4,8	5,4	-3,5	-14,7	-13,6	-6,7	-13,1
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-3,1	-15,3	-3,4	-16,5	-19,6	-32,5	-12,3	10,5	-2,4
Commerce de détail	6,2	-0,1	7,9	-0,3	-3,6	-5,2	-1,5	9,7	9,2
Commerce de détail hors carburants	5,7	5,3	5,6	2,3	1,2	1,5	4,2	12,9	10,0
Commerce de détail de carburants en magasin spécialisé (cms)	7,4	-13,5	13,3	-7,8	-16,2	-20,2	-14,4	-1,1	6,6
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et des ventes de cms)	2,6	-0,4	3,5	-0,8	-2,0	-1,9	-2,0	4,0	1,0
Transport	8,7	-15,0	9,2	8,8	-13,6	-21,5	-12,8	-12,4	12,1
Programmation, conseil et autres activités informatiques	0,5	5,4	16,3	-13,1	23,2	3,7	-3,4	-0,8	-8,7
Activités juridiques et comptables et conseil de gestion	12,0	-10,5	4,1	5,9	5,0	-20,8	0,8	-23,8	5,8

\* En valeur.

\*\* A l'exception des immatriculations automobiles, les données recouvrent les bimestres janvier-février 2009 et 2010.

Source : STATEC

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

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs<sup>5</sup> du Luxembourg a coïncidé avec l'apparition des turbulences sur les marchés financiers, soit au second semestre 2007. L'indicateur de confiance des consommateurs a atteint son minimum historique en décembre 2008. Il est apparu plutôt favorablement orienté tout au long de l'année 2009. Depuis le début de cette année, ses évolutions mois par mois sont nettement plus volatiles que celles observées au niveau de la zone euro. Les données récentes semblent néanmoins suggérer que l'amélioration de la confiance des consommateurs, tant au Luxembourg que dans la zone euro, marque une pause depuis le début de l'année 2010.

La plus récente enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date du mois de mai 2010. Elle indique que l'indicateur de confiance, après correction des variations saisonnières, a légèrement diminué.

Les évolutions des différentes composantes de l'indicateur de confiance paraissent disparates au mois de mai. Les anticipations des consommateurs eu égard à la situation économique générale au Luxembourg et à leur situation financière affichent une nette dégradation par rapport à avril. Les anticipations des ménages concernant le taux de chômage sont favorablement orientées pour le quatrième mois consécutif. Enfin, les ménages font preuve d'un regain d'optimisme quant à leur capacité d'épargne.

<sup>5</sup> 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 1.16 : Indicateurs de confiance des consommateurs  
(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : BCL et Commission européenne

Tableau 1.10 : Les données corrigées des variations saisonnières sont reprises dans le tableau ci-dessous :

		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
2008	mai	0	-20	19	-7	47
	juin	-2	-23	18	-9	44
	juillet	-5	-24	28	-8	41
	août	-3	-22	28	-9	47
	septembre	-2	-17	30	-4	41
	octobre	-11	-37	46	-6	47
	novembre	-13	-35	53	-7	43
	décembre	-20	-47	61	-9	37
2009	janvier	-15	-41	63	-1	44
	février	-17	-36	67	-6	42
	mars	-18	-38	65	-6	40
	avril	-17	-38	71	-3	46
	mai	-15	-30	66	-4	40
	juin	-12	-22	67	-3	41
	juillet	-9	-15	62	-1	44
	août	-8	-14	59	1	41
	septembre	-4	-5	59	2	45
	octobre	-6	-11	55	-1	43
	novembre	-4	-9	52	0	44
	décembre	-4	-15	53	-1	50
2010	janvier	-11	-19	59	1	33
	février	-6	-17	48	1	39
	mars	-1	-9	44	1	46
	avril	-5	-11	36	-3	32
	mai	-6	-26	31	-10	44

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

Source : BCL

## 1.2.4 La croissance économique

La première estimation des comptes nationaux annuels pour 2009, devenue disponible début avril, témoigne de l'acuité de la récession durant l'année sous revue. Alors que la croissance avait décéléré de 6,5 % à 0,0 % de 2007 à 2008, l'économie luxembourgeoise s'est contractée à concurrence de -3,4 % en 2009. Bien que, à l'exception de la consommation publique, l'ensemble des composantes de la demande aient contribué à la progression négative du PIB, ce recul est essentiellement imputable aux exportations nettes et à la demande intérieure excluant les stocks, qui ont amputé la progression du PIB de respectivement -0,3 p.p. et -3,5 p.p. La contribution négative du commerce extérieur à la croissance du PIB est essentiellement due à la baisse des exportations (1,5 à -7,6 % de 2008 à 2009). Toutefois, cette évolution négative a été atténuée par une baisse parallèle et légèrement supérieure des importations (de 3,3 % à -9,2 % de 2008 à 2009). Du côté des composantes, la détérioration du commerce extérieur est avant tout imputable à la baisse des exportations de biens (en baisse de -16,7 % en 2009 par rapport à 2008) et dans une moindre mesure à la baisse des exportations de services (en baisse de -5,4 % sur la même période). Du côté des importations, les achats de biens à l'étranger ont baissé de manière plus dynamique que les exportations (de -17,1 % par rapport à l'année précédente), améliorant ainsi le solde commercial. Les importations de services ont de leur côté chuté de 5,2 % par rapport à 2008.

Tableau 1.11: Comptes nationaux annuels: Première estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2009 (à l'erreur d'arrondi près)

	Comptes nationaux d'avril 2010									Contributions à la croissance du PIB							
	Taux de variation annuels																
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Demande intérieure (excluant les stocks)	2,6	0,5	3,3	5,2	2,2	4,2	3,2	-4,7	2,9	1,1	1,6	4,0	0,9	3,4	1,6	-3,5	
Consommation privée	5,8	-5,3	2,2	2,6	2,7	2,8	3,9	-0,6	2,4	-2,2	0,8	1,0	1,0	0,9	1,2	-0,2	
Consommation publique	4,6	4,1	4,5	3,3	2,8	2,9	3,0	2,9	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	
Formation brute de capital	-4,4	8,8	4,4	11,1	0,8	7,6	2,3	-17,1	-1,1	1,9	1,0	2,4	0,2	1,5	0,5	-3,4	
dont:																	
a) Formation brute de capital fixe	5,5	6,3	2,7	2,5	4,7	12,6	-0,1	-14,9	1,2	1,4	0,6	0,5	1,0	2,4	0,0	-2,9	
b) Variation des stocks	1,5	11,6	-2,8	-7,7	1,1	-0,1	4,4	-98,5	-0,8	-0,7	1,0	0,0	0,7	-0,5	0,5	0,4	
c) Acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-259,0	-126,8	-232,6	-540,5	-97,8	-1 105,4	-2,2	274,5	-1,5	1,2	-0,6	1,9	-1,5	-0,4	0,0	-0,9	
Exportations nettes	11,3	5,9	7,8	6,2	15,6	11,4	-6,3	-0,8	2,0	1,1	1,9	1,5	4,0	3,6	-2,1	-0,3	
Importations	0,8	6,9	11,8	4,2	12,9	8,3	3,3	-9,2	-1,0	-8,4	-13,3	-5,3	-16,8	-11,4	-4,8	12,9	
Exportations	2,1	6,8	11,1	4,5	13,3	8,8	1,5	-7,6	3,0	9,5	15,2	6,8	20,7	14,9	2,7	-13,1	
Produit intérieur brut	4,1	1,5	4,4	5,4	5,6	6,5	0,0	-3,4	4,1	1,5	4,4	5,4	5,6	6,5	0,0	-3,4	
Déflateur du PIB	2,1	6,0	1,8	4,6	6,8	3,0	5,0	-0,7									
Emploi salarié	3,4	1,9	2,4	3,1	3,9	4,7	4,9	0,9									
Emploi total	3,2	1,8	2,2	2,9	3,6	4,4	4,7	0,9									
Rémunération moyenne par salarié	3,1	1,1	3,3	4,6	3,3	3,6	2,0	1,7									
Productivité du travail	0,8	-0,3	2,1	2,5	1,9	2,0	-4,5	-4,3									
Coût unitaire du travail	2,2	1,4	1,2	2,1	1,4	1,6	6,8	6,3									
Marge de profit	-0,2	4,6	0,5	2,5	5,4	1,3	-2,0	-6,7									

Sources : STATEC, calculs BCL

A l'aune de ces nouvelles estimations, c'est une baisse significative de la formation brute de capital (de 2,3% à -17,1% de 2008 à 2009) qui est à l'origine de la contribution négative de la demande intérieure à la croissance. Cette baisse de la formation brute de capital s'explique notamment par le recul de l'activité dans le secteur de l'industrie. Par ailleurs, en raison notamment du ralentissement de la croissance de l'emploi qui s'est établie à 0,9% sur l'année 2009<sup>6</sup> et de la hausse du taux de chômage<sup>7</sup> (qui est passé de 5,0% en janvier 2009 à 6,0% en décembre 2009), le taux de croissance de la consommation privée a baissé de 3,9% à -0,6% de 2008 à 2009. Bien que cette dégradation ait été plus modérée que celle de la formation brute de capital, la baisse de la consommation privée a également contribué négativement à la demande intérieure.

En ce qui concerne l'emploi et la rémunération des salariés, la nouvelle version de la comptabilité nationale met en lumière une modération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié pour la deuxième année consécutive (en passant de 3,6% en 2007 à 2,0% en 2008 et 1,7% en 2009). Cette évolution modérée des salaires reflète notamment la dégradation observée sur le marché de l'emploi. En dépit de cette évolution et malgré un léger ralentissement par rapport à l'année dernière, les coûts salariaux unitaires ont continué à croître à des niveaux historiquement élevés (de 6,8% à 6,3% de 2008 à 2009 contre encore 1,6% en 2007), en raison de la sensible diminution de la productivité pour la deuxième année consécutive (de -4,5% à -4,3% de 2008 à 2009 contre encore 2,0% en 2007). Par ailleurs, dans ce contexte de récession économique, la marge de profits des entreprises a poursuivi sa baisse (-6,7% contre -2,0% en 2008).

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 2009, qui entraînera nécessairement des révisions lors des publications à venir des comptes nationaux. A ce stade, on peut toutefois partir du principe que ces données sont en phase avec l'indicateur de l'IGSS décrivant une décélération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié en 2009.

Après avoir subi l'impact de la crise financière, l'économie luxembourgeoise semble avoir engagé la sortie de la récession. Appréhendés sur la base des taux de croissance en glissements annuels, les chiffres trimestriels de la comptabilité nationale suggèrent une décélération de la diminution du PIB à partir du troisième trimestre de 2009, croissance atteignant même un niveau positif (1,4%) au quatrième trimestre de 2009, toujours par rapport à la même période de l'année précédente. Du côté de l'emploi, bien que la croissance reste à des niveaux historiquement faibles, celle-ci a regagné en dynamisme à partir de la deuxième moitié de 2009.

6 La croissance de l'emploi total est passée de 4,7% en 2008 à 0,9% en moyenne en 2009. La croissance de l'emploi a poursuivi sa décélération jusqu'en septembre et octobre 2009, où la croissance a atteint son niveau plancher de 0,1% (en variation annuelle). Depuis novembre 2009, l'emploi croît à nouveau de manière plus dynamique atteignant 0,4% en décembre 2009, croissance toutefois largement en deçà des taux de croissance historiques.

7 Taux de chômage au sens strict désaisonnalisé.

**CROISSANCE POTENTIELLE – UNE SORTIE DE LA CRISE TRÈS GRADUELLE**

Selon les plus récentes projections, la croissance potentielle du Luxembourg restera faible sur l'horizon 2010-2012. Les estimations sont entourées d'un important degré d'incertitude, mais la plupart des méthodes<sup>1</sup> appliquées dans cet encadré anticipent une baisse de la croissance potentielle vers un taux compris entre 2% et 3%. Il faut souligner que ces estimations de la croissance potentielle ne servent pas de base aux projections de la BCL mais en sont le résultat. Ainsi, elles incorporent l'hypothèse que la crise financière aura un effet persistant sur la croissance au Luxembourg, en ligne avec l'expérience observée lors de crises dans d'autres pays<sup>2</sup>. Les effets de la crise devraient se manifester par une baisse conjointe du niveau de production potentiel et de son taux de croissance. Dans un contexte de faible demande internationale, la croissance anticipée au Luxembourg ne devrait pas rejoindre sa moyenne historique, même à l'horizon 2012. Evidemment, le degré élevé d'incertitude signifie que la croissance pourrait être plus forte qu'anticipé, notamment si la demande étrangère se révèle plus robuste que prévu. Dans son nouveau rapport sur le Luxembourg, l'OCDE souligne que la réforme internationale de la régulation financière représente un défi majeur pour notre centre financier, mais aussi une opportunité pour se positionner sur des nouveaux marchés, ce qui pourrait permettre un retour à une croissance potentielle plus élevée une fois que les effets cycliques se seront dissipés<sup>3</sup>.

Pour l'ensemble des méthodes considérées ici, la contraction du PIB réel observée en 2009 a changé le signe de l'écart de production<sup>4</sup>, qui

passait d'une fourchette située entre +0,2% et +3,1% en 2008 à une fourchette se situant entre -7% et -2,9% en 2009. Ce résultat corrobore le diagnostic déjà avancé lors de la publication du rapport annuel 2008 de la BCL. Le PIB observé est vraisemblablement passé en dessous du PIB potentiel.

Cependant, les données de comptabilité nationale publiées en avril 2010 indiquent une contraction en 2009 moins forte que celle anticipée il y a une année. En effet, le niveau du PIB en 2009 a été révisé vers le haut de +2,8%, ce qui a généralement conduit à une réduction de l'écart de production, même pour les années précédentes. En effet, l'écart en 2005 et 2006 a été révisé vers le bas pour cinq des six méthodes et ces révisions négatives se sont prolongées également en 2007-2008 pour quatre des méthodes. Par contre, des révisions positives sont apparues pour la méthode d'Apel-Jansson sur la période 2005-2007. En général, l'ampleur des révisions présentées dans le tableau illustre la fragilité de toutes ces méthodes quand un mouvement brusque du PIB apparaît en fin d'échantillon.

Pour l'année 2009, la tendance linéaire fournit une estimation peu plausible de l'écart de production (-7%), et les chiffres pour 2010-2012 semblent indiquer un problème de biais en fin d'échantillon. Selon les autres méthodes, en 2009 l'écart de production se situait entre -2,9% et -5,6%. Parmi celles-ci, le modèle d'Apel-Jansson décèle l'écart le plus grand, en partie parce qu'il prend en compte l'évolution de l'inflation et du chômage. L'inflation très faible en 2009 et la progression rapide du chômage représentent deux signes de faibles tensions sur les marchés des facteurs et contribuent donc à augmenter le niveau de production potentiel. Il en résulte un écart négatif plus important.

1 Pour des explications détaillées, voir le Cahier d'études No. 4 de la BCL.

2 European Commission, DG ECFIN (2009) « Impact of the current economic and financial crisis on potential output, » European Economy Occasional Paper 49.

3 OCDE (2010) Luxembourg, Economic Surveys volume 2010/5, encadré 1.1.

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

Tableau 1 : Estimations de l'écart de production et la croissance potentielle

	PIB réel (mia EUR)	Tendance linéaire	Hodrick- Prescott	Harvey- Jaeger	Kuttner	Apel-Jansson	Fonction Production
Estimations de l'écart de production							
2005	26,24	3,0%	0,7%	0,7%	0,7%	-1,2%	0,8%
2006	27,71	3,8%	2,8%	2,7%	2,8%	0,4%	2,3%
2007	29,50	5,5%	6,1%	5,9%	6,1%	3,1%	4,3%
2008	29,51	0,9%	3,1%	2,8%	3,1%	0,2%	0,2%
2009	28,50	-7,1%	-2,9%	-3,5%	-2,9%	-5,6%	-4,5%
2010	29,34	-8,7%	-2,5%	-3,3%	-2,5%	-4,7%	-2,4%
2011	30,00	-10,8%	-2,4%	-3,4%	-2,4%	-4,1%	-0,8%
2012	30,99	-12,3%	-1,7%	-3,0%	-1,7%	-2,9%	1,2%
Révisions de l'écart de production par rapport aux estimations en 2008							
2005	0,1%	-0,1%	-0,5%	-1,5%	-3,9%	3,0%	-0,2%
2006	-0,7%	-0,9%	-1,8%	-2,4%	-5,0%	4,1%	-1,5%
2007	0,5%	0,3%	-1,0%	-1,3%	-4,8%	5,2%	-2,2%
2008	1,4%	1,3%	-0,6%	-0,8%	-1,5%	0,7%	-3,2%
2009	2,8%	2,6%	0,2%	0,1%	2,7%	-2,2%	-1,7%
Estimations de la croissance potentielle							
2005	5,4%	4,7%	3,7%	3,8%	5,7%	4,3%	3,8%
2006	5,6%	4,7%	3,4%	3,4%	5,3%	3,9%	4,0%
2007	6,5%	4,7%	2,8%	3,0%	5,8%	3,6%	4,3%
2008	0,0%	4,7%	3,1%	3,3%	0,6%	3,0%	4,3%
2009	-3,4%	4,7%	2,6%	2,8%	-1,1%	2,0%	1,1%
2010	2,9%	4,7%	2,5%	2,8%	4,9%	2,1%	0,8%
2011	2,3%	4,7%	2,4%	2,7%	3,1%	1,8%	0,7%
2012	3,2%	4,7%	2,4%	2,7%	3,3%	1,9%	1,2%
Moyenne croissance potentielle							
1985-2009	4,7%	4,7%	4,6%	4,7%	4,6%	4,7%	4,7%
2001-2009	3,0%	4,7%	3,7%	3,8%	3,4%	4,0%	3,9%

Sources : calculs BCL, données STATEC

Selon les projections pour les années 2010-2012, toutes les méthodes (à l'exception de la tendance linéaire) anticipent une réduction graduelle de l'écart de production. Un écart positif apparaît à la fin de l'horizon seulement pour l'approche par la fonction de production. La tendance linéaire n'est pas la seule méthode sujette à un biais en fin d'échantillon, mais l'intégration des projections dans l'estimation de la production potentielle permet de réduire ce biais pour les périodes plus récentes.

Quant à la croissance potentielle, la tendance linéaire est la seule méthode à poser comme hypothèse que celle-ci reste inchangée à travers le cycle économique. Conformément aux résultats du dernier rapport annuel, cette estimation d'une croissance potentielle constante a baissé de 5,0% à 4,7% sur l'en-

semble de l'échantillon depuis 1981. Selon toutes les autres méthodes, l'estimation de la croissance potentielle en 2009 est inférieure à 3%. C'est le contraire de la situation pronostiquée pour 2009 il y a deux ans. Pour l'horizon de prévision 2010-2012, la croissance potentielle est estimée entre 0,7% (fonction de production) et 3,3% (Kuttner). Cette fourchette est conforme aux prévisions d'autres institutions pour la croissance potentielle au Luxembourg.

Une des raisons pour laquelle l'approche par la fonction de production anticipe une croissance potentielle plus faible est qu'elle reflète des hypothèses très mitigées pour les contributions respectives des différents facteurs de production. Le graphique qui suit fournit une décomposition classique de la croissance potentielle selon la contribution

du capital, de l'emploi et de la productivité totale des facteurs (PTF). Cette dernière est calculée en tant que résidu de Solow à travers un exercice de comptabilisation de la croissance<sup>5</sup>. Comme indiqué déjà dans le rapport annuel BCL 2006, la croissance potentielle au Luxembourg est largement dépendante du facteur emploi, vu la contribution limitée du capital et la diminution constante de la contribution de la PTF depuis les années 1980 (elle était alors prépondérante)<sup>6</sup>.

Tableau 2 : Estimations de la croissance potentielle au Luxembourg

	2010	2011
Commission européenne (prévisions avril 2010)	2,1%	2,5%
Statec (Note de Conjoncture 2-09, novembre 2009)	2,0%	2,5%
OCDE (Economic Outlook 86, novembre 2009)	1,7%	2,3%

Sources : Commission européenne, Statec, OCDE.

Selon les plus récentes données disponibles, la contribution de la PTF est devenue marginalement négative depuis 2006. La contribution de l'emploi a connu divers cycles, avec des pics lors des crises de 1991, 2001 et 2008. Ainsi, les projections BCL sont cohérentes avec l'expérience historique en anticipant une faible contribution de l'emploi jusqu'en 2012. Il faut noter que dans le contexte luxembourgeois, cette réduction abrupte de la contribution de l'emploi ne signifie pas une soudaine apparition de contraintes sur le marché du travail (comme ce serait le cas dans d'autres pays). Au Luxembourg, la force de travail est largement endogène en raison des flux frontaliers. Par conséquent, la réduction de la contribution du travail signifie plutôt une

réduction de la demande et la nécessité de transférer certains emplois à travers différentes entreprises ou même entre secteurs de production.

La contribution du capital, par contre, a généralement été moins importante par le passé et a récemment baissé d'un niveau de près de 1,7% en 2007 à moins de 1% en 2009. Une augmentation de cette contribution semble également difficile sur l'horizon de projection, étant donné l'augmentation du coût du capital (liée aux conséquences du choc pétrolier, le coût de financement d'une dette publique plus importante et la dépréciation plus rapide du stock de capital en période de crise économique caractérisée par la réorientation de la structure de production).

Le dernier graphique décompose la contribution de l'emploi en fonction des variations de la population en âge de travailler, des taux de participation et de chômage, ainsi que d'une composante résiduelle représentant l'apport de la population non-résidente à travers le travail frontalier. On constate que depuis la fin des années 1980 les frontaliers ont fourni l'essentiel de la contribution de l'emploi à la croissance potentielle. Suite à l'éclatement de la bulle Internet, cette contribution a nettement diminué en 2002-2003. Il était donc vraisemblable qu'une telle diminution se manifeste également après la crise de 2008-2009. Une diminution encore plus importante qu'en 2002 est en effet déjà visible en 2009 et les projections anticipent une contribution désormais faiblement négative en 2010, suivie de contributions négligeables en 2011-2012.

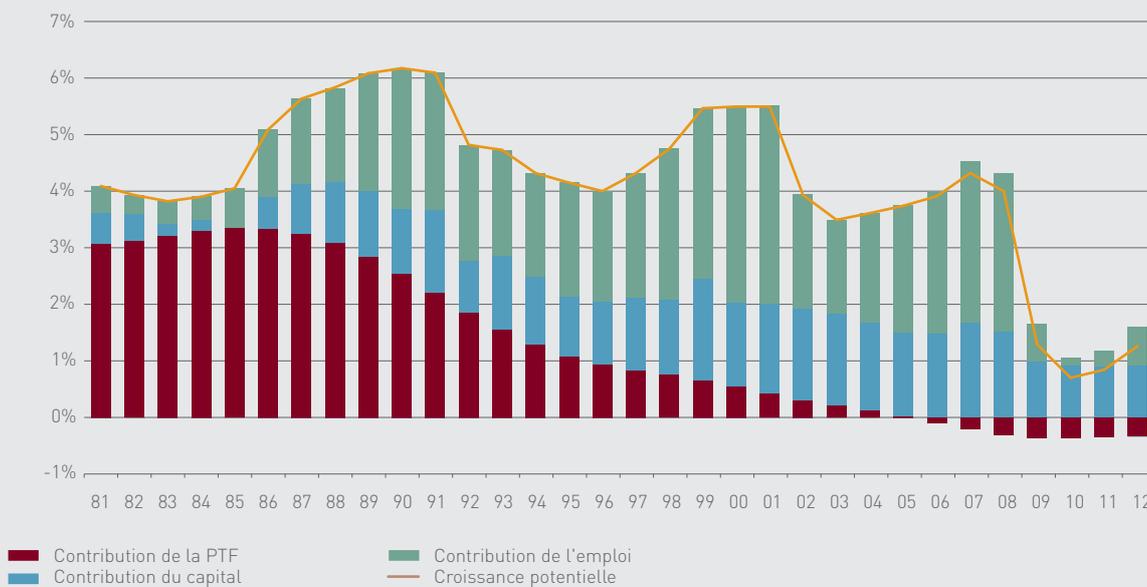
La contribution faiblement négative de la composante « heures travaillées » en 2010 correspond au recours massif au chômage partiel lors de la crise. La contribution systématiquement négative du taux de chômage correspond à la tendance haussière de cette variable depuis la fin des années 1980. La contribution du taux de participation a toujours été limitée et s'est amoindrie depuis 2001. Le

5 Cependant la série PTF diffère de celle publiée par la Commission européenne dans sa base AMECO, parce que cette dernière ignore la contribution des travailleurs frontaliers. De telles erreurs de mesure dans le facteur travail se retrouvent dans la PTF telle que calculée par la commission selon une méthode harmonisée. Le stock de capital utilisé ici est également différent de celui de la commission, mais est aussi calculé par la méthode de l'inventaire permanent à partir d'une série longue pour l'investissement réel.

6 Une tendance négative de la PTF est obtenue également (mais avec d'autres méthodes) dans le rapport LuxKLEMS 2010 publié par l'Observatoire de la compétitivité.

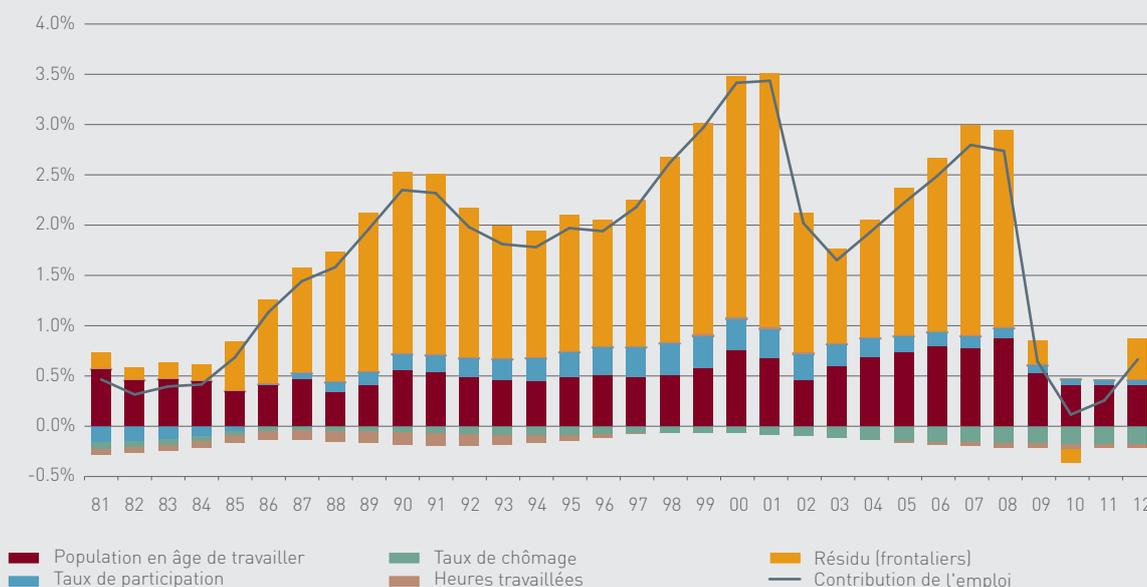
rapport OCDE pour le Luxembourg publié en mai propose plusieurs pistes pour améliorer le fonctionnement du marché du travail, visant notamment à mieux cibler les incitations des jeunes et des travailleurs plus âgés, et à mieux accompagner les catégories le plus exposées au risque de chômage de longue durée.

Graphique 1 : Comptabilisation de la croissance potentielle



Sources : données Staterc, Banque mondiale, calculs BCL

Graphique 2 : Décomposition de la contribution de l'emploi



Sources : données Staterc, EU-KLEMS, calculs BCL

## 1.2.5 Le secteur financier

Au cours de l'année 2009, le nombre d'établissements de crédit a connu des évolutions diverses ayant abouti à une diminution du nombre des acteurs du secteur bancaire. Le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistrés en 2009 est de 149, en baisse de 3 unités par rapport à 2008, résultant de quatre nouvelles constitutions, de trois fusions et de quatre liquidations. Par ailleurs, en janvier 2010, le nombre d'établissements de crédit a progressé d'une unité, puis une fusion a été enregistrée au mois d'avril. Au mois de mai 2010, le nombre d'établissements de crédit est donc de 149.

### 1.2.5.1 Le bilan des établissements de crédit

Entre le mois de décembre 2008 et le mois de décembre 2009, la somme des bilans s'est contractée de 14,4 %, soit 134 101 millions d'euros, pour atteindre 797 461 millions d'euros fin 2009.

Le mois d'octobre 2008 a été caractérisé par un niveau historiquement élevé de la somme des bilans (1 003 097 millions d'euros). Cependant, au 31 décembre 2008, la somme des bilans avait à nouveau diminué pour atteindre 931 562 millions d'euros. Au cours de l'année 2009, à l'exception des mois d'avril et septembre, la baisse fut presque continue jusqu'au mois d'octobre.

Au 31 mars 2010, la somme des bilans des banques s'élevait à 780 811 millions d'euros. Ainsi, en termes bruts, la somme des bilans a baissé de 16 650 millions d'euros (moins 2,1 %) entre décembre 2009 et mars 2010.

L'année 2009 s'est caractérisée par une chute de 96 892 millions d'euros (moins 20,6 %) des créances interbancaires à l'actif. Les créances sur la clientèle ont, quant à elles, diminué de 17 073 millions d'euros, soit une baisse de 8,3 % sur base annuelle, pour atteindre 188 149 millions d'euros au 31 décembre 2009.

Contrairement aux créances sur les établissements de crédit, dont le développement reflète celui de la somme des bilans, les créances sur la clientèle se distinguent par une évolution mensuelle plus contrastée au cours de l'année 2009. En dépit de quelques variations mensuelles positives, les cinq derniers mois de l'année 2009 ont été caractérisés par une baisse des encours de créances de 16 553 millions d'euros.

La valeur du portefeuille-titres des banques a baissé de 7 167 millions d'euros (moins 3,2 %) entre décembre 2008 et décembre 2009, pour atteindre un encours de 214 425 millions d'euros. Cette baisse relativement modérée s'explique essentiellement par la composition du portefeuille-titres, investi à 91 % en valeurs mobilières à revenu fixe, dont la volatilité est moins importante que celle observée sur d'autres marchés. Les 9 % restants sont des valeurs mobilières à revenu variable (actions et participations). Notons qu'à partir du printemps 2009, la plupart des marchés boursiers ont connu une évolution favorable, si bien que la valorisation des titres détenus par les établissements de crédit a également augmenté. Au cours du premier trimestre 2010, les portefeuilles de titres se sont accrus de 4 304 millions d'euros, soit 2 %, pour atteindre un volume total de 218 729 millions d'euros au 31 mars 2010.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, en l'occurrence les produits dérivés, s'est contracté de 38,8 %, soit une baisse de 12 969 millions d'euros en 2009.

Tableau 1.12: Principales données relatives aux différents postes de l'actif du bilan des établissements de crédit et leur évolution (en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2008/12	2009/12	2010/03	2008/12 - 2009/12		2009/12 - 2010/03		2010/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	471 281	374 389	352 740	-96 892	-20,6	-21 649	-5,8	45,2
Créances sur la clientèle	205 222	188 149	189 186	-17 073	-8,3	1 037	0,6	24,2
Portefeuille titres	221 593	214 425	218 729	-7 167	-3,2	4 304	2,0	28,0
Autres actifs	33 466	20 497	20 155	-12 969	-38,8	- 342	-1,7	2,6
Total de l'actif	931 562	797 461	780 811	-134 101	-14,4	-16 650	-2,1	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source: BCL

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé s'appliquent également au passif du bilan. Sur base annuelle, les encours interbancaires ont diminué de 108 585 millions d'euros pour s'élever à 370 593 millions d'euros au 31 décembre 2009, soit une baisse de 22,7%. La variation mensuelle révèle que le passif interbancaire a légèrement augmenté au cours des deux derniers mois de l'année 2009. Cependant, cette hausse ne s'est pas confirmée au cours du premier trimestre 2010. Le recul observé au cours de l'année 2009 s'explique, en partie, par le fait que ces positions interbancaires reflètent la diminution des opérations d'apport de liquidités par les banques centrales visant à garantir le fonctionnement des marchés. Par ailleurs, les dépôts interbancaires demeurent une source importante de financement. Ils représentent 46,5% du total du bilan en 2009.

Les dettes envers la clientèle non-bancaire ont diminué de 20 073 millions d'euros (moins 7%) sur un an, pour atteindre 266 619 millions d'euros fin décembre 2009. Il y a lieu de noter que le second trimestre de l'année 2009 s'est distingué par une hausse des dépôts de la clientèle non-bancaire. Ainsi la baisse des dépôts s'explique en majeure partie par la baisse de l'apport des intermédiaires financiers luxembourgeois au cours du premier semestre. Il apparaît donc que les dettes envers la clientèle non-bancaire constituent la seconde source de financement des banques.

Tableau 1.13: Principales données relatives aux différents postes du passif du bilan des établissements de crédit et leur évolution (en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2008/12	2009/12	2010/03	2008/12 - 2009/12		2009/12 - 2010/03		2010/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	479 178	370 593	350 862	-108 585	-22,7	-19 731	-5,32	44,94
Dettes envers la clientèle	286 692	266 619	266 274	-20 073	-7,0	- 345	-0,1	34,1
Dettes représentées par un titre	80 062	81 914	83 220	1 851	2,3	1 307	1,6	10,7
Autres passifs	85 630	78 336	80 455	-7 294	-8,5	2 119	2,7	10,3
Total du passif	931 562	797 461	780 811	-134 101	-14,4	-16 650	-2,1	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source: BCL

L'encours total de dettes représentées par un titre à la fin de l'année 2009 était de 81 914 millions d'euros affichant une hausse de 2,3%. Notons, par ailleurs, que le refinancement par le biais de titres de créance est resté relativement stable au cours des mois de janvier et février 2010 et a connu une hausse au mois de mars pour atteindre 83 220 millions d'euros.

### ***Les crédits à la clientèle non-bancaire résidente***

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente au Luxembourg se sont élevés à 62 936 millions d'euros au 31 décembre 2009, contre 64 722 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une diminution de 2,8% (1 786 millions d'euros). Au cours du dernier trimestre de l'année 2009, ces crédits ont baissé de 8,5%, soit 5 871 millions d'euros. Cette baisse s'explique par la forte décrue de la demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers. Néanmoins, au cours du premier trimestre de l'année 2010, les crédits à la clientèle non-bancaire résidente affichaient une progression de 2 338 millions, soit 3,7%, pour s'élever à 65 273 millions d'euros.

L'évolution des crédits accordés aux autres intermédiaires financiers est essentiellement déterminée par les organismes de placement collectif (OPC), lesquels constituent la composante la plus importante des intermédiaires financiers établis au Luxembourg. L'évolution de la demande et de l'utilisation de crédits bancaires de la part des OPC au cours des quinze derniers mois a été fortement influencée par l'évolution des marchés financiers. Face à l'amplification de la crise économique, l'aversion au risque des investisseurs s'est accrue. Il en a résulté un recours massif au remboursement des parts. Pour faire face aux demandes de rachat, les OPC ont eu recours au crédit bancaire. Ce dernier a épargné aux OPC la vente de titres pendant une période où les valeurs boursières affichaient un recul très prononcé. Ceci explique le pic sans précédent (41 026 millions d'euros) des crédits accordés aux autres intermédiaires financiers à la fin du troisième trimestre de l'année 2008. Par la suite, ces crédits affichent un mouvement contrasté, cependant avec une très nette tendance à la baisse, pour s'élever finalement à 26 676 millions d'euros au 31 décembre 2009. Au cours des trois premiers mois de l'année 2010, par contre, ces crédits affichent à nouveau un redressement (28 220 millions d'euros au 31 mars 2010).

Contrairement aux intermédiaires financiers, les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension affichent un encours peu important. Au 31 décembre 2009, l'encours de crédit à cette catégorie était de 180 millions d'euros. Ce dernier a affiché une légère progression de 15 millions d'euros pour s'élever à 195 millions d'euros à la fin du mois de mars 2010.

Le recours au financement par le biais du crédit bancaire par les administrations publiques est resté relativement stable au cours de l'année 2009 (2 457 millions d'euros au 31 décembre 2009). Il est vraisemblable que cette stabilité s'explique par le recours de l'administration publique centrale au marché, suite à l'émission d'un emprunt de 2 milliards d'euros en décembre 2008. Cet emprunt a servi de variable d'ajustement pour les finances publiques, évitant un recours important au crédit bancaire.

Le volume des crédits accordés aux sociétés non financières affiche une baisse annuelle de 11,8% au cours de l'année 2009, portant leur encours à 14 492 millions d'euros à fin décembre 2009. Enfin, il importe de noter que le volume des crédits accordés aux sociétés non financières s'est accru de près de 5%, soit 713 millions d'euros au cours des trois premiers mois de l'année 2010. Cette reprise, qui succède à une période de recul des crédits aux sociétés non financières observée en 2009, s'inscrit dans le contexte d'un début d'amélioration de la conjoncture économique.

Avec un encours total de 19 131 millions d'euros au 31 décembre 2009, les crédits aux ménages représentaient 30,4 % de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire résident. Ces derniers ont affiché une progression de 8,1 %, (soit 1 440 millions d'euros) entre décembre 2008 et décembre 2009. Les crédits aux ménages résidents sont dictés principalement par les besoins de financement de projets immobiliers. En décembre 2009, 82,8 % des crédits accordés aux ménages résidents étaient destinés à cette fin. Ainsi, l'encours total des crédits immobiliers accordés aux ménages résidents a atteint 15 842 millions d'euros à la fin de l'année 2009. Pour autant, les crédits immobiliers n'ont pas connu le même rythme de croissance que celui observé par le passé. Ainsi, au cours de l'année 2009 le taux de croissance est de 6,3 %, soit un niveau inférieur à celui observé en 2008, où la progression enregistrée était de 7,6 %.

Enfin, il convient de noter que le volume des crédits accordés aux ménages s'est légèrement accru au cours du premier trimestre de l'année 2010. Ainsi, le volume de ces crédits a augmenté de 0,6 %, soit 107 millions d'euros, pour atteindre 19 238 millions d'euros au 31 mars 2010.

Tableau 1.14 : Crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente (en millions d'euros; données brutes; encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2008/12	2009/12	2010/03	2008/12 - 2009/12		2009/12 - 2010/03		2010/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
<b>Total</b>	<b>64 722</b>	<b>62 936</b>	<b>65 273</b>	<b>-1 786</b>	<b>-2,8</b>	<b>2 338</b>	<b>3,7</b>	<b>100,0</b>
Administrations publiques	2 406	2 457	2 415	50	2,1	- 42	-1,7	3,7
Autres intermédiaires financiers	27 950	26 676	28 220	-1 274	-4,6	1 543	5,8	43,2
Sociétés d'assurances et fonds de pension	247	180	195	- 68	-27,3	15	8,5	0,3
Sociétés non financières	16 427	14 492	15 206	-1 934	-11,8	713	4,9	23,3
Ménages & ISBLM	17 691	19 131	19 238	1 440	8,1	107	0,6	29,5
Crédits à la consommation	1 196	1 158	1 232	- 38	-3,2	74	6,4	6,4
Crédits immobiliers	14 901	15 842	16 062	941	6,3	220	1,4	83,5
Autres crédits	1 594	2 131	1 944	537	33,7	- 187	-8,8	10,1

1) Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

Source: BCL

### Les dépôts de la clientèle non-bancaire résidente

A la fin l'année 2009, l'encours de dépôts de la clientèle non-bancaire résidente du Luxembourg s'élevait à 145 469 millions d'euros, contre 166 157 millions d'euros à la fin de l'année 2008, soit une baisse de 12,5 %. Cependant, au cours des trois premiers mois de l'année 2010, cet encours de dépôts a progressé de 5 401 millions d'euros, soit 3,7 %, pour atteindre 150 870 millions d'euros à la fin du mois de mars 2010.

Les dépôts des autres intermédiaires financiers non bancaires (OPC, PSF et sociétés holdings) constituent la majeure partie des dépôts de la clientèle non bancaire résidente. Leur encours total atteignait 96 700 millions d'euros à la fin de 2009 (66,5 % du total) contre 118 422 millions d'euros à la fin de 2008, soit une baisse de 18,3 %. Cette baisse peut être attribuée au niveau très bas des taux d'intérêt et à la reprise des marchés financiers à partir du printemps de l'année 2009. Ces facteurs ont poussé les intermédiaires financiers à se détourner des produits d'épargne non risqués, tels

que les dépôts bancaires, en faveur d'acquisitions d'actifs financiers à espérance de rendement plus élevé. Cependant, le premier trimestre de l'année 2010 se caractérise par une hausse de 2,8 % des dépôts en provenance des autres intermédiaires financiers luxembourgeois. Ainsi, l'encours de ces dépôts s'élevait à 99 366 millions d'euros à la fin du mois de mars 2010.

Les ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM) luxembourgeois détenaient 15,8 % du total des dépôts en décembre 2009, soit un encours de 22 765 millions d'euros, contre 22 995 millions d'euros en décembre 2008, en légère baisse de 1 %. Les trois premiers mois de l'année 2010 se caractérisent par un accroissement de 197 millions d'euros des dépôts des ménages luxembourgeois.

Les dépôts des administrations publiques ont fortement diminué en 2009. Les encours auprès des banques atteignaient ainsi 3 344 millions d'euros à la fin de décembre 2009, contre 5 354 millions d'euros en décembre 2008, soit une diminution de 37,5 %. Cette diminution est en ligne avec les développements récents de la situation financière des administrations publiques. Notons que les dépôts des administrations publiques ont cependant augmenté de 17 % au premier trimestre 2010 pour atteindre un encours total de 3 912 millions d'euros fin mars 2010.

Les dépôts des sociétés non financières ont augmenté de 18,1 % [2 596 millions d'euros] au cours de l'année 2009, ce qui porte leur encours à 16 976 millions d'euros au 31 décembre 2009. Cette hausse s'est poursuivie en 2010, où les dépôts des sociétés non financières ont augmenté de 2 198 millions d'euros pour atteindre 19 174 millions d'euros à la fin du mois de mars.

Tableau 1.15: Dépôts de la clientèle non-bancaire résidente (en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2008/12	2009/12	2010/03	2008/12 - 2009/12		2009/12 - 2010/03		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2010/03
<b>Total</b>	<b>166 157</b>	<b>145 469</b>	<b>150 870</b>	<b>-20 688</b>	<b>-12,5</b>	<b>5 401</b>	<b>3,7</b>	<b>100,0</b>
Administrations publiques	5 354	3 344	3 912	-2 010	-37,5	568	17,0	2,6
Autres intermédiaires financiers	118 422	96 700	99 366	-21 722	-18,3	2 667	2,8	65,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 006	5 684	5 455	678	13,5	- 229	-4,0	3,6
Sociétés non financières	14 380	16 976	19 174	2 596	18,1	2 198	12,9	12,7
Ménages & ISBLM	22 995	22 765	22 963	- 230	-1,0	197	0,9	15,2

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts / poids relatifs des types de dépôts aux ménages par rapport au total des dépôts aux ménages

Source : BCL

Encadré 1.3 :

### LES CONSÉQUENCES DE LA RÉDUCTION DU LEVIER D'ENDETTEMENT DANS LE SECTEUR BANCAIRE LUXEMBOURGEOIS SUR LA DYNAMIQUE DU CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ

La crise des « subprimes » a marqué le renversement d'un cycle économique-financier au cours duquel le crédit avait alimenté la formation d'une bulle sur le marché du prix des actifs. Depuis lors, la réduction du levier d'endettement dans le secteur financier a été un des traits dominants de l'économie mondiale, ce dernier constituant un facteur majeur de propagation de la crise financière à l'économie réelle. Ce mécanisme procyclique s'explique par le fait que les difficultés de refinancement et les dépréciations d'actifs affectent le bilan des banques qui peuvent en retour être amenées à rationner leur offre de crédit au secteur privé et, ce faisant, contribuer au ralentissement économique en freinant les dépenses des entreprises et des ménages. L'objectif de cet encadré est d'analyser l'ampleur de cette dynamique dans le cas du secteur bancaire luxembourgeois.

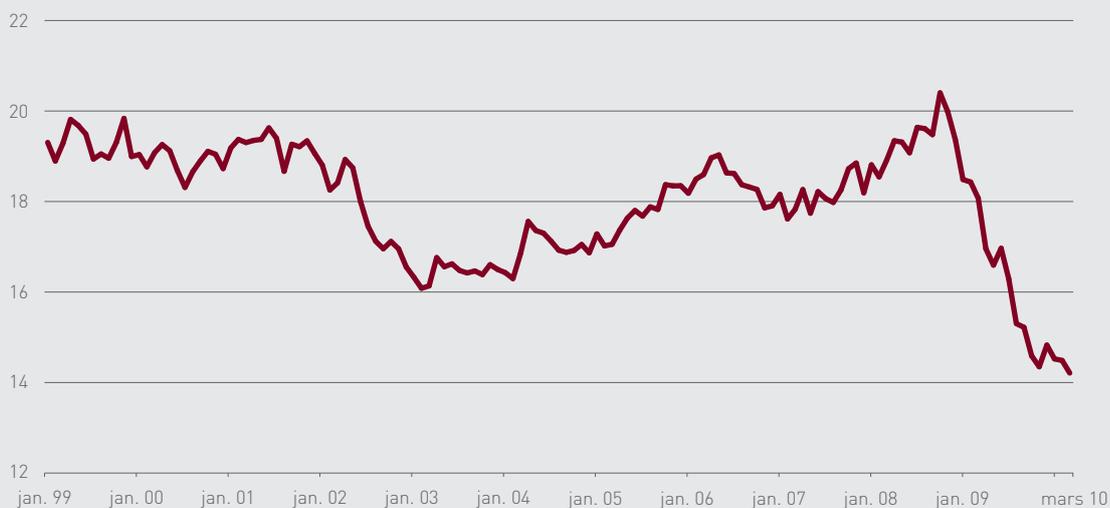
Le levier d'endettement se définit de manière générale comme le rapport entre l'actif total et le montant des capitaux propres. Le graphi-

que suivant illustre l'évolution de ce ratio pour le secteur bancaire luxembourgeois entre janvier 1999 et mars 2010.

L'observation du graphique ci-dessus indique que le secteur bancaire luxembourgeois a dans l'ensemble opéré un processus de réduction du levier d'endettement à partir de l'automne 2008, période qui a marqué un tournant majeur dans l'ampleur de la crise à la suite de la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers. L'examen du bilan agrégé des établissements de crédit révèle par ailleurs que ce mouvement s'est effectué, non seulement à travers la diminution de la taille de l'actif, mais également par le biais du renforcement du montant des fonds propres (respectivement -19,4 % et +11,6 % entre le quatrième trimestre de 2008 et le premier trimestre de 2010).

De manière plus détaillée, il s'avère que pour l'essentiel, la baisse de la taille du bilan provient de la contraction de l'activité interban-

Graphique 1 : Levier d'endettement du secteur bancaire luxembourgeois (Actif total / fonds propres<sup>1</sup>)

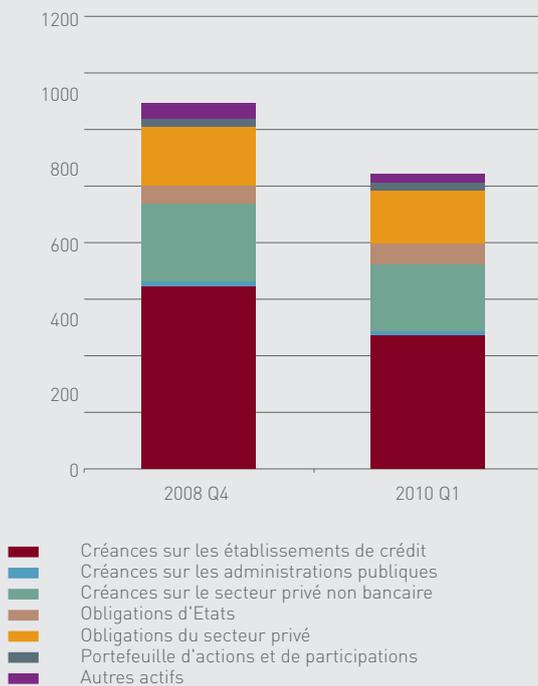


<sup>1</sup> Pour les besoins de cet encadré, les fonds propres ont été calculés à partir des éléments suivants du bilan agrégé du secteur bancaire : capital, éléments assimilables au capital, réserves, provisions, corrections de valeur et résultats.

Source : BCL

caire, qui représente près de 70 % de la baisse totale de l'actif du secteur bancaire au cours de cette période, un mouvement qui s'explique largement par l'importance de ce marché du point de vue de l'activité des banques luxembourgeoises, mais également par le revirement brutal des flux de capitaux transfrontaliers.

Graphique 2 : Evolution de la taille et de la structure de l'actif agrégé du secteur bancaire luxembourgeois (milliards d'euros)



Source : BCL

Le portefeuille de titres des banques a en outre diminué de 15 milliards d'euros (soit 7% de la baisse totale de l'actif du secteur bancaire) sous l'effet, en partie, de la dégradation des conditions de marché, et s'est dans le même temps caractérisé par une restructuration en faveur d'actifs moins risqués, principalement des obligations d'État.

Enfin, les encours de crédit au secteur privé non bancaire ont connu une réduction de 35 milliards d'euros (soit 16% de la baisse totale de l'actif) depuis le mois d'octobre 2008, le secteur des sociétés financières expliquant à lui seul près des deux tiers de cet ajustement, le reste de cette contraction étant

principalement supporté par le secteur des sociétés non financières non résidentes.

Tableau 1 : Evolution de l'encours des crédits par secteur institutionnel et localité géographique entre 2008Q4 et 2010Q1 (milliards d'euros)

	Crédits aux sociétés financières	Crédits aux sociétés non financières	Ménages
Luxembourg	-7,9	-0,9	+1,7
Autres pays de la zone euro	-4,3	-5,1	+0,5
Reste du monde	-8,5	-4,5	-1,8

Source : BCL

Dans l'ensemble, le processus de réduction du levier d'endettement dans le secteur bancaire luxembourgeois ne semble pas s'être traduit jusqu'à présent par une baisse considérable des encours de crédits au secteur privé non financier au Luxembourg. Cette conclusion est par ailleurs confirmée par l'enquête sur la distribution du crédit sur le marché domestique, qui indique un durcissement des critères d'octroi des crédits relativement modeste en relation avec les difficultés de refinancement et la position en capital des banques de l'échantillon. Conformément à cette source d'information, ce phénomène aurait contribué de manière marginale au ralentissement du crédit au secteur privé non financier résident (pour concerner principalement les sociétés non financières), les effets de demande ainsi que la détérioration de la perception des banques du risque de crédit apparaissant comme les éléments déterminants de cette évolution.

Pour conclure, dans le cas luxembourgeois, le mécanisme de rationnement du crédit inhérent à la détérioration du bilan des banques apparaît avoir joué un rôle limité du point de vue de la dynamique du crédit au secteur privé non financier résident, les mesures de soutien au système bancaire mises en place par les gouvernements et l'Eurosystème ayant probablement contribué à atténuer ce mécanisme de transmission de la crise financière à l'économie réelle. En dépit du redressement de la

profitabilité et de la hausse substantielle du ratio de capitalisation du secteur bancaire au cours de l'année 2009, la réduction de la taille de l'actif total des banques luxembourgeoises devrait sans doute se poursuivre dans les prochains mois, mais à un rythme beaucoup moins soutenu que dans un passé récent. Cet

ajustement devrait essentiellement porter sur les activités interbancaires et les actifs externes des banques, sans toutefois affecter de manière significative le développement des crédits aux entreprises et aux ménages résidents et, partant, le niveau d'activité économique au Grand-Duché.

### 1.2.5.2 Les taux d'intérêt des banques

L'année 2009 a été marquée par deux baisses de 50 points de base du taux de refinancement de l'Eurosystème, le 21 janvier et le 11 mars, suivies de deux nouvelles baisses de 25 points de base le 8 avril puis le 13 mai. Au final, celui-ci est fixé à 1,00 % depuis le 13 mai. De leur côté, les taux interbancaires ont également affiché un 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.

Le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable s'est replié de 219 points de base entre le 31 décembre 2008 (4,22 %) et le 31 décembre 2009 (2,03 %). Au cours du premier trimestre de 2010, le coût des crédits immobiliers est passé de 1,91 % en janvier 2010 à 2,00 % en mars 2010, soit une hausse de 9 points de base. L'observation de janvier 2010 est la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique en janvier 2003.

En mars 2010, le coût d'un crédit immobilier dont le taux d'intérêt est fixé pour dix ans était de 3,57 %, alors qu'il s'élevait à 2,25 % en décembre 2009.

Toujours en mars 2010, un total de 300 millions d'euros de nouveaux crédits immobiliers a été accordé par les banques luxembourgeoises, à comparer à des moyennes mensuelles de 326 millions en 2009 et de 238 millions d'euros en 2008. Le volume des crédits immobiliers à taux variable a enregistré une sensible diminution au début de l'année 2010 (277 millions d'euros), qui a fait suite à la forte hausse de l'année 2009 (de 224 en décembre 2008 à 424 millions d'euros de décembre 2009).

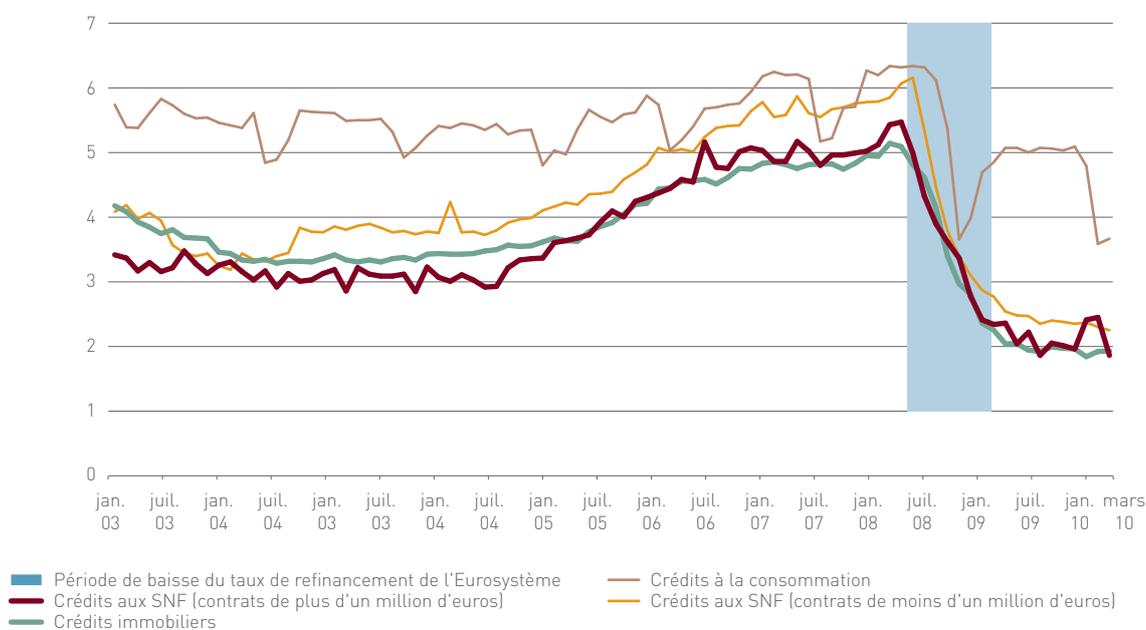
Suite à une baisse du coût des crédits à la consommation au début de l'année 2009, ces derniers enregistrent une hausse avant de se stabiliser autour d'un taux de 5 % entre le second trimestre 2009 et la fin de l'année 2009. Ce taux enregistre une nouvelle baisse au début de l'année 2010 sous l'influence du festival de l'automobile à Luxembourg. Entre décembre 2008 et décembre 2009, le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans a diminué de 103 points de base, passant de 6,20 % à 5,17 %. Entre décembre 2009 et mars 2010, ce dernier a diminué de 143 points de base, passant à 3,74 %. Entre la tenue effective du festival de l'automobile, en février 2010 (valeur mensuelle la plus basse avec 3,66 %) et la fin du mois de mars 2010 (3,74 %), une hausse de 8 points de base a néanmoins été observée.

En ce qui concerne le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est supérieure à cinq ans, il était en baisse de 148 points de base entre décembre 2008 (6,24 %) et décembre 2009 (4,76 %) puis de 51 points de base entre décembre 2009 et mars 2010 (4,25 %). La hausse observée en fin de période, entre février (3,92 %) et mars 2010 (4,25 %), a atteint 33 points de base.

Les volumes des nouveaux crédits à la consommation sont significatifs. En effet, les mois de février et mars 2010 ont affiché respectivement 130 et 91 millions d'euros (toutes périodes de fixation confondues). Le mois de mars affiche le volume mensuel le plus important depuis la mise en place de la collecte statistique.

La catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a vu son coût diminuer d'un point de base entre décembre 2009 (1,77%) et mars 2010 (1,76%). Au cours de l'année 2009, entre décembre 2008 (3,39%) et décembre 2009 (1,77%), une baisse de 162 points de base a été observée. Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers et comportent donc un risque de défaut plus important. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, les autres crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

Graphique 1.17 : Évolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux agents non bancaires de la zone euro sur la période allant de janvier 2003 à mars 2010 (en %)



Source : BCL

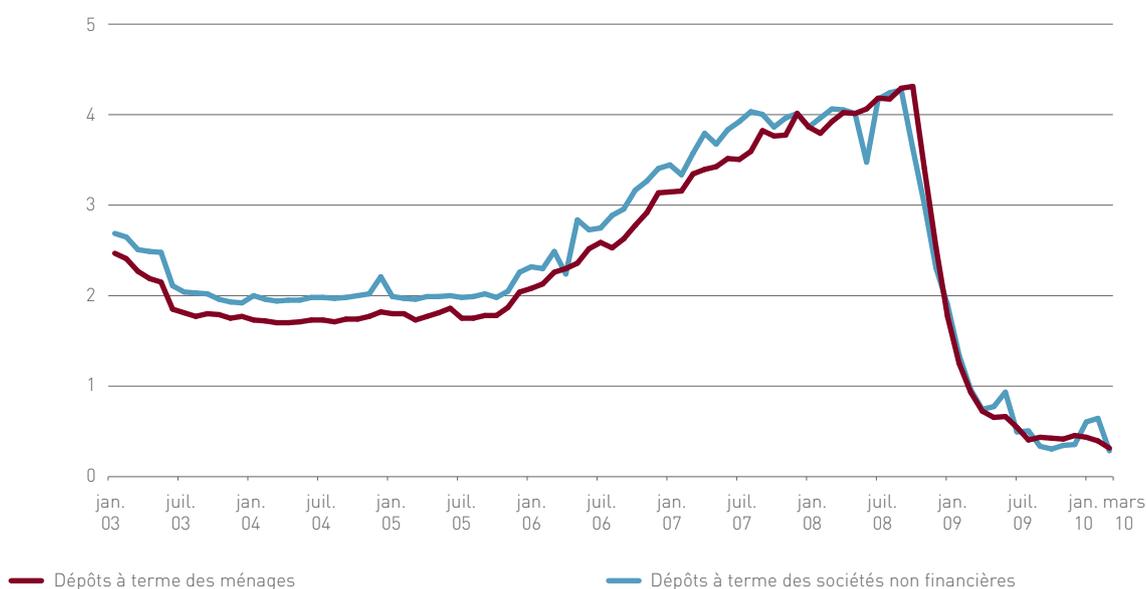
Les crédits aux sociétés non financières, pour des nouveaux contrats d'un montant inférieur à un million d'euros, ont vu leur coût diminuer de 213 points de base entre décembre 2008 (4,54%) et décembre 2009 (2,41%), puis de 9 points de base entre décembre 2009 et mars 2010 (2,32%). Pour sa part, le coût des crédits correspondant aux nouveaux contrats d'un montant supérieur à un million d'euros a diminué de 194 points de base en 2009, puis de 10 points de base au premier trimestre de 2010, passant de 2,03% en décembre 2009 à 1,93% en mars 2010. 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 des nouveaux contrats, ces derniers ont atteint en mars 2010 les montants respectifs de 1 231 millions d'euros pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros et de 8 697 millions d'euros pour les crédits d'un montant supérieur à un million d'euros au cours de mars 2010.

La rémunération des dépôts des ménages, pour les nouveaux contrats de maturité inférieure à un an, est de 0,36 % en mars 2010 et enregistre son taux historique le plus bas depuis la mise en place de la collecte statistique. Entre décembre 2008 (2,59 %) et mars 2010 (0,36 %), le recul observé est de 223 points de base.

Le constat est similaire en ce qui concerne le taux des dépôts à terme d'échéance inférieure à un an des sociétés non financières. La rémunération de ces derniers a enregistré un recul de 196 points de base entre décembre 2008 (2,36 %) et décembre 2009 (0,40 %). Le taux se situait également à son plus bas historique en mars 2010 (0,33 %).

Graphique 1.18 : Évolution de la rémunération des dépôts aux agents non bancaires de la zone euro sur la période allant de janvier 2003 à mars 2010 (en %)



Source : BCL

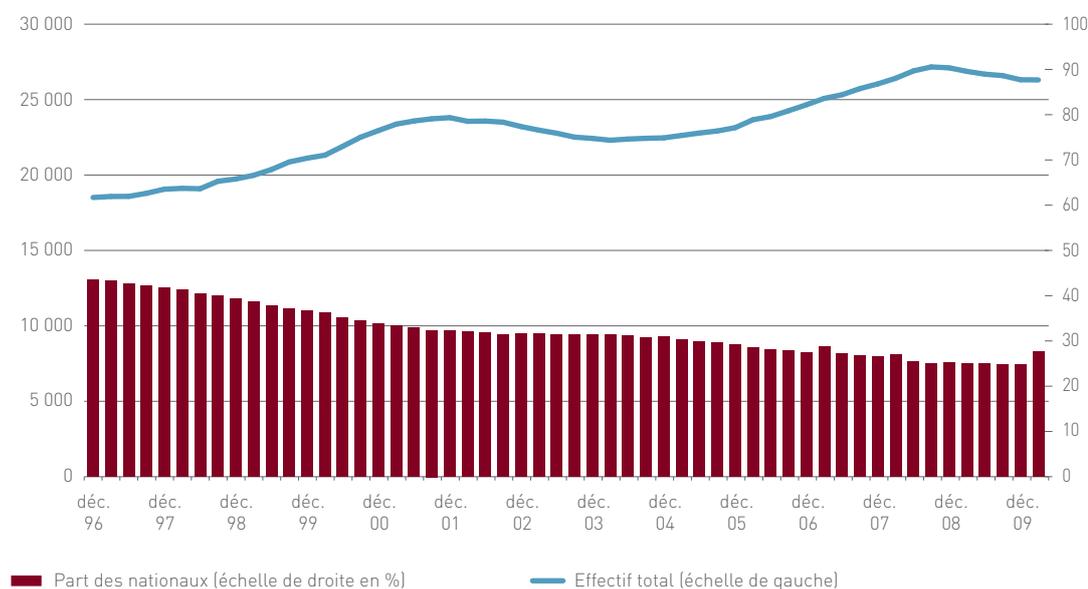
### 1.2.5.3 L'emploi dans les banques

Le secteur bancaire luxembourgeois, qui était créateur net d'emplois depuis la fin du premier semestre 2004, a vu ses effectifs reculer de 2,9 % entre fin 2008 et fin 2009, soit une perte de 792 emplois. C'est au troisième trimestre de l'année 2008 que l'effectif des banques luxembourgeoises a atteint son maximum, avec 27 269 personnes employées. Depuis, cet effectif n'a cessé de reculer.

Au 31 mars 2010, 26 404 personnes occupaient un emploi bancaire au Luxembourg contre 26 416 au 31 décembre 2009.

La part des employés de nationalité luxembourgeoise dans l'emploi bancaire total est de 27,7 % au 31 mars 2010. Cette proportion est en progression par rapport aux années précédentes, alors qu'un recul régulier avait été observé à partir du premier trimestre 2004, où les nationaux représentaient 31,5 % de l'effectif bancaire. L'une des raisons possibles pour expliquer cette augmentation serait la prise en compte des personnes ayant obtenu la nationalité luxembourgeoise en plus de leur nationalité d'origine, suite à la loi du 23 octobre 2008, sur la nationalité luxembourgeoise, entrée en vigueur en janvier 2009.

Graphique 1.19 : Évolution de l'emploi bancaire entre décembre 1996 et mars 2010



Source : BCL

#### 1.2.5.4 L'évolution des comptes de profits et pertes

Les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé un résultat avant dépréciations, provisions et impôts de 6 190 millions d'euros au 31 décembre 2009. Ceci représente une hausse de 3,4 % par rapport à fin décembre 2008, où le résultat avant provisions s'était élevé à 5 985 millions d'euros. Le résultat net a quant à lui fortement augmenté, passant de 177 millions d'euros en 2008 à 2 627 millions d'euros en 2009. En effet, les dépréciations et constitutions nettes de provisions ont diminué de 51,5 % entre les deux périodes.

Rappelons qu'en 2008, les dépréciations et constitutions nettes de provisions avaient nettement dépassé celles observées en 1982, suite à la crise de l'endettement des pays en voie de développement et celles observées en 2002, après l'éclatement de la bulle spéculative sur les nouveaux marchés. En 2009, certains actifs ont été amortis et suite à la reprise des marchés financiers au cours de l'année, le prix d'autres actifs a augmenté. La dissipation de certaines incertitudes a donc contribué à la baisse des dépréciations et constitutions nettes de provisions en 2009. Il faut cependant rester prudent, puisque de nouveaux besoins de provisionnements et/ou de nouvelles dépréciations ne peuvent pas être exclus en raison de la situation économique générale, de la progression du risque de crédit et de l'exposition des établissements à certains débiteurs à risque.

Les résultats dégagés par les établissements de crédit luxembourgeois, au cours de l'année 2009, ont été marqués par un repli des marges sur intérêts et des commissions et par une augmentation des autres revenus nets engendrés par les hausses des valorisations des portefeuilles-titres.

Tableau 1.16 : Compte de profits et pertes – agrégé en fin d’année – des établissements de crédit.  
Résultat des établissements de crédit, y compris les succursales à l’étranger des établissements  
luxembourgeois (en millions d’euros; données brutes; en fin de période)

	Rubrique des débits et des crédits	2008	2009	Variation annuelle	
				en termes bruts	en pourcent
1	Intérêts perçus	60 968	27 755	-33 213	-54,5
2	Dividendes perçus	1 515	773	-742	-49,0
3	Intérêts bonifiés	55 023	21 906	-33 117	-60,2
4	Marge sur intérêts	7 460	6 622	-838	-11,2
5	Revenus nets sur commissions	3 801	3 188	-613	-16,1
6	Revenus sur opérations de change	384	103	-281	-73,2
7	Autres revenus nets	- 830	794	1 624	ND
8	Revenus hors intérêts	3 355	4 085	730	21,8
9	Produit bancaire	10 815	10 707	-108	-1,0
10	Frais de personnel	2 635	2 491	-144	-5,5
11	Frais d'exploitation	1 931	1 747	-184	-9,5
12	Frais de personnel et d'exploitation	4 566	4 238	-328	-7,2
13	Amortissements sur immobilisé non financier	264	279	15	5,7
<b>14</b>	<b>Résultats avant dépréciations, provisions et impôts</b>	<b>5 985</b>	<b>6 190</b>	<b>205</b>	<b>3,4</b>
15	Dépréciations et constitution nette de provisions	5 540	2 688	-2 852	-51,5
16	Résultats avant impôts	445	3 502	3 057	687,0
17	Impôts sur revenu et bénéfice	268	875	607	226,5
<b>18</b>	<b>Résultat net</b>	<b>177</b>	<b>2 627</b>	<b>2 450</b>	<b>1 384,2</b>

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

Source: BCL

## Revenus

Sur l’ensemble de l’année 2009, la marge sur intérêts affiche un recul de 11,2% par rapport à 2008, soit une baisse de 838 millions d’euros. Celle-ci s’explique essentiellement par l’effet conjugué de trois facteurs. Tout d’abord, la forte diminution du volume des activités a contribué au recul progressif de la marge sur intérêts au cours de l’année 2009. Ensuite, ce recul du volume des activités s’est consolidé du fait de la disparition des opportunités de transformations d’échéances, puisque les taux directeurs ont été maintenus fixes depuis le mois de mai 2009. Enfin, le facteur explicatif le plus important de la diminution de la marge sur taux d’intérêt est le net recul de la composante « dividendes ». En effet, au cours de l’année 2008 les dividendes perçus par les établissements de crédit luxembourgeois s’étaient élevés à 1 515 millions d’euros. Or ils n’étaient plus que de 773 millions d’euros en 2009. Cette baisse significative trouve son explication dans les excellents résultats de 2007, qui avaient donné lieu à d’importantes distributions de dividendes, qui n’ont pas pu être réitérées. En éliminant l’effet des dividendes perçus, la marge sur intérêts réalisée en 2009 serait quasiment identique à celle observée en 2008.

Par ailleurs, les intérêts perçus en 2009 et les intérêts bonifiés reculent respectivement de 54,5% et 60,2% par rapport à 2008. Ces baisses s’expliquent par l’effet conjugué de la réduction du volume des activités et du plus faible niveau des taux d’intérêt.

Les revenus sur commissions ont baissé de 16,1 % sur la période, pour s'élever à 3 188 millions d'euros pour l'année 2009. Afin d'expliquer cette baisse contre-intuitive dans un contexte de marchés financiers en hausse en 2009, il convient de noter que les revenus sur commissions sont calculés sur la base d'encours mais aussi de flux générés (le volume des actifs sous gestion, les dépôts de la clientèle privée et les dépôts des OPC pour lesquels les banques offrent des services de banque dépositaire et d'administration centrale, d'une part, et les transactions effectuées pour compte de la clientèle, d'autre part). La réduction des revenus sur commissions peut donc s'expliquer par le fait que le rôle d'administration centrale des OPC est de plus en plus assumé par les sociétés de gestion, au détriment des banques et de leurs filiales. Cette baisse des revenus sur commissions s'explique également par les fortes pertes et la volatilité observées en 2008, qui ont incité par la suite de nombreux clients à réduire le volume et le nombre de leurs transactions sur les marchés, réduisant ainsi les commissions perçues pour le compte de la clientèle.

La hausse importante des autres revenus nets de 1 624 millions d'euros entre 2008 et 2009 provient largement des variations de juste valeur des portefeuilles-titres détenus par les banques. En 2008, la baisse généralisée des marchés financiers avait influencé négativement la valorisation de ces titres et engendré une perte comptable de 830 millions d'euros. Au cours de l'année 2009, les valeurs de marché des titres ayant progressé, les autres revenus nets ont affiché un solde de 794 millions d'euros, suite à des résultats positifs au cours des trois derniers trimestres et plus particulièrement lors du deuxième trimestre.

Au total, le produit net bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 1 % en comparaison annuelle. Il s'élève à 10 707 millions d'euros pour l'année 2009.

### **Coûts**

Concernant les frais des banques, on note une diminution de 7,2 % des frais généraux, avec des baisses de 5,5 % des frais de personnel et de 9,5 % des frais d'exploitation. En 2008, les frais d'exploitation avaient connu une hausse de près de 4 % par rapport à 2007, il est possible que cette hausse soit liée à la mise en place de la directive MiFID ainsi que des normes de comptabilité IFRS et Bâle II au sein des banques luxembourgeoises. Une fois ces normes établies, les frais d'exploitation ont pu diminuer en 2009.

La baisse des frais de personnel reflète les restructurations des derniers trimestres, qui ont donné lieu à une baisse annuelle de 2,9 % des effectifs. Ces mesures de restructuration ont des origines multiples. Elles résultent tout d'abord de la contraction de l'activité, mais aussi d'actions entreprises au niveau de certains groupes bancaires pour réduire leurs coûts (abandon d'activités, groupement d'activités, fusions...). Il faut cependant noter que les frais de personnel semblent repartir à la hausse depuis le troisième trimestre 2009, tendance confirmée au premier trimestre 2010.

Tableau 1.17 : Compte de profits et pertes décumulé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois – à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois – (en millions d'euros ; données brutes ; en fin de période)

	Rubrique des débits et des crédits	2009/03	2009/06	2009/09	2009/12	Variation en pourcent			Variation en termes bruts		
						Variation du 1 <sup>er</sup> au 2 <sup>ème</sup> trimestre	Variation du 2 <sup>ème</sup> au 3 <sup>ème</sup> trimestre	Variation du 3 <sup>ème</sup> au 4 <sup>ème</sup> trimestre	Variation du 1 <sup>er</sup> au 2 <sup>ème</sup> trimestre	Variation du 1 <sup>er</sup> au 2 <sup>ème</sup> trimestre	Variation du 1 <sup>er</sup> au 2 <sup>ème</sup> trimestre
1	Intérêts perçus	10 752	6 047	5 623	4 874	-43,8	-7,0	-13,3	-4 705,0	-424,0	-749,0
2	Dividendes perçus	157	250	100	258	59,2	-60,0	158,0	93,0	-150,0	158,0
3	Intérêts bonifiés	8 887	4 641	4 337	3 651	-47,8	-6,6	-15,8	-4 246,0	-304,0	-686,0
4	Marge sur intérêts	2 022	1 656	1 386	1 481	-18,1	-16,3	6,9	-366,0	-270,0	95,0
5	Revenus nets sur commissions	830	804	806	697	-3,1	0,2	-13,5	-26,0	2,0	-109,0
6	Revenus nets sur opérations de change	27	- 60	157	36	-322,2	-361,7	-77,1	-87,0	217,0	-121,0
7	Autres revenus nets	- 54	532	93	151	ND	-82,5	62,4	586,0	-439,0	58,0
8	Revenus hors intérêts	803	1 276	1 056	884	58,9	-17,2	-16,3	473,0	-220,0	-172,0
9	Produit bancaire	2 825	2 932	2 442	2 365	3,8	-16,7	-3,2	107,0	-490,0	-77,0
10	Frais de personnel	638	579	614	626	-9,2	6,0	2,0	-59,0	35,0	12,0
11	Frais d'exploitation	434	397	425	467	-8,5	7,1	9,9	-37,0	28,0	42,0
12	Frais de personnel et d'exploitation	1 072	976	1 039	1 093	-9,0	6,5	5,2	-96,0	63,0	54,0
13	Amortissements sur immobilisé non financier	65	59	71	68	-9,2	20,3	-4,2	-6,0	12,0	-3,0
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	1 688	1 897	1 332	1 204	12,4	-29,8	-9,6	209,0	-565,0	-128,0
15	Dépréciations et constitution nette de provisions	-1 115	-1 377	- 789	- 646	ND	ND	ND	-262,0	588,0	143,0
16	Résultats avant impôts	- 139	- 123	- 118	- 91	ND	ND	ND	16,0	5,0	27,0
17	Impôts sur revenu et bénéfice	2 326	2 476	1 946	1 830	6,4	-21,4	-6,0	150,0	-530,0	-116,0
18	Résultat net	-2 122	-2 294	-1 757	-1 671	ND	ND	ND	-172,0	537,0	86,0

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

Source: BCL

Enfin, une comparaison entre le premier trimestre 2009 et le premier trimestre 2010 montre que les intérêts et dividendes perçus sont en baisse, tout comme les intérêts bonifiés et les marges sur intérêts. Tous les revenus nets sont par contre en forte progression et particulièrement les revenus sur opération de change.

Tableau 1.18 : Compte de profits et pertes – agrégé en cours d’année – des établissements de crédit luxembourgeois à l’exclusion des succursales à l’étranger des établissements luxembourgeois  
(en millions d’euros ; données brutes ; en fin de période)

	Rubrique des débits et des crédits	2009/03	2010/03	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	10 752	5 085	-52,7	-5 667
2	Dividendes perçus	157	143	-8,9	- 14
3	Intérêts bonifiés	8 887	3 775	-57,5	-5 112
4	Marge sur intérêts	2 022	1 453	-28,1	- 569
5	Revenus nets sur commissions	830	917	10,5	87
6	Revenus nets sur opérations de change	27	115	325,9	88
7	Autres revenus nets	- 54	309	ND	363
8	Revenus hors intérêts	803	1 341	67,0	538
9	Produit bancaire	2 825	2 794	-1,1	- 31
10	Frais de personnel	638	685	7,4	47
11	Frais d’exploitation	434	444	2,3	10
12	Frais de personnel et d’exploitation	1 072	1 129	5,3	57
13	Amortissements sur immobilisé non financier	65	67	3,1	2
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	1 688	1 598	-5,3	- 90

Source : BCL

### 1.2.5.5 Les organismes de placement collectif

#### *L'évolution en nombre*

Au 31 décembre 2009, la liste officielle énumérait 3 463 OPC contre 3 372 au 31 décembre 2008, ce qui représente une hausse de seulement 91 unités sur l’année. Au cours du premier trimestre de l’année en cours, le rythme de création de nouveaux OPC a repris de l’importance avec 53 entités nouvelles par rapport au premier trimestre de l’année précédente où la création de nouveaux OPC se chiffrait à seulement 24 unités.

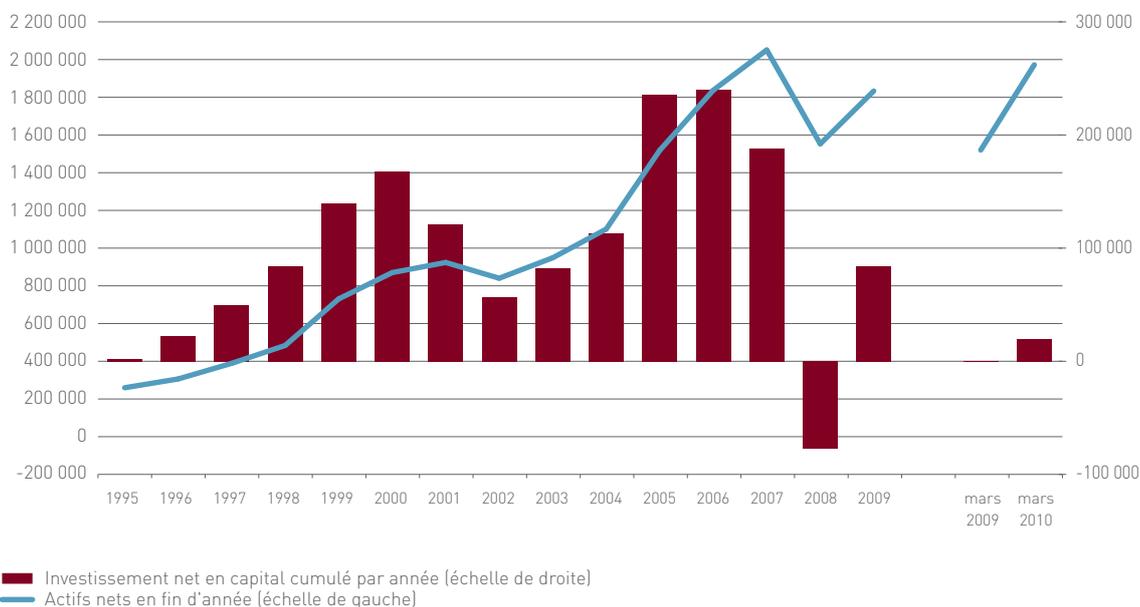
A la fin de l’année 2009, le nombre de compartiments était de 12 232, soit une baisse de 93 unités par rapport à la même date de l’année précédente. Toutefois, au cours du premier trimestre 2010, on constate un redressement de cette tendance à la baisse avec la création de 281 nouveaux compartiments.

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

Au cours de l’année 2009, le patrimoine global net des OPC a connu une évolution considérable par rapport au déclin enregistré lors de la crise financière. En effet, sous l’effet de la crise financière, la valeur nette d’inventaire avait atteint son plancher en mars 2009. Ainsi, au 31 décembre 2009, la valeur nette d’inventaire s’élevait à 1 840 993 millions d’euros contre 1 559 653 millions d’euros en décembre 2008, ce qui représente une hausse de 281 340 millions (18 %) sur l’année. L’apport net en capital pendant l’année 2009 se chiffrait à 84 369 millions contre - 77 191 millions au cours de l’année 2008. De même, l’impact sur la valeur nette d’inventaire, qui s’explique par les performances positives des marchés financiers, s’élevait à 196 971 millions d’euros contre -422 549 millions

d'euros au cours de l'année précédente. Dans ce contexte, on note que l'aversion plus marquée au risque dont ont fait preuve les investisseurs pendant la crise s'est surtout traduite par un investissement important dans les OPC monétaires en raison de leur rendement stable et du risque faible. Ainsi, durant le deuxième semestre de l'année 2009, l'apport en capital dans les OPC non monétaires s'élevait à 66 155 millions d'euros. Cette tendance à la hausse s'est poursuivie au cours du premier trimestre 2010, où la valeur nette d'inventaire s'élevait à 1 980 538 millions d'euros au 31 mars 2010. Au cours du seul premier trimestre de l'année 2010, les OPC ont donc enregistré une hausse de 139 545 millions d'euros qui se décompose en un effet dû aux performances des marchés à hauteur de 85 535 millions d'euros et 54 010 millions d'euros en termes d'apport net en capital.

Graphique 1.20 : Évolution des actifs nets et de l'investissement net en capital (en millions d'euros)



Source : CSSF

Tableau 1.19 : Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif  
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de compartiments	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital <sup>(1,2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>(2,3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
<b>2009</b>									
jan.	3 398	12 278	1 571 534	3 458	8 423	-379 607	-19,5	11 881	0,8
fév.	3 402	12 255	1 530 291	-4 375	-36 868	-432 554	-22,0	-41 243	-2,6
mars	3 396	12 200	1 526 563	-226	-3 502	-368 882	-19,5	-3 728	-0,2
avril	3 415	12 177	1 592 932	7 005	59 364	-371 144	-18,9	66 369	4,3
mai	3 425	12 172	1 619 269	8 080	18 257	-377 690	-18,9	26 337	1,7
juin	3 435	12 172	1 631 256	4 272	7 715	-270 836	-14,2	11 987	0,7
juil.	3 438	12 164	1 706 030	22 448	52 326	-190 327	-10,0	74 774	4,6
août	3 449	12 198	1 739 417	16 128	17 259	-178 576	-9,3	33 387	2,0
sep.	3 457	12 207	1 773 834	10 467	23 950	-22 862	-1,3	34 417	2,0
oct.	3 454	12 247	1 777 528	13 645	-9 951	130 500	7,9	3 694	0,2
nov.	3 473	12 251	1 788 910	2 111	9 271	184 673	11,5	11 382	0,6
déc.	3 463	12 232	1 840 993	1 356	50 727	281 340	18,0	52 083	2,9
<b>2010</b>									
jan.	3 480	12 316	1 860 688	21 474	-1 779	289 154	18,4	19 695	1,1
fév.	3 498	12 425	1 897 934	12 688	24 558	367 643	24,0	37 246	2,0
mars	3 516	12 513	1 980 538	19 848	62 756	453 975	29,7	82 604	4,4

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

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2009 et 2010.

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

Source : CSSF

### 1.2.5.6 Les OPC monétaires

#### *Nombre de compartiments*

Au 31 décembre 2009, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 479 unités, contre 477 unités fin 2008, enregistrant ainsi une hausse de seulement 2 unités au cours de l'année. Au cours du premier trimestre de l'année 2010, le nombre d'unités s'est accru de 2, portant ainsi le nombre de compartiments à 481. Ainsi, la création nette de compartiments monétaires demeure très faible et confirme dès lors le fait que la reprise des marchés financiers se fait au détriment des OPC monétaires.

## La somme de bilan

Au cours de l'année 2009, la somme de bilan des OPC monétaires a diminué de 6,2%, passant de 340 223 millions d'euros au 31 décembre 2008 à 319 155 millions d'euros au 31 décembre 2009. Dans le détail, on observe que la tendance à la hausse de la somme de bilan des OPC monétaires s'est poursuivie au cours du premier trimestre de l'année 2009 pour atteindre le niveau le plus important en avril 2009, avec 358 951 millions d'euros. Sous l'effet de la reprise des marchés financiers, dès mars 2009, les OPC monétaires ont fortement perdu de leur attrait. Cette perte d'attrait semble se poursuivre lors du premier trimestre 2010, où la somme de bilan se chiffre à 310 398 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 2,7% sur le trimestre.

La perte d'attrait, motivée par les bonnes performances des principaux indices boursiers, se conjugue à des taux d'intérêt très faibles pour inciter les investisseurs à s'orienter de nouveau vers des investissements assortis de rendements plus intéressants. Ainsi, depuis avril 2009, face aux indices boursiers à la hausse, les investisseurs se tournent vers les OPC ayant une politique d'investissement davantage orientée vers les instruments financiers au détriment des OPC monétaires où les rendements sont limités.

Encadré 1.4 :

### L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

Depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, plusieurs analyses ou encadrés sur l'évolution des crédits au Luxembourg ont été publiés. Cet encadré passe en revue les développements de l'année passée tout en présentant une mise à jour du récent encadré paru en mars (voir *Bulletin BCL 2010/01*).

Les données exploitées ci-dessous ainsi que dans le cadre des publications antérieures proviennent de la collecte *BSI*, de la collecte *MIR* et de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*BLS*). Les résultats *BLS* les plus récents couvrent le premier trimestre 2010. Pour ce qui est des collectes *BSI* et *MIR*, les dernières données disponibles datent d'avril 2010.

*Remarque : Pour l'interprétation des différentes séries représentées dans les graphiques, il est impératif de tenir compte des échelles. Les flux (variations de stocks) de janvier 2007 et les taux de croissance annuels des encours de crédit*

*pour l'année 2007 ont été ajustés pour corriger un effet statistique. Tant les variations de stocks que les taux de croissance annuels sont des moyennes mobiles sur trois mois. Cette représentation réduit la volatilité qui découle des fluctuations mensuelles. Les séries ne sont pas ajustées pour les effets saisonniers.*

#### Les crédits aux ménages

Le Graphique 1 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou variations de stocks<sup>1</sup> (calculés à partir des données *BSI*) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

<sup>1</sup> Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours (corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).

Graphique 1 : Les crédits immobiliers octroyés aux résidents du Luxembourg  
(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

Si les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents ont repris de la vigueur courant 2009, leur progression demeure moins importante que lors de la période antérieure à la crise. La tendance baissière des taux de croissance annuels et des variations d'encours s'est d'abord poursuivie avant de rebondir au cours de l'année passée, la hausse des flux mensuels précédant le rebond de la progression annuelle. Alors que la dynamique des crédits immobiliers s'est ralentie vers le tournant de l'année, les plus récentes données vont dans le sens d'une nouvelle accélération. Globalement, l'hypothèse d'un revirement du cycle de crédit immobilier, avancée dans l'analyse publiée dans le cadre du *Bulletin BCL 2009/03*, est donc confortée par les données devenues disponibles depuis la publication de l'analyse au quatrième trimestre 2009.

Si les informations disponibles dans le cadre de la collecte *MIR* confirment les tendances sous-jacentes notées ci-dessous, les volumes de nouveaux crédits accordés en 2009 sont relativement élevés par rapport aux années précédentes. Dans ce contexte, il

convient de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte *MIR* et la collecte *BSI*<sup>2</sup>.

Quant aux taux d'intérêt appliqués aux crédits immobiliers, le coût des nouveaux contrats à taux variable a atteint son creux historique en janvier 2010, à 1,91 %. Le taux d'intérêt variable appliqué aux crédits immobiliers a cependant évolué dans une fourchette relativement étroite depuis le dernier abaissement des taux directeurs en mai 2009, tant vers le haut que vers le bas, s'inscrivant à 1,98 % en avril de cette année.

S'agissant de l'évolution de l'offre et de la demande de crédits immobiliers, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi appliqués par les banques de la place financière sont restés globalement inchangés.

2 Par exemple, pour la collecte *MIR* il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données *BSI* les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte *MIR* comprennent toutes les renégociations des crédits existants et ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

Graphique 2 : Les crédits à la consommation octroyés aux résidents du Luxembourg  
(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Pour des raisons statistiques, une grande banque est exclue des variations de stocks de décembre 2009. Le taux de croissance annuel a été ajusté à partir de décembre 2009.

Source : BCL

Un seul durcissement net a été enregistré au premier trimestre 2009, suivi d'un assouplissement net au quatrième trimestre. Si la demande nette fut positive pour l'essentiel de la période sous revue, il convient de souligner qu'elle ne s'inscrit qu'à +14% depuis le fort rebond enregistré au deuxième trimestre de 2009.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, le Graphique 2 montre que les variations de stocks des crédits octroyés aux ménages résidant au Luxembourg se sont en moyenne établis à des niveaux relativement élevés. Etant donné que les crédits à la consommation sont marqués par une forte saisonnalité, les flux mensuels ont toutefois tendance à diminuer considérablement à partir du deuxième trimestre.

A priori, les variations de stocks ne s'inscrivent en hausse qu'à partir du mois de février, suite au festival de l'automobile, alors que c'est surtout la deuxième moitié de l'année qui est marquée par une certaine atonie. Le taux de croissance annuel a poursuivi sa

tendance haussière pratiquement tout au long de l'année passée, malgré un bref repli en fin d'année, pour atteindre son sommet en avril 2010. La dynamique des crédits à la consommation s'est donc nettement accélérée par rapport aux années précédentes.

Du côté des données *MIR*, les crédits à la consommation nouvellement accordés se sont également établis à des niveaux relativement élevés lors de la période sous revue. Quelque 768 millions d'euros ont été accordés en 2009, par rapport à 564 millions en 2008. La somme des crédits à la consommation nouvellement accordés sur les quatre premiers mois de l'année en cours s'élève à 329 millions d'euros.

Tout comme le taux d'intérêt appliqué aux crédits immobiliers, le coût des crédits à la consommation a évolué dans une fourchette relativement étroite depuis le dernier abaissement des taux directeurs. Début 2010, à l'occasion du festival de l'automobile, les taux d'intérêt appliqués aux crédits à la consommation ont fortement baissé. Le taux

d'intérêt dont la période de fixation initiale est comprise entre un et cinq ans a atteint son creux historique en février de l'année en cours, à 3,66 %. Depuis lors, il a légèrement progressé pour s'inscrire à 3,89 % en avril. Le coût des crédits assortis d'un taux d'intérêt dont la période de fixation initiale est supérieure à 5 ans a atteint son creux historique en février 2009, à 3,85 %. Il s'est établi à 3,92 % en février 2010 et s'est ensuite redressé pour s'inscrire à 4,32 % en avril.

Les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) ont généralement suivi la même tendance que celle des critères appliqués aux crédits immobiliers. La demande nette pour les crédits à la consommation (et autres crédits) s'est globalement repliée au Luxembourg, malgré un fort rebond enregistré au deuxième trimestre de 2009.

#### **Les crédits aux entreprises**

Le Graphique 3 et le Graphique 4 retracent l'évolution des crédits aux sociétés non-financières (SNF). Étant donné qu'une partie importante des crédits sont destinés aux SNF non-résidentes, les graphiques présentent séparément les développements du crédit pour les SNF implantées au Luxembourg et pour les entreprises non-résidentes (implantées dans la zone euro hors-Luxembourg).

L'évolution des crédits octroyés aux entreprises est globalement peu favorable et pour l'essentiel de la période sous revue, les crédits octroyés aux SNF résidentes et non-résidentes se sont repliés. Le taux de croissance annuel des crédits octroyés aux entreprises résidentes a fortement chuté en 2009. Si le taux de croissance annuel a brièvement dépassé les 50 % en 2008, il s'est fortement replié en 2009 pour devenir négatif au cours de la deuxième moitié de l'année. Vers le tournant de l'année, la progression annuelle a cependant affiché une tendance inverse, tout en demeurant négative. Les

variations de stocks étaient largement négatives ou légèrement positives en 2009, alors qu'un redressement partiel est discernable vers le tournant de l'année. Les plus récentes données vont toutefois dans le sens d'une nouvelle décélération de la dynamique des crédits.

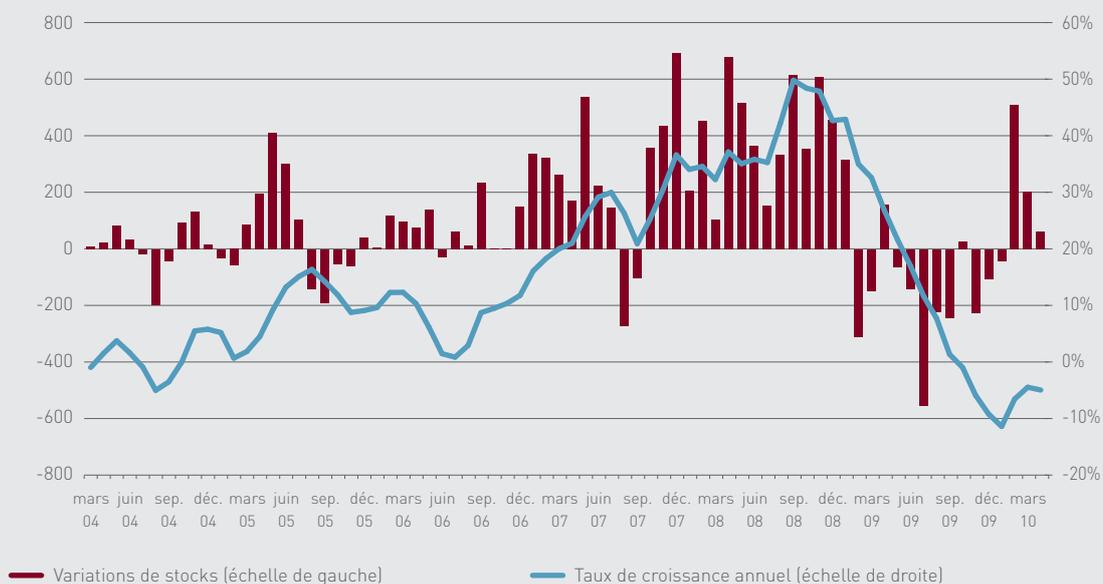
Quant à la progression annuelle des crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors-Luxembourg, elle a chuté tout au long de la période sous revue pour devenir négative au dernier trimestre 2009. La chute s'est poursuivie en 2010. Si début 2009 les flux mensuels étaient encore relativement élevés, ils se sont fortement repliés par la suite, même si leur recul s'est atténué ces derniers mois.

Généralement, l'évolution des flux demeure assez défavorable, tant pour les crédits octroyés aux entreprises résidentes que pour les crédits octroyés aux SNF non-résidentes.

S'agissant des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte *MIR*, les volumes mensuels relatifs aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros ont en moyenne reculé, mais ce sont surtout les gros volumes qui se sont fortement repliés.

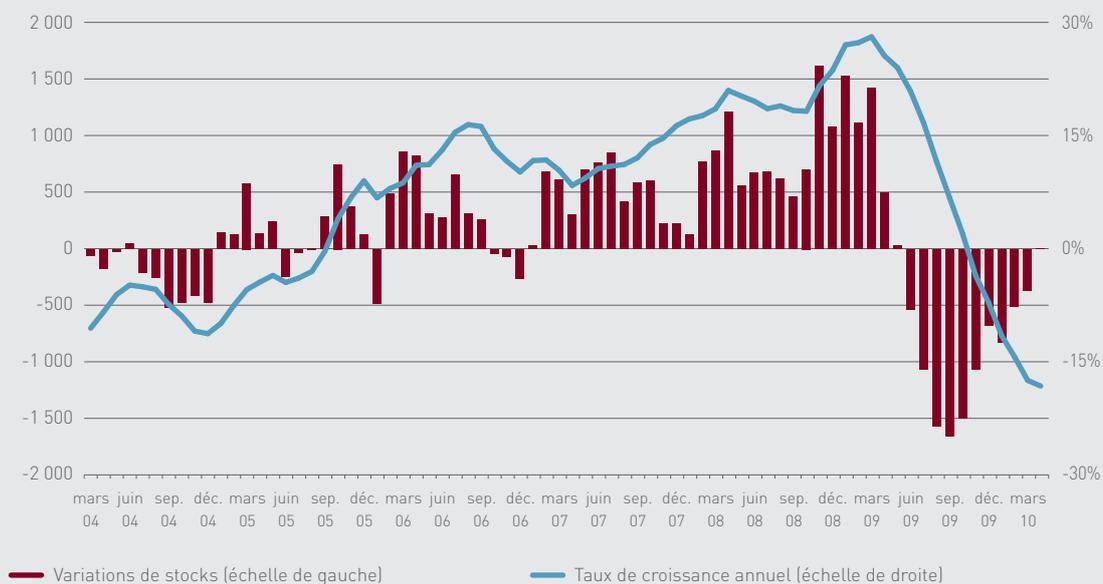
Les taux variables appliqués aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros ont continué à se replier progressivement au cours de la période sous revue. En avril 2010, le taux variable offert aux SNF pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros s'est inscrit à 2,38 %, par rapport à 2,84 % en mai 2009. Alors que les taux variables appliqués aux gros volumes sont généralement plus volatils, ils se sont toutefois également repliés progressivement en 2009 et entre janvier et avril 2010, malgré un bref rebond en début d'année. Le coût variable des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros s'est établi à un niveau historiquement bas en avril, s'inscrivant à 1,87 % contre 2,41 % en mai 2009.

Graphique 3 : Les crédits octroyés aux entreprises du Luxembourg  
(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

Graphique 4 : Les crédits octroyés aux entreprises de la zone euro hors-Luxembourg  
(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

La politique de crédit des banques a continué dans son orientation plus restrictive. Néanmoins, le durcissement des critères appliqués aux crédits octroyés aux entreprises fut relativement faible pour l'essentiel de la période sous revue, alors que les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi inchangés au premier trimestre de l'année en cours. Dans la mesure où l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé,

les durcissements qui ont été signalés jusqu'à présent continueront à peser sur la dynamique de crédit, même quand les banques commencent à assouplir les critères d'attribution. La demande nette demeura encore positive, bien que légèrement, avant de se détériorer à partir du troisième trimestre. A noter que les résultats agrégés de l'enquête ne permettent pas de différencier selon l'origine géographique des contreparties.

### **Conclusions**

Cet encadré permet donc de tirer les conclusions suivantes :

1. Globalement, l'hypothèse d'un revirement du cycle de crédit immobilier avancée dans l'analyse publiée dans le cadre du Bulletin BCL 2009/03 est confortée par l'ensemble des données devenues disponibles depuis la publication de l'analyse au quatrième trimestre 2009. Alors que la dynamique des crédits immobiliers s'est ralentie vers le tournant de l'année, les données les plus récentes vont toutefois dans le sens d'une nouvelle accélération. Les conditions de financement demeurent favorables pour les ménages. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que la demande nette fut positive pour l'essentiel de la période sous revue.
2. La dynamique des crédits à la consommation s'est accélérée par rapport aux années précédentes. Les conditions d'octroi relatives aux crédits à la consommation demeurent favorables pour les ménages résidant au Luxembourg. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que la demande nette s'est globalement repliée au Luxembourg.
3. L'évolution des crédits octroyés aux SNF est peu favorable et pour l'essentiel de la période sous revue, les crédits octroyés aux entreprises résidentes et non-résidentes se sont repliés. L'incertitude demeure élevée et à ce stade il est difficile de juger si un retournement du cycle de crédit est imminent, voire même en cours. Les taux d'intérêt appliqués aux crédits octroyés aux entreprises ont continué à se replier et les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que le durcissement des critères appliqués aux crédits octroyés aux entreprises fut relativement faible pour l'essentiel de la période sous revue, les banques ayant même indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi inchangés au premier trimestre 2010. La demande nette pour les crédits octroyés aux entreprises s'est détériorée, notamment à partir du troisième trimestre.

#### **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 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

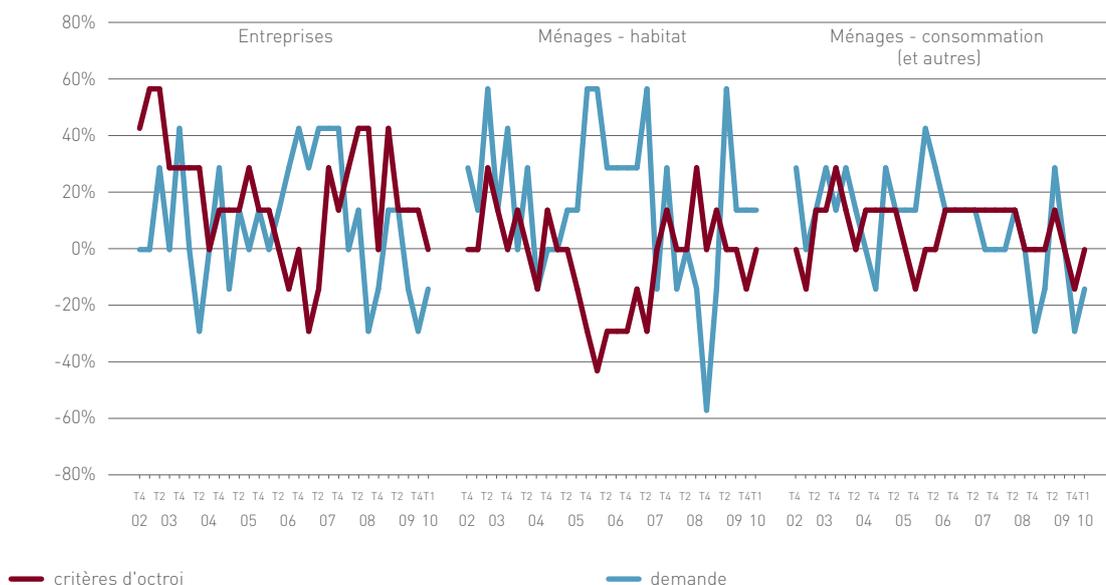
pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse. A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques. Les données sont donc à interpréter avec précaution.

Pour l'ensemble de la période sous revue, allant du premier trimestre 2009 au premier trimestre 2010, les résultats luxembourgeois relatifs au secteur des ménages sont nettement plus favorables que ceux de la zone euro dans son ensemble, notamment en ce qui concerne l'évolution des critères d'attribution des crédits octroyés aux ménages, alors que les résultats relatifs au secteur des entreprises sont un peu plus en ligne dans les deux échantillons.

Depuis le troisième trimestre 2007, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également un nombre de questions supplémentaires qui ont toutefois été ajustées plusieurs fois.

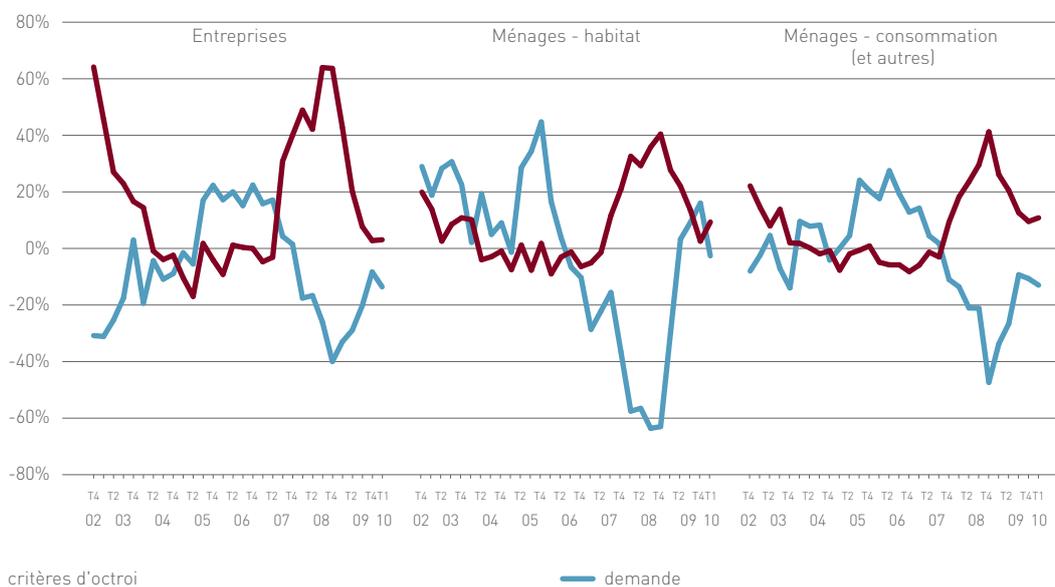
Pour les résultats dérivés des questions régulières de l'enquête, les graphiques représentent l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs.

Graphique 1.21 : Évolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg (pourcentages nets)



Source : BCL

Graphique 1.22 : Évolution des critères d'octroi et de la demande dans la zone euro (pourcentages nets)



Source : BCE

**Entreprises :** Si la politique de crédit des banques a continué dans son orientation plus restrictive, les pourcentages nets se sont inscrits en baisse courant 2009 ainsi que début 2010. Au Luxembourg, le durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises fut relativement faible pour l'essentiel de la période sous revue, alors que les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi inchangés au premier trimestre de l'année en cours. Pour la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets se sont fortement repliés, pour se rapprocher de zéro à partir du quatrième trimestre 2009.

Les perceptions de risques des banques se sont nettement affaiblies, notamment au Luxembourg, où elles se sont pratiquement dissipées. L'effet durcissant des coûts des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan des banques s'est également dissipé, alors qu'au cours de la période sous revue certains éléments – par exemple, la position de liquidité des banques – ont été cités comme ayant contribué à un assouplissement des critères d'octroi. Les banques continuent toutefois à signaler un durcissement des marges sur les prêts plus risqués, alors qu'au Luxembourg une réduction du montant du crédit accordé est discernable depuis quelques trimestres.

Pour ce qui est de la demande, les évolutions sont plutôt divergentes dans les deux échantillons. Au Luxembourg, la demande nette demeura d'abord encore positive, bien que légèrement, avant de se détériorer à partir du troisième trimestre. Dans la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets ont suivi une tendance haussière tout en demeurant négatifs. Un moindre besoin de financement pour les investissements en capital fixe et pour les fusions, acquisitions et restructurations est largement à l'origine du repli de la demande. Au Luxembourg, un besoin de financement accru pour la gestion des stocks et pour les fonds de roulement ainsi que pour la restructuration de dettes a cependant exercé un effet positif sur la demande. Au vu de l'échantillon agrégé de la zone euro, la demande de crédit découlant de la restructuration de dettes fut particulièrement forte.

**Ménages (immobilier):** En ce qui concerne l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits à l'habitat accordés aux ménages, les développements restent beaucoup plus favorables pour les ménages au Luxembourg que pour ceux de la zone euro.

En effet, les critères d'octroi sont restés globalement inchangés au Luxembourg. Un seul durcissement net a été enregistré au premier trimestre 2009, suivi d'un assouplissement net au quatrième trimestre. Les banques de la zone euro n'ont quant à elles cessé de signaler des durcissements tout au long de la période sous revue. Si les pourcentages nets ont suivi une tendance baissière, ils se sont toutefois accrus - par rapport à l'enquête précédente - au premier trimestre 2010. Les résultats de l'enquête indiquent que les banques de la zone euro demeurent soucieuses de l'activité économique générale ainsi que des perspectives sur le marché du logement, bien que les perceptions de risques s'inscrivent en baisse depuis leur pic de fin 2008.

Au Luxembourg, la demande nette fut positive pour l'essentiel de la période sous revue. Néanmoins, il convient de souligner que la demande nette ne s'inscrit qu'à +14% depuis le fort rebond enregistré au deuxième trimestre 2009. Les banques de la zone euro ont indiqué que la demande nette pour les crédits immobiliers a suivi une tendance haussière, s'inscrivant au-dessus de zéro lors des trois derniers trimestres de 2009. Cependant, la demande nette fut légèrement négative lors de la dernière enquête. Généralement, les banques ont signalé que les perspectives sur le marché du logement ainsi que la confiance des consommateurs se sont améliorées, sans toutefois contribuer considérablement à une hausse de la demande.

**Ménages (consommation et autres):** Les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) ont généralement suivi la même tendance que celle des critères appliqués aux crédits immobiliers, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble.

Le durcissement des critères d'attribution au niveau de la zone euro découle des perceptions de risques des banques, surtout des risques découlant de l'activité économique générale et de la capacité de remboursement des consommateurs, et s'est notamment traduit sur les marges perçues sur les prêts plus risqués.

La demande nette pour les crédits à la consommation (et autres crédits) s'est globalement repliée au Luxembourg, malgré un fort rebond enregistré au deuxième trimestre de 2009. En ce qui concerne la zone euro dans son ensemble, la demande nette demeura négative tout au long de la période sous revue. Les pourcentages nets ont d'abord suivi une tendance haussière, avant de s'inscrire en baisse à partir du quatrième trimestre 2009. La confiance des consommateurs a été citée comme ayant exercé un effet baissier sur la demande dans les deux échantillons.

**Questions supplémentaires:** Depuis le troisième trimestre 2007, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également un certain nombre de questions supplémentaires qui ont toutefois été ajustées plusieurs fois. Une des questions supplémentaires récurrentes eut trait à l'accès au financement des banques. Les résultats indiquent que les banques luxembourgeoises ont surtout eu recours au marché monétaire pour se refinancer et les informations disponibles vont dans le sens d'une amélioration de l'accès au financement dans ce segment de marché, notamment au premier trimestre 2010. Au niveau de la zone euro, l'accès au financement des banques s'est généralement amélioré dans tous les segments de marché. Néanmoins, les conditions de refinancement par l'intermédiaire de la titrisation ne se sont améliorées que récemment. Une des questions supplémentaires, qui n'est plus posée depuis quelques trimestres, indiquait que les difficultés d'accès aux financements du marché s'étaient surtout répercutées sur les marges des banques, mais également sur les montants que les banques étaient disposées à prêter. Les mesures de recapitalisation et de garantie publique pour les émissions de titres de créance des banques ont généralement amélioré l'accès aux financements du marché.

L'enquête relative au quatrième trimestre 2009 comprenait une question supplémentaire unique sur les anticipations des banques relatives à l'évolution des critères d'octroi sur douze mois. Les résultats indiquent que les critères d'attribution appliqués par les banques luxembourgeoises devraient rester largement inchangés en 2010. Les banques de la zone euro s'attendent à ce que les critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux grandes entreprises se durcissent légèrement en 2010.

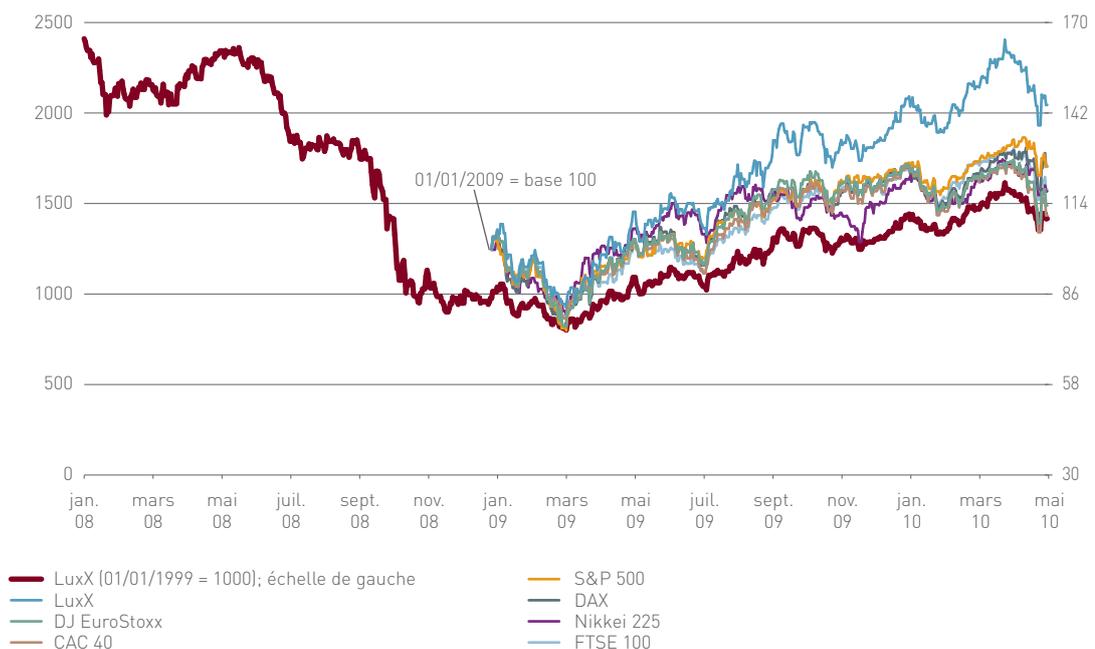
Finalement, une des questions récurrentes porte sur l'impact des turbulences financières sur les fonds propres des banques, ainsi que sur la propension à accorder des prêts. Si au Luxembourg l'incidence des tensions financières fut relativement faible, l'impact fut plus marqué en ce qui concerne la zone euro dans son ensemble. Néanmoins, lors de la dernière enquête, presque 40% des banques de l'échantillon agrégé ont indiqué que l'incidence des turbulences financières sur les fonds propres fut nulle.

### 1.2.7 L'activité boursière au Luxembourg

Entre fin 2008 et fin 2009, l'indice LuxX a progressé de 40%, passant de 980,9 à 1 371,5. Ensuite, l'indice luxembourgeois a poursuivi sa tendance à la hausse, avant de se replier fortement depuis avril pour s'inscrire à 1 421,5 au 15 mai 2010. Si l'indice LuxX a largement suivi l'évolution des principaux indices boursiers, sa progression fut toutefois particulièrement importante.

A noter que la composition de l'indice fut révisée deux fois en 2009 : d'abord en janvier, avec l'inclusion de Reinet Investments S.C.A. (un véhicule de titrisation) et d'Intercultures S.A. (une société holding qui investit surtout dans diverses entreprises agricoles situées en Afrique), puis en juillet avec le retrait de Cegedel S.A.

Graphique 1.23 : L'évolution du LuxX et des indices boursiers étrangers  
(Indice : 01/01/2009 = 100 sauf indication contraire ; données quotidiennes)

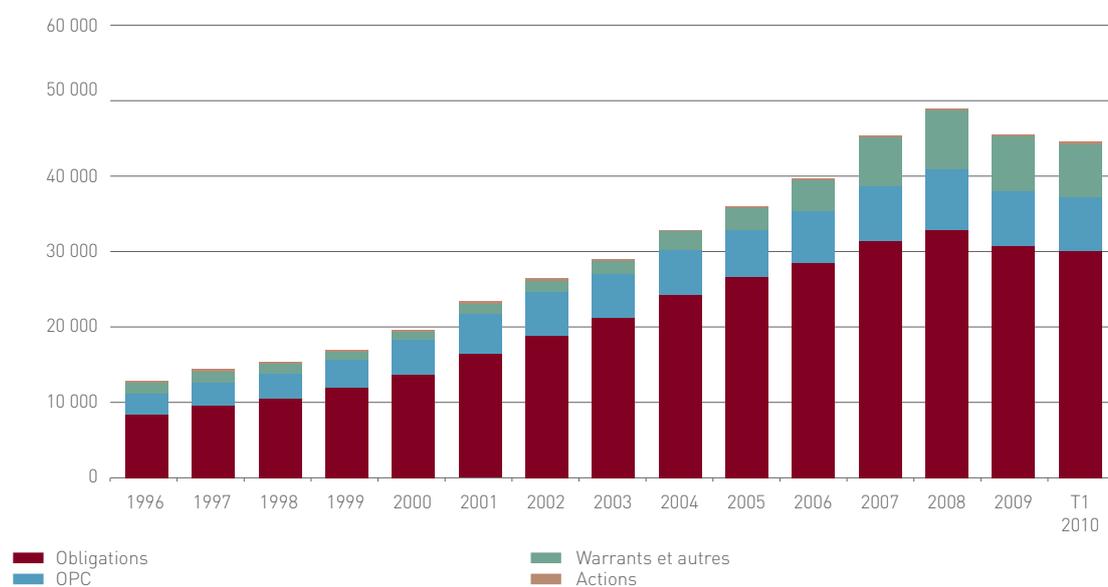


Source : Bloomberg

Le prix des actions ArcelorMittal, qui interviennent avec un poids de 20 %, a progressé particulièrement fortement au cours de la période sous revue (+64 %). Néanmoins, les autres principales composantes affichent également une progression considérable. Ainsi, le prix des actions Reinet Investments S.C.A., dont le poids est également fixé à 20 %, s'est accru de 62 %; la valeur des actions SES S.A., qui interviennent aussi avec un poids de 20 %, a progressé de 31 %. Quant aux actions bancaires ou financières, ce sont surtout KBC Groupe et Foyer S.A. qui affichent une progression importante, à hauteur de 42 % et 39 %, respectivement. Le prix des actions RTL Group S.A. s'est accru de 54 %.

Fin 2009, la Bourse de Luxembourg comptait 45 660 valeurs cotées (dont 5 915 au marché alternatif Euro MTF), par rapport à 49 097 cotations en 2008, représentant une baisse de 7 %. Au premier trimestre 2010, le nombre de valeurs cotées a reculé davantage, pour passer à 44 680.

Graphique 1.24 : Nombre de valeurs cotées



Source : Bourse de Luxembourg

La ventilation du nombre de valeurs cotées indique que les parts des différentes composantes sont restées relativement stables. Ainsi, la part du nombre d'obligations s'est inscrite entre 67 % et 68 % et celle des OPC à environ 16 %; la part des warrants s'est également inscrite à environ 16 %, alors que celle des actions est restée inférieure à 1 %.

Le volume des transactions s'est très fortement replié, passant de 1 414 millions d'euros en 2008 à seulement 272 millions en 2009. Cette chute est largement attribuable à une forte baisse du volume d'échange en actions. Au premier trimestre 2010, le volume de l'ensemble des transactions s'éleva à 78 millions d'euros, par rapport à 75 millions au premier trimestre 2009.

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 plateforme 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.

En septembre, la Bourse de Luxembourg a adopté de nouveaux pas de cotation<sup>8</sup>. Ce changement s'inscrit dans le cadre d'une initiative prise conjointement par la FESE (Federation of European Securities Exchanges), la LIBA (London Investment Banking Association) et les professionnels des marchés financiers en vue d'harmoniser les pas de cotation à l'échelle européenne.

En octobre, deux nouveaux indices GDR (Global Depositary Receipts), appelés Lux GDRs India et Lux GDRs Taiwan, ont été introduits ; il s'agit de deux indices de capitalisation pondérés qui reprennent l'ensemble des GDR, des pays respectifs, cotés à la Bourse de Luxembourg.

## 1.2.8 Le marché du travail

### 1.2.8.1 L'emploi

Tableau 1.20 : Croissance annuelle (en %) de l'emploi\* et taux de chômage

	Emploi salarié*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage "strict" ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage "large"
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,5%	5,2%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%
2007	4,6	0,5	4,4	7,9	2,3	2,3	4,4%	4,4%	6,1%
2008	5,0	2,4	4,8	7,2	3,2	3,2	4,4%	4,4%	5,7%
2009T1	2,7	0,8	2,6	3,5	2,0	3,2	5,5%	5,2%	6,8%
2009T2	1,5	1,4	1,5	1,5	1,4	2,8	5,4%	5,7%	6,7%
2009T3	0,3	1,7	0,4	-0,2	0,9	2,4	5,6%	5,9%	6,9%
2009T4	0,2	2,4	0,3	-0,4	0,9	2,4	6,1%	5,9%	7,5%
2010T1	0,4	2,8	0,6	0,1	1,0	1,8	6,4%	6,0%	7,8%
jan-09	3,3	1,1	3,2	4,5	2,3	3,3	5,5%	5,0%	6,7%
fév-09	2,6	0,6	2,4	3,4	1,8	3	5,6%	5,2%	6,9%
mars-09	2,2	0,6	2,1	2,7	1,8	3,2	5,5%	5,4%	6,8%
avr-09	1,9	1,2	1,8	2,1	1,6	3	5,5%	5,5%	6,8%
mai-09	1,6	1,7	1,6	1,8	1,5	2,8	5,4%	5,7%	6,7%
juin-09	1,0	1,4	1,0	0,7	1,2	2,7	5,4%	5,8%	6,7%
juil-09	0,7	1,5	0,7	0,3	1,1	2,6	5,5%	5,9%	6,8%
août-09	0,3	1,7	0,4	-0,1	0,9	2,4	5,6%	5,9%	6,9%
sep-09	0,0	1,8	0,1	-0,7	0,7	2,2	5,7%	5,9%	7,1%
oct-09	0,0	2,2	0,1	-0,7	0,8	2,3	5,9%	5,9%	7,3%
nov-09	0,2	2,4	0,3	-0,4	0,9	2,4	6,1%	5,9%	7,5%
déc-09	0,3	2,7	0,4	-0,2	0,9	2,3	6,3%	6,0%	7,7%
jan-10	0,3	2,7	0,4	-0,2	1,0	1,9	6,4%	5,9%	7,8%
fév-10	0,5	2,8	0,6	0,2	0,9	1,8	6,5%	6,0%	7,9%
mars-10	0,5	2,8	0,7	0,2	1,0	1,7	6,2%	6,0%	7,7%
avr-10	0,5	2,3	0,6	0,3	0,9	1,4	6,0%	6,0%	7,6%

\* Les données concernant l'emploi de janvier à avril 2010 sont des estimations.

Sources : IGSS, STATEC et calculs BCL

8 « Tick sizes » en anglais. Un pas ou échelon de cotation représente l'écart minimum de fluctuation des cours d'un titre sur les marchés.

Le retournement du marché du travail amorcé au lendemain de la généralisation de la crise financière en septembre 2008 a poursuivi sa tendance au cours de l'année 2009. Après plusieurs années de dynamisme soutenu, la croissance de l'emploi total est passée de 3,2 % en janvier 2009 à une quasi-stagnation (0,1 %) en septembre et octobre 2009. L'emploi a ainsi progressé à un rythme annuel de 1,2 % en moyenne après 4,8 % en 2008, soit largement en deçà de sa moyenne historique. L'emploi salarié a quant à lui suivi la même tendance générale que l'emploi total.

Ces résultats défavorables correspondent pour partie à la réaction décalée du facteur travail à l'évolution de l'activité économique, mais ils s'expliquent également du fait que les secteurs porteurs en termes de créations d'emplois ont cessé d'embaucher. Ainsi, la crise actuelle se distingue des phases précédentes de faible activité économique par une détérioration plutôt simultanée et généralisée de l'emploi à travers quasiment l'entièreté des secteurs. La totalité des branches a connu soit un ralentissement soit une nette baisse de l'emploi, à l'exception de la branche « Autres activités de services ». Cette évolution à rebours de la tendance générale s'explique entre autres par l'inclusion dans cette branche de la fonction publique ainsi que d'autres sous-secteurs caractérisés par une faible exposition à la concurrence internationale. Tandis qu'en comparaison annuelle l'emploi total ne diminue pas, l'emploi dans le secteur « privé » recule de -1,1 % au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2009 par rapport à la même période de l'année précédente<sup>9</sup>. Vers la fin de 2009 et en comparaison annuelle, les pertes d'emploi ont été particulièrement sévères dans l'industrie (-4,7 %) et les secteurs « Activités financières » (-1,4 %) et « Immobilier, location et services aux entreprises » (-1,5 %) au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2009.<sup>10</sup>

Du côté des composantes de l'emploi, l'emploi frontalier a été particulièrement touché par la détérioration sur le marché du travail, son taux de croissance en glissements annuels passant de 4,5 % en janvier 2009 à -0,7 % de septembre à octobre 2009, pour s'établir à -0,2 % en fin d'année. Dans le même temps, la croissance annuelle de l'emploi national, typiquement moins dynamique, a ralenti dans une moindre mesure par rapport à son profil intra annuel habituel. Malgré la détérioration générale du marché du travail, l'emploi frontalier a été la seule composante dont le niveau a baissé suite à la crise. La moindre résilience de l'emploi frontalier pourrait s'expliquer d'une part par sa forte présence dans des secteurs dépendant directement de la demande internationale et sujets à des variations de la production typiquement plus élevées. À côté de cette répartition sectorielle relative des frontaliers, c'est leur poids dans l'intérimaire qui a contribué au plus fort impact de la crise sur l'emploi des non-résidents. Or, selon la base de données de l'IGSS, l'emploi intérimaire a chuté de 7 570 unités en moyenne en 2008 à 5 836 en 2009, soit une baisse de -23,0 % en un an.

Une autre conséquence marquante de la crise reste l'augmentation, par rapport à des temps « normaux », du nombre de salariés affectés par une mesure de chômage partiel. Partant d'un niveau insignifiant à l'aube de la généralisation de la crise financière en septembre 2008, il a atteint son pic avec 10 290 personnes potentiellement touchées en juin 2009<sup>11</sup>. Par la suite, après une légère hausse en septembre et octobre 2009, le nombre de salariés potentiellement et effectivement touchés et de surcroît le ratio entre la dépense maximale prévisible et la dépense effective, ont recommencé à baisser à partir de novembre 2009. Le nombre d'autorisations introduites a également diminué, en passant de 139 en octobre 2009 à 88 demandes

9 En termes annuels, l'emploi privé total a connu une quasi-stagnation par rapport à 2008 et une nette décélération du taux de croissance, qui est passé de 5,5 % en 2008 à 0,0 % en 2009 (5,1 % à 0,0 % de 2008 à 2009 pour l'emploi salarié)

10 En ce qui concerne les variations annuelles entre l'année 2008 et l'année 2009 de l'emploi total dans ces secteurs, l'emploi a baissé de -2,7 % dans l'industrie et de -0,2 % dans la branche « Activités financières, immobilier, location et services aux entreprises ».

11 Ceci correspond au nombre de personnes pour lesquelles les entreprises ont demandé une autorisation de chômage partiel. Le pic du nombre de personnes effectivement touchées a été atteint en avril 2009 avec 8 159 personnes.

(concernant près de 3 300 salariés) pour le mois de juin 2010. On constate un écart grandissant entre les dépenses mensuelles effectives du fonds pour l'emploi suite au chômage partiel d'une part, et d'autre part la dépense maximale prévisible basée sur les demandes introduites au préalable par les entreprises. Dans un environnement très incertain et dans un souci de disposer d'une plus grande marge de manœuvre, les entreprises ont ainsi tendance à faire autoriser un volume de chômage partiel plus important que nécessaire. Un nombre significatif d'entreprises renoncent en tout cas à utiliser complètement ces autorisations, ce qui suggère que la situation des entreprises à la source de ce phénomène est en train de s'améliorer. Toutefois, il est important de souligner le fait que le chômage partiel n'a manifestement pas été suffisant pour éviter durablement des pertes d'emploi, dans l'industrie en particulier.

Graphique 1.25 : Évolution du chômage partiel  
(Nombre de personnes potentiellement et effectivement affectées)



— Nombre de salariés potentiellement concernés      — Nombre de salariés effectivement concernés

Remarque : les données en pointillé correspondent à des données provisoires

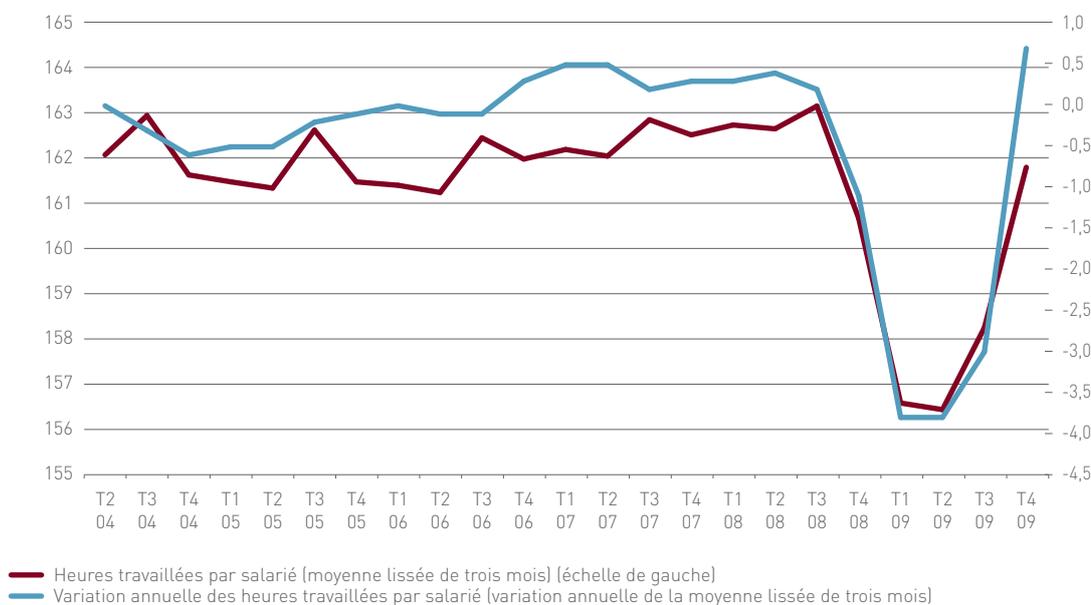
Sources : ADEM, Statec

Ainsi, l'ajustement du facteur travail est passé dans un premier temps par une réduction de la durée du travail, retardant ainsi les destructions d'emplois. Selon la base de données mensuelle de l'IGSS, on constate une baisse des heures ouvrées par salarié et par mois, passant de 163 heures en 2008 à 158 heures en 2009. Ce phénomène paraît cependant temporaire, comme l'illustre la nette remontée des heures travaillées durant le second semestre de 2009.

La réduction du temps de travail a été particulièrement prononcée au cours du premier et du deuxième trimestre de l'année, où le nombre d'heures travaillées en moyenne par salarié a baissé de 3,8% par rapport à la même période de l'année précédente. Cette évolution négative coïncide avec celle du chômage partiel qui a enregistré une montée en puissance particulièrement importante pendant la première moitié de 2009. Toutefois, ces chiffres sont à prendre avec

une extrême caution, étant donné que l'introduction du Statut Unique en janvier 2009 a rendu les données de 2009 difficilement comparables à celles des années précédentes<sup>12</sup>.

Graphique 1.26 : Évolution du nombre d'heures travaillées par salarié  
(Moyenne lissée de trois mois et variation annuelle de la moyenne)



Source : IGSS

Bien qu'encore largement en dessous des niveaux historiques, la situation sur le marché du travail semble s'être légèrement améliorée au cours des derniers mois. Après des baisses discontinuées depuis la généralisation de la crise, la croissance de l'emploi salarié et de l'emploi total semble avoir repris depuis novembre 2009 (avec respectivement 0,2 % et 0,3 % atteignant même selon les dernières estimations respectivement 0,5 % et 0,6 % en avril 2010). Du côté des composantes de l'emploi, alors que l'emploi national, moins touché par la crise, semble osciller depuis juillet 2009 entre 0,9 % et 1 %, l'emploi frontalier devrait pour le troisième mois consécutif enregistrer un taux de croissance positif en avril 2010 (0,3 %). Bien qu'évoluant encore négativement en comparaison annuelle, l'emploi intérimaire tend à diminuer dans une moindre mesure depuis août 2009.

12 Alors qu'avant l'introduction du Statut Unique, les heures de maladie des ouvriers étaient en général à charge de la Caisse de Maladie dès le premier jour de congé maladie, en 2009 celles-ci sont à charge de l'employeur jusqu'à la 13<sup>ème</sup> semaine. Ce changement implique que ces heures, bien qu'elles ne soient pas travaillées, sont comptabilisées en tant qu'heures ouvrées (jusqu'à la 13<sup>ème</sup> semaine de congé maladie) introduisant ainsi un biais à la hausse des heures ouvrées. Une comparaison plus fiable des données nécessite ainsi de prendre en compte dans les heures ouvrées l'ensemble des heures ouvrées et heures de maladie pour les données avant 2009 et l'ensemble des heures ouvrées et heures de maladie à charge de la Caisse Nationale de Santé pour les données relatives à 2009. Les moyennes décrites dans ce rapport incluent ainsi les heures de maladie à charge de la Caisse Nationale de Santé. Par ailleurs, il se peut que les données relatives à l'année 2009 soient légèrement biaisées à la baisse. En effet, alors qu'avant l'introduction du Statut Unique, les employeurs déclaraient d'office la moyenne mensuelle des heures de travail (par exemple 173 heures pour un salarié travaillant 40 heures par semaine en 2008), désormais les employeurs sont tenus de déclarer les heures de travail qui correspondent effectivement aux heures ouvrées. Ainsi, il se peut que pour certains mois de 2009, la variation des heures ouvrées soient en partie liée à ce changement de reporting. Par conséquent, la baisse importante des heures ouvrées enregistrée pendant la première moitié de 2009 peut en partie être imputée à des facteurs purement statistiques. Selon l'IGSS, les heures suivantes sont à déclarer pour un salarié travaillant à raison de 40 heures par semaine en 2009 : janvier : 168, février : 160, mars : 176, avril : 168, mai : 152, juin : 160, juillet : 184, août : 168, septembre : 176, octobre : 176, novembre : 168, décembre : 176. Par conséquent, d'un point de vue purement statistique, les heures ouvrées par salarié, relatives à 7 mois de 2009 (janvier, février, avril, mai, juin, août, novembre) sont automatiquement inférieures à celles déclarées au cours du même mois de l'année précédente. De l'autre côté, les heures ouvrées par salarié sont biaisées à la hausse pour les 5 mois restants.

### 1.2.8.2 Le chômage

En 2009, le chômage a atteint des niveaux historiquement élevés pour le Luxembourg.

Après trois années de stabilisation du taux de chômage à 4,4 %, en moyenne, observée entre 2006 et 2008, le taux de chômage strict et sa version désaisonnalisée se sont établies en moyenne à 5,7 % sur l'année 2009.

Alors que le taux de chômage strict est resté relativement stable autour des 5,4 % à 5,6 % entre janvier et août 2009, il est en nette augmentation depuis septembre 2009, atteignant même 6,5 % selon les dernières estimations relatives à février 2010 (baisse à 6,0 % en avril 2010). De son côté, le taux de chômage strict désaisonnalisé a augmenté jusqu'en juillet 2009 et stagne depuis lors autour des 5,9 % à 6,0 % - tendance qui semble se poursuivre début 2010 - ce qui dénote une stabilisation de la situation de fond.

Graphique 1.27 : Taux de chômage strict



Sources : Adem

Cette stagnation du taux de chômage strict désaisonnalisé autour des 6,0 % pourrait en partie s'expliquer par le chômage partiel, même si, comme énoncé précédemment, ce dispositif n'a pas permis d'éviter durablement des pertes d'emplois dans certains secteurs tels que l'industrie. Des facteurs supplémentaires pouvant contribuer à l'explication de la stagnation du chômage sont liés d'une part à l'immigration nette, en baisse de près de 15 % entre 2009 et 2008, et dans une moindre mesure au taux de participation, qui a baissé de 0,2 point de pourcentage en 2009. En proie à un effet de découragement, certains chômeurs (en particulier les chômeurs de longue durée ayant perdu leurs droits aux indemnités de chômage), peuvent avoir décidé de ne plus s'inscrire à l'ADEM, contribuant ainsi à la baisse du nombre de demandeurs d'emploi. Un facteur additionnel pouvant contribuer à l'explication de la stagnation du taux de chômage se réfère à l'instrument « mesures pour l'emploi », destiné à soutenir l'insertion dans le marché du travail « primaire ». Bein



La diminution marquée du nombre de postes de travail offerts jusqu'au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2009 et l'augmentation parallèle du nombre de chômeurs se traduisent par un déplacement « le long de » la courbe de Beveridge. On peut ainsi conclure que la récente hausse du taux de chômage est essentiellement due au ralentissement conjoncturel et est par conséquent de nature cyclique.

En ce qui concerne les pertes d'emplois de frontaliers, le seul indicateur disponible, certes imparfait, consiste à répertorier le nombre d'attestations E301<sup>14</sup> établies par l'ADEM. Ce nombre a augmenté de 64 % entre septembre 2008 et septembre 2009 et de 55 % entre septembre 2008 et mars 2010, témoignant ainsi de la détérioration de l'emploi frontalier<sup>15</sup>.

Les évolutions des principaux agrégats de l'emploi et du chômage témoignent ainsi clairement de l'impact négatif de la crise sur le marché du travail au Luxembourg. Néanmoins, l'évolution récente de ces agrégats laisse présager une stabilisation de la situation au cours des prochains mois sur le front de l'emploi.

### 1.2.8.3 Les coûts salariaux

Selon les données mensuelles provenant de l'IGSS, la rémunération moyenne par salarié aurait augmenté de 2,0 % en moyenne en 2009, une dynamique largement en retrait de celle observée au cours de 2008. Ce chiffre semble plausible au regard de la version actuelle encore provisoire de la comptabilité nationale (+1,7 %). L'évolution de la rémunération moyenne par salarié semble ainsi avoir connu une sensible décélération au cours du premier trimestre 2009 pour repartir à la hausse par la suite, probablement sous l'effet déterminant de l'indexation automatique des salaires intervenue en mars 2009. La décélération (à distinguer d'une baisse) de la rémunération s'explique également par une certaine rigidité à la baisse des salaires liée au fait que certaines conventions collectives couvrant cette année, ont été conclues bien avant la généralisation de la crise. Du côté des gratifications, selon la base de données mensuelle de l'IGSS, celles-ci auraient augmenté de 1,0 % entre 2008 et 2009, ce qui dans le contexte actuel semble assez surprenant.

Dans le contexte de la crise, le renouvellement successif de certains accords salariaux actuellement en vigueur devrait induire une nette décélération des salaires et ceci malgré la prochaine tranche indiciaire.

Il convient de noter que, comme énoncé précédemment, l'introduction du Statut Unique a introduit une difficulté supplémentaire dans la comparaison des données de 2009 à celles des années précédentes. Afin de pouvoir comparer les chiffres entre eux, la rémunération par salarié inclut la rémunération versée par la Caisse Nationale de Santé. Partant du principe que l'évolution de celle-ci reste stable par rapport aux années précédentes, l'impact, sur la variation mesurée de la rémunération moyenne, de l'inclusion du salaire relatif au congé de maladie devrait rester marginal et ne pas influencer la nature de notre conclusion.

14 Le formulaire E301 correspond à un document que tout frontalier devenu chômeur doit demander auprès de l'ADEM afin de pouvoir bénéficier des allocations de chômage dans son pays d'origine. Toutefois, la pertinence du nombre de formulaires E301 émis par l'ADEM en tant qu'indicateur des pertes d'emplois des travailleurs frontaliers doit être relativisée, étant donné que d'une part un même frontalier peut demander plusieurs formulaires à plusieurs reprises, ce qui pourrait biaiser cet indicateur à la hausse, et d'autre part, en pratique les autorités belges n'exigent pas toujours ce formulaire aux frontaliers belges, ce qui biaise l'indicateur à la baisse.

15 Le nombre de formulaires demandés est passé de 1 158 en septembre 2008 à 1 792 en mars 2010 et 1 326 en avril 2010. Il n'est pas exclu que cette récente baisse soit liée à des facteurs saisonniers.

Graphique 1.29 : Variation annuelle (en %) de la rémunération par salarié (Moyenne trimestrielle)



Source : IGSS

Encadré 1.5 :

**L'INTÉRÊT DE COTISATIONS SOCIALES DIFFÉRENCIÉES AU LUXEMBOURG**

Le présent encadré vise à présenter l'incidence, appréhendée au moyen du modèle DSGE LOLA développé par la BCL, de deux aménagements du régime des cotisations sociales. Le premier aménagement consiste à inciter les travailleurs âgés à prolonger leur carrière en réduisant leurs cotisations personnelles. Cette mesure s'autofinance naturellement à la faveur des effets bénéfiques induits par la hausse de l'offre de travail. Le second allègement de cotisations (du côté des employeurs dans ce cas) envisageable ciblerait les salariés peu qualifiés, qui sont particulièrement exposés au risque d'enlèvement dans le chômage de long terme. Le coût budgétaire de cette seconde mesure serait neutralisé par un léger accroissement des cotisations applicables aux autres catégories de salariés. Les

résultats livrés par LOLA suggèrent que ces deux mesures gagneraient à être considérées par les autorités luxembourgeoises.

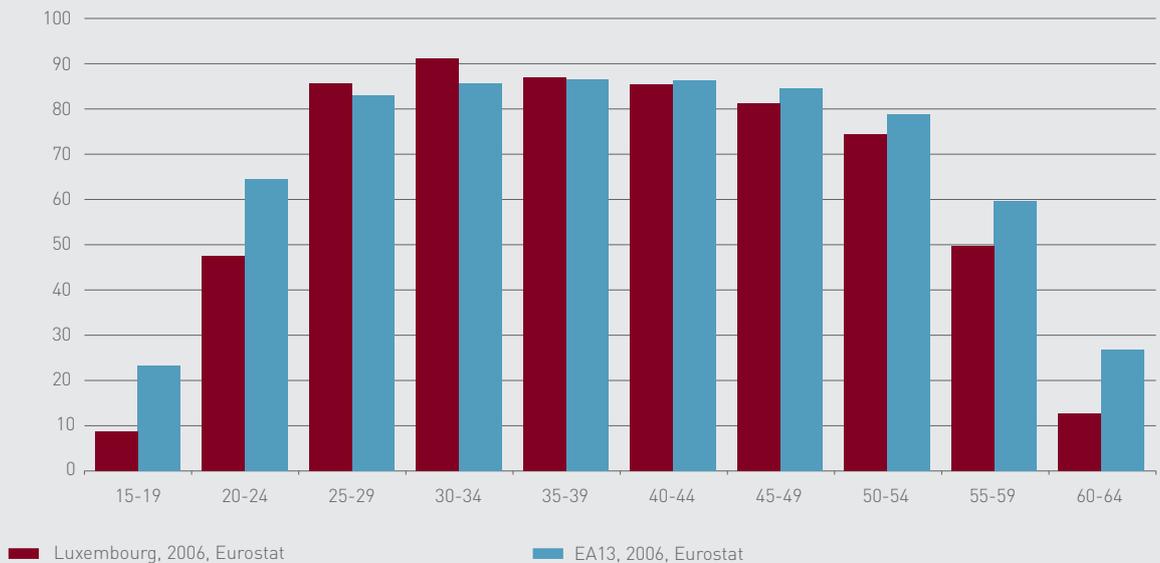
**Mesure 1 : Taux d'activité des travailleurs âgés**

Comme le montre le graphique 1, le taux d'activité des travailleurs âgés est plus faible au Luxembourg que dans la plupart des pays européens et il semble évident qu'encourager les travailleurs âgés à rester sur le marché de l'emploi ne peut qu'améliorer les perspectives du système de pension.<sup>1</sup> Pour ce faire, l'OCDE (voir par exemple Duval, 2003) recommande de limiter les cotisations sur les travailleurs âgés, de manière à rendre le travail plus attractif. Par

1 Par « rester sur le marché du travail », nous entendons « augmenter l'âge effectif de la retraite », qui est actuellement au Luxembourg de 59,2 ans pour les hommes et de 60,3 ans pour les femmes. (sources : [www.oecd.org/els/employment/olderworkers](http://www.oecd.org/els/employment/olderworkers)).

ailleurs, le taux de remplacement net (pension en pourcentage des revenus antérieurs) est beaucoup plus élevé au Luxembourg que dans les pays voisins (en moyenne de 99% au Luxembourg pour 65% en Belgique, 67% en France et 60% en Allemagne, voir OCDE) et une légère diminution pourrait avoir des effets bénéfiques (diminution des dépenses de pension et incitation à l'activité) sans pour autant générer un appauvrissement généralisé.

Graphique 1 : Taux d'activité par tranche d'âge (en pourcent)



Notre modèle LOLA montre qu'une baisse immédiate de 10 points de pourcent du taux de remplacement réel (qui passerait de 100% à 90%) réduit bien sûr les dépenses du système de pensions, mais 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, qui augmentent à long terme de l'ordre de 5% du PIB. Cette réforme pourrait bien entendu être mise en œuvre de manière plus graduelle, par exemple à travers une suspension de l'ajustement des pensions aux salaires réels.<sup>2</sup> A noter que si la suspension de l'ajustement se traduit par un déclin du pouvoir d'achat relatif des pensionnés (par rapport aux salariés), elle n'induit cependant aucune réduction du pouvoir d'achat absolu de ces derniers, vu l'indexation intégrale des pensions aux prix à la consommation.

De manière similaire, notre modèle LOLA montre qu'une baisse immédiate de 10 points de pourcent du taux de cotisation des travailleurs (qui passe d'environ 12% au total, dont 8% pour les pensions, à 2%) de la classe d'âge 55-65 ans 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 retarder leur départ à la retraite. 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. A long terme, cette politique s'autofinance à la faveur de ces recettes additionnelles. On ne peut bien entendu que chaudement suggérer de combiner ces deux politiques (baisse du taux de remplacement et baisse des cotisations). Ces recommandations ne sont pas neuves et ont déjà été proposées par la BCL dans le passé (voir BCL, 2009).

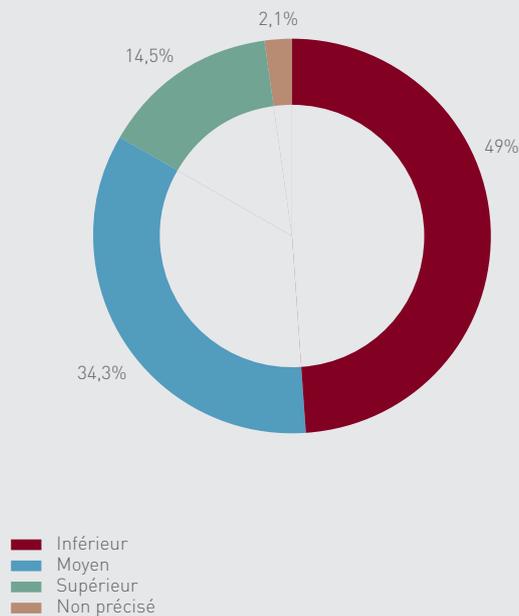
<sup>2</sup> Dans les mesures budgétaires annoncées récemment, le gouvernement ne propose qu'une suspension partielle et provisoire, et donc aux effets très limités.

Pour terminer, nous tenons à souligner qu'il est faux de penser qu'une augmentation du taux d'activité des travailleurs âgés accroît le taux de chômage des jeunes travailleurs. Cette idée repose sur la prémisse fallacieuse que la demande de travail est une quantité fixe, ou, de façon plus imagée, que l'économie est comme un autobus pourvu d'un nombre déterminé de places. Cette hypothèse fut utilisée pour justifier la création des systèmes de préretraite : proposons à vingt travailleurs âgés de sortir de l'autobus afin de permettre à vingt travailleurs jeunes d'y monter. En fait, retirer des personnes du marché du travail n'améliore pas la situation de ceux qui y restent mais risque de pousser les salaires à la hausse et, à terme, de détruire des emplois. De plus, inciter les travailleurs à partir en préretraite requiert de relever l'impôt (ou les cotisations sociales) pour financer leurs allocations, ce qui a un effet négatif sur l'emploi et sur le revenu de ceux qui travaillent.

### Mesure 2: Travail peu qualifié et chômage de longue durée

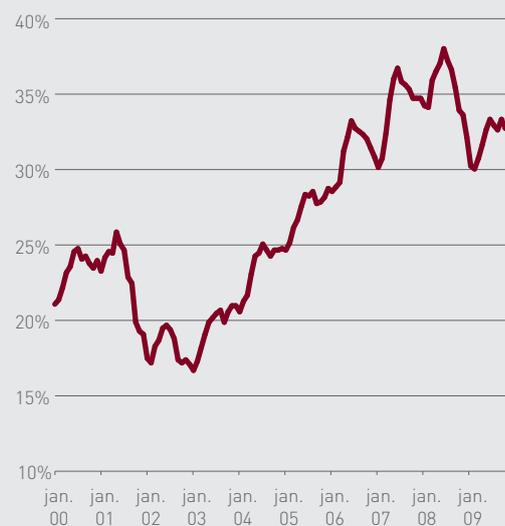
Au Luxembourg (mais ce phénomène n'est certainement pas typiquement luxembourgeois), les peu qualifiés représentent quasiment 50 % des chômeurs (voir le graphique 2). Suite au développement de « l'économie de la connaissance », on peut supposer que la demande de travail qualifié a fortement augmenté, relativement à la demande de travail peu qualifié. Afin de maintenir le niveau d'emploi existant, tant pour les peu qualifiés que pour les qualifiés, l'offre de travail ou les salaires relatifs doivent s'adapter. Or, l'offre de travail ne s'adapte qu'avec retard et, surtout, les salaires relatifs sont probablement restés plus ou moins inchangés pour différentes raisons (indexation, protection sociale élevée,...). Par ailleurs, le pourcentage de chômeurs de longue durée a également fortement augmenté au cours des 10 dernières années (voir le graphique 3), suggérant l'existence d'une sorte de trappe à chômage. La récente crise économique n'a fait qu'accentuer ces dysfonctionnements du marché du travail, ce qui met davantage en exergue le besoin de réformes.

Graphique 2 : Part des demandeurs d'emploi résidents par niveau de formation, 2009



Source : Statec

Graphique 3 : Part des demandeurs d'emploi résidents avec durée d'inscription de plus d'un an, 2000-2009



Source : Statec

En matière de politique économique, une réponse naturelle pour réduire le coût du travail et donc stimuler la demande serait d'introduire des réductions de cotisations patronales. En contrepartie, cela peut représenter un coût financier non négligeable pour l'Etat. Une solution serait alors de cibler ces réductions sur les salaires les plus bas. Le niveau des salaires étant plus facilement identifiable que le niveau de qualification, cibler les salaires les plus bas est une manière détournée de cibler les peu qualifiés, qui, comme on l'a vu, représentent la moitié des chômeurs. De plus, l'élasticité de la demande de travail au salaire est généralement assez élevée pour les peu qualifiés, car ils peuvent être facilement remplacés dans le processus de production. En d'autres termes, une baisse des cotisations patronales sur les peu qualifiés stimule la demande de travail plutôt qu'une hausse des salaires de ces derniers et est donc moins coûteuse pour l'Etat (voir par exemple Crépon et Desplatz, 2001 ou encore Pierrard, 2004).

Enfin, le soutien à l'emploi peu qualifié serait principalement favorable à l'emploi dans les secteurs autres que le secteur financier et participerait à la diversification de l'économie. Des simulations avec le modèle LOLA montrent qu'une réduction des cotisations patronales ciblée sur les très bas salaires (salaires inférieurs à P15)<sup>3</sup>, pour un coût ex post d'un pourcent du PIB, réduisent à long terme le taux de chômage de 0,5 point de pourcentage. Des réductions pour un coût similaire mais non ciblées ne réduisent le chômage que de 0,1 point. On voit cependant que même avec des réductions ciblées, le coût pour l'Etat est encore non négligeable. On pourrait dès lors imaginer un « package global » autofinancé. Plus précisément, une réduction des cotisations de 10 points de pourcent sur les très bas salaires combinée à une hausse des cotisations de 1 point sur

tous les autres diminuerait le taux de chômage de 0,4 point tout en étant neutre budgétairement.<sup>4</sup>

On peut certes objecter que ce type de politique diminue la productivité moyenne de l'économie, mais cet impact est finalement assez marginal, selon le modèle. En outre, marginaliser une frange (peu qualifiée) de la population induit des coûts indirects importants pour la société (santé publique, insécurité, valeurs familiales transmises aux enfants,...) qui nous semblent très importants et justifient ce type de politique. A noter que dans sa dernière étude sur le Luxembourg (OECD, 2010), l'OCDE suggère également d'introduire ce type de politique (qu'ils appellent « working poor » policy, c'est-à-dire une redistribution des hauts salaires vers les bas salaires afin de stimuler le travail peu qualifié).

Une réforme du marché du travail ne doit pas se résumer à une baisse des cotisations patronales, mais doit également se concentrer sur le chômage de longue durée, qui se compose d'ailleurs généralement de personnes peu qualifiées. Premièrement, si un chômeur a le droit de recevoir des indemnités, il a également le devoir de reprendre un emploi si celui-ci existe. L'ADEM doit fixer des exigences strictes en matière de recherche d'emploi et, surtout, sanctionner en cas de non-respect (voir BCL, 2008). Deuxièmement, le demandeur d'emploi doit être accompagné par l'ADEM et ce dès son entrée dans le chômage, après il est trop tard (découragement, stigmatisation, perte de connaissances,...). Enfin, il est important de vérifier, tant ex ante qu'à travers des évaluations ex post systématiques, que les politiques actives du marché du travail (PAMT ; par exemple, formations, stages,...) sont efficaces, c'est-à-dire augmentent

3 Le salaire P15 signifie que 15% des travailleurs ont un salaire qui lui est inférieur ou égal. Selon le Statec (2009), le salaire P15 correspondait environ à 1800 € en 2006 (salaire annuel brut mensualisé).

4 Nos simulations supposent une baisse des cotisations sur tous les bas salaires (résidents et frontaliers). Cibler uniquement les bas salaires résidents est probablement difficile. Une alternative serait de remplacer la baisse des cotisations par des aides à l'embauche dégressives dans le temps pour les chômeurs peu qualifiés enregistrés à l'ADEM. Mais il resterait encore à définir le concept de « peu qualifiés » et à déterminer la manière de financer ces aides.

réellement l'employabilité d'un demandeur d'emploi, et ne génèrent pas d'effets pervers.<sup>5</sup> Une réforme de l'assurance chômage requiert donc une agence de l'emploi active, combinant différentes tâches et soumise à une évaluation critique.

#### Annexe. **Le modèle LOLA**

LOLA 1.0 (voir Pierrard et Sneessens, 2008, pour une présentation détaillée) modélise une petite économie ouverte où coexistent, à chaque période, différentes générations. Celles-ci réagissent aux changements de politiques économiques en termes d'épargne, de consommation, et de (pré)retraite. Des entreprises investissent et produisent, en utilisant du capital physique et humain. En outre, le modèle intègre une description détaillée des comptes publics, ainsi qu'un marché du travail imparfait avec des frictions, des négociations salariales et une distinction entre résidents et frontaliers. Le modèle est calibré sur les données luxembourgeoises. Une période représente 5 ans et ce modèle ne peut donc être simulé afin d'analyser le court terme, mais bien les effets de moyen et long termes. LOLA est un modèle d'équilibre général dynamique et stochastique (Dynamic Stochastic General Equilibrium: DSGE). A noter qu'un autre modèle DSGE pour le Luxembourg a été développé pour le Statec (LSM par Fontagné et al., 2009). Contrairement à LOLA, LSM ne différencie pas explicitement les différentes générations, mais peut par contre être utilisé pour des simulations à plus court terme (1 an).

<sup>5</sup> L'indemnisation proposée dans le cadre des PAMT, ou le fait que les PAMT peuvent ouvrir ou rouvrir le droit aux allocations de chômage, peut avoir un effet désincitatif sur la recherche d'un emploi.

## Bibliographie

### Taux d'activité des travailleurs âgés

BCL, 2009. Démographie, pensions et réformes structurelles, Rapport annuel 2008, pp 130-135.

Duval R, 2003. The Retirement Effects of Old-Age Pension and Early Retirement Schemes in OECD Countries, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 370.

Fontagné L., M. Maffezoli et M. Marcellino, 2009. Very Small, Very Open, Very Rich: A DSGE Model for Luxembourg, à paraître dans *Cahiers Economiques*, Statec

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

### Travail peu qualifié et chômage de longue durée

BCL, 2008. Chômage et politiques de l'emploi, Rapport annuel 2007, pp 65-70.

Crépon B. et R. Desplatz, 2001. Une nouvelle évaluation des effets des allègements des charges sociales sur les bas salaires, *Economie et Statistique*, 348, pp 1-24.

OECD, 2010. Economic Review – Luxembourg.

Pierrard O., 2004. Pourquoi faut-il cibler la réduction du coût du travail sur les très bas salaires?, *Regards Economiques*, Ires.

Statec, 2009. La structure des salaires en 2006, *Bulletin du Statec* No 1-2009.

## 1.2.9 Le commerce extérieur

Au cours de l'année 2009, le commerce extérieur du Luxembourg a lourdement subi les effets négatifs du ralentissement de la conjoncture économique au niveau mondial. Les exportations et les importations de biens ont ainsi reculé de 23 % par rapport à leurs niveaux de 2008. Quant au déficit du commerce extérieur, après s'être fortement accru (+21 %) en 2008, il s'est largement résorbé en 2009 (-22 %), en grande partie suite à un effet de base.

L'impact négatif de la chute de la demande mondiale est également perceptible au travers des évolutions en volume du commerce extérieur. Les exportations se sont réduites de 23 % au premier trimestre 2009, de 22 % au deuxième trimestre et de 5 % au troisième trimestre, avant de progresser de 6,5 % au quatrième trimestre 2009. Il en est de même des volumes importés qui ont décliné de 13 %, de 17 %, de 14 % et de 4 % respectivement au premier trimestre, au deuxième trimestre, au troisième trimestre et au quatrième trimestre 2009. Les données du quatrième trimestre montrent ainsi une nette amélioration pour les exportations en volume et un ralentissement marqué de la chute des importations en volume. Cette tendance à l'amélioration s'est confirmée au premier trimestre 2010, avec des hausses respectives de 8 % et de 6 % pour les exportations et les importations en valeur.

S'agissant des évolutions dans les prix, l'année 2009 a été caractérisée par des baisses de prix tant à l'exportation (-12,4 %) qu'à l'importation (-12,5 %), essentiellement suite à la réduction des prix du pétrole et des autres matières premières, alors que ces mêmes prix étaient en hausse en 2008. Dans l'ensemble, sur toute l'année 2009, l'indice des valeurs unitaires à l'importation a baissé davantage que celui des prix à l'exportation, occasionnant une légère amélioration des termes de l'échange.

Tableau 1.21 : Commerce extérieur du Luxembourg (valeur en millions d'euros et variation en % par rapport à la même période de l'année précédente)

Période	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2004	9 747,1	10,3%	13 637,4	12,6 %	-3 890,3	18,8 %
2005	10 319,4	5,9%	14 187,1	4,0 %	-3 867,7	-0,6 %
2006	11 306,9	9,6%	15 644,1	10,3%	-4 337,2	12,1%
2007	11 848,6	4,8%	16 311,0	4,3%	-4 462,3	3,3%
<b>2008</b>	<b>11 890,4</b>	<b>0,4%</b>	<b>17 290,3</b>	<b>6,0%</b>	<b>-5 399,9</b>	<b>21,0%</b>
1 <sup>er</sup> trim	3 062,0	-1,9%	4 108,1	1,4%	-1 046,1	12,0%
2 <sup>e</sup> trim.	3 226,8	6,6%	4 543,9	6,1%	-1 317,1	5,8%
3 <sup>e</sup> trim.	3 040,5	10,1%	4 553,0	16,5%	-1 512,5	32,1%
4 <sup>e</sup> trim.	2 561,1	-12,8%	4 085,3	0,3%	-1 524,2	31,6%
<b>2009</b>	<b>9 145,2</b>	<b>-23,1%</b>	<b>13 345,3</b>	<b>-22,8%</b>	<b>-4 200,1</b>	<b>-22,2%</b>
1 <sup>er</sup> trim	2 243,1	-26,7%	3 308,3	-19,5%	-1 065,1	1,8%
2 <sup>e</sup> trim.	2 167,5	-32,8%	3 213,4	-29,3%	-1 042,8	-20,6%
3 <sup>e</sup> trim.	2 395,0	-21,2%	3 216,4	-29,4%	-821,4	-45,7%
4 <sup>e</sup> trim.	2 339,5	-8,7%	3 607,2	-11,7%	-1 267,7	-16,8%
<b>2010</b>						
1 <sup>er</sup> trim	2 429,2	8,3%	3 514,5	6,2%	-1 085,4	1,9%

Source : STATEC

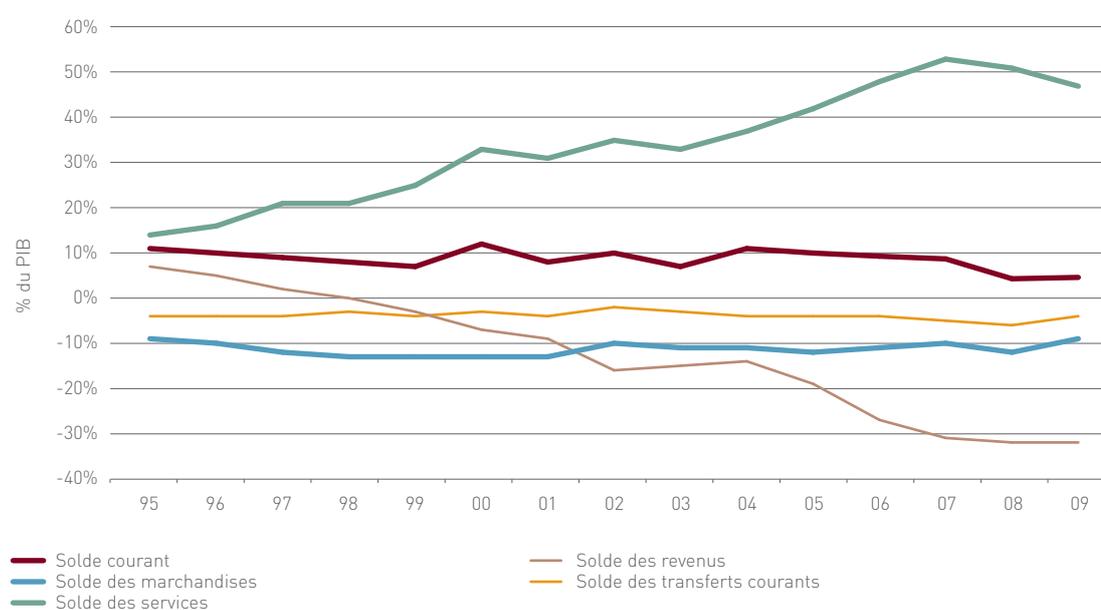
La ventilation par catégorie de biens montre que la baisse de la demande mondiale a largement affecté les exportations de produits sidérurgiques qui ont successivement chuté de 41 %, de 51 %, de 48 % et de 19 % au premier, au deuxième, au troisième et au quatrième trimestre de 2009. La baisse atteint 41,6 % pour toute l'année 2009. L'impact de cette chute a été d'autant plus important sur l'évolution totale des exportations que cette catégorie de biens représente près d'un tiers des exportations luxembourgeoises. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également fortement repliées sur toute l'année 2009. On note ainsi une forte contraction des ventes de machines et équipements (-16 %), des autres articles manufacturés classés d'après la matière première (-16 %), ainsi que de divers articles manufacturés (-14 %). 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 chuté de 24 % en 2009. Les livraisons vers les autres pays d'Europe ont également baissé dans les mêmes proportions. Les ventes en dehors du continent européen ont moins reculé, voire augmenté dans certains cas (-2,7 % pour celles à destination d'Asie et 3,7 % pour celles à destination d'Amérique).

S'agissant des importations de biens, en raison de la baisse des prix énergétiques observée depuis le pic atteint en été 2008, les fournitures de produits pétroliers ont reculé de 38 % sur toute l'année 2009. En dehors de produits pétroliers, toutes les catégories de biens importés sont aussi en recul, les baisses les plus importantes ayant affecté les matières brutes (-42 %), les produits chimiques et connexes (-19 %), ainsi que les consommations intermédiaires de la sidérurgie (-37 %). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89 % de toutes les importations) se sont contractées de 21 %, celles en provenance d'Amérique et d'Asie ont également fortement baissé de -33 % et -9 % respectivement.

## 1.2.10 La balance des paiements

### 1.2.10.1 Compte courant

Graphique 1.30 : Évolution des principaux soldes de la balance courante du Luxembourg



Sources : BCL, Statec

Au cours de l'année 2009, la balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 2,1 milliards d'euros (5,6 % du PIB). Ce solde positif, quasi identique à celui de l'année 2008, est la résultante d'évolutions contrastées des balances partielles.

En faisant abstraction des opérations sur or non-monnaire, la chute de la demande mondiale survenue dans le contexte de la crise financière a provoqué une contraction sensible des échanges de marchandises. Les exportations de biens, à l'exclusion de l'or non-monnaire, ont de ce fait chuté de 24 %, en atteignant 9,7 milliards en 2009. Les importations de biens se sont contractées dans les mêmes proportions (-24 %) en s'établissant à 13,3 milliards sur toute l'année 2009. Le différentiel des niveaux de départ des exportations et des importations étant relativement élevé, cette baisse similaire en pourcentages a entraîné une amélioration du solde des marchandises. A cela s'ajoutent les opérations sur or non-monnaire, qui ont dégagé un excédent de 0,5 milliard d'euros en 2009, soit une hausse marquée par rapport à l'année 2008. Au total, le déficit de la balance des biens s'est largement résorbé (-30 %), en atteignant 3 milliards d'euros en 2009.

Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années, l'excédent des services a, quant à lui, été durement affecté par la crise économique. Le surplus total des services a en effet reculé de 11,6 % en 2009 (pour atteindre 18 milliards). Cette importante contraction reflète en grande partie l'évolution des services financiers, dont le surplus représente près de deux tiers de l'excédent total des services. Sous l'effet d'un recul des commissions perçues par les banques résidentes, principalement dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement, le solde positif des services financiers s'est contracté de 12 %, à 13,2 milliards d'euros sur toute l'année 2009. S'agissant des autres activités de services, elles ont également été pénalisées par la crise économique, leur surplus ayant reculé de 10 % en 2009 (à 4,7 milliards d'euros). Les domaines les plus affectés sont les services de transport de marchandises, les services de publicité et le négoce international, alors que les services d'assurances se sont améliorés en 2009.

Concernant les revenus des facteurs, la légère réduction de leur déficit (-2,3 % à 11,8 milliards sur toute l'année 2009) est due en grande partie à des évolutions divergentes survenues sur fond d'un changement méthodologique dans le calcul du revenu des investissements (cf. Bulletin BCL 2009/3- p.126). La dégradation du déficit structurel dégagé par la rémunération des salariés s'est fortement ralentie par rapport aux évolutions des années précédentes (+2,2 % à 6,3 milliards d'euros en 2009), notamment en raison de la quasi-stagnation de l'emploi salarié frontalier en 2009.

Enfin, l'amélioration substantielle du solde des transferts courants, dont le déficit s'est contracté de 44 % (à 1 milliard d'euros sur toute l'année 2009) est largement liée à la baisse des versements nets de la BCL à la BCE dans le cadre du mécanisme de redistribution du revenu monétaire au sein de l'Eurosystème. Le niveau très bas du taux de refinancement et la baisse des liquidités accordées par la BCL aux banques résidentes sont à la base de cette évolution positive.

#### **1.2.10.2 Compte financier**

Au cours de l'année 2009, les sorties nettes de capitaux se sont pratiquement maintenues au même niveau (1,8 milliard d'euros) qu'en 2008. Dans les différentes composantes du compte financier, les investissements directs et les produits financiers dérivés ont enregistré des sorties nettes respectives de 15,6 milliards d'euros et de 10,4 milliards. Ces sorties nettes ont été compensées par des entrées nettes de 2 milliards dans les investissements de portefeuille et de 22,2 milliards dans les autres investissements.

Les sorties nettes d'investissements directs s'expliquent par d'importants prêts intra-groupes, compensés partiellement par des prises de participation au capital social. Les flux sortants de 10,4 milliards sur produits financiers dérivés résultent des besoins de couverture des investisseurs résidents dans un contexte d'incertitudes sur les marchés financiers.

Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont occasionné des entrées nettes de 52,4 milliards d'euros sur toute l'année 2009, comparées à des sorties nettes de 40 milliards en 2008. Du côté des avoirs, après avoir délaissé les placements dans les actions étrangères, les résidents (OPC essentiellement) ont repris leurs investissements dans ce type de titres, occasionnant des sorties de 29 milliards sur toute l'année 2009. Du côté des engagements, les non-résidents ont cessé, dès le mois de mars 2009, de rapatrier leurs capitaux placés essentiellement sous forme de parts d'OPC. Cela s'est traduit par des entrées de 81,6 milliards en 2009, comparées à des sorties de 99 milliards l'année précédente.

En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont placé 84 milliards d'euros dans les titres étrangers, en grande partie dans les instruments du marché monétaire. Les transactions des non-résidents sur titres de créance luxembourgeois ont à nouveau été dominées par les obligations (27 milliards d'entrées). Au total, les transactions sur titres de créance se sont donc soldées par une sortie nette de 50,4 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les entrées nettes de 22,2 milliards d'euros sont liées à une forte baisse des avoirs nets des institutions financières monétaires (BCL exclue).

Tableau 1.22 : Balance des paiements du Luxembourg

Unité <sup>1</sup> : Million EUR	2008			2009		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>205 127</b>	<b>203 027</b>	<b>2 100</b>	<b>160 396</b>	<b>158 265</b>	<b>2 130</b>
Marchandises	14 552	18 853	-4 301	11 154	14 168	-3 014
Services	48 418	28 065	20 352	43 837	25 841	17 996
Revenus	137 180	149 289	-12 109	100 530	112 356	-11 825
Transferts courants	4 977	6 820	-1 843	4 874	5 900	-1 026
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>100</b>	<b>335</b>	<b>-235</b>	<b>106</b>	<b>374</b>	<b>-268</b>
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
<b>COMPTE FINANCIER<sup>2)</sup></b>			<b>-1 892</b>			<b>-1 841</b>
Investissements directs <sup>3)</sup>	-93 439	69 810	-23 629	-135 804	120 188	-15 615
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-63 079	36 284	-26 795	-79 014	149 188	70 174
Autres opérations, Prêts intragroupes	-30 360	33 526	3 166	-56 790	-29 000	-85 790
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>120 915</b>	<b>-97 492</b>	<b>23 423</b>	<b>-113 216</b>	<b>115 239</b>	<b>2 023</b>
Titres de participation	59 062	-99 024	-39 961	-29 248	81 625	52 377
Titres de créance	61 853	1 532	63 385	-83 968	33 614	-50 354
<b>Produits financiers dérivés</b>			<b>-14 247</b>			<b>-10 367</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>-25 260</b>	<b>37 911</b>	<b>12 651</b>	<b>53 457</b>	<b>-31 275</b>	<b>22 182</b>
<b>Avoirs de réserve</b>			<b>-90</b>			<b>-64</b>
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>27</b>			<b>-21</b>

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

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

### 1.2.11 Projections macroéconomiques générales

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2009<sup>16</sup> et ont été élaborées dans le contexte d'une inflexion conjoncturelle favorable. La sortie de la récession au deuxième semestre 2009 - en termes de dynamique trimestrielle - était alors envisageable, comme l'attestaient le retour de la croissance dans la zone euro, le sensible rebond des marchés boursiers et le revirement des indicateurs résultant des enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière. La sortie de crise était d'autant plus tangible qu'une baisse du chômage partiel commençait à se manifester. Pour l'année 2009, une diminution marquée du PIB réel, comprise dans une fourchette allant de -4,0 % à -3,4 %, était encore escomptée par la BCL. Malgré l'anticipation du rebond conjoncturel, la variation annuelle moyenne restait en effet marquée par la diminution prononcée de l'activité au tournant de l'année 2008/2009. La poursuite de la reprise en 2010, sur fond d'un redressement modeste dans la zone euro, permettant une convergence vers la croissance potentielle en 2011, constituait les autres bases de notre scénario. Le profil de croissance escompté, en particulier la dynamique à moyen terme, restait cependant nettement en dessous de la moyenne historique. Il était admis que les ajustements futurs du secteur financier, aussi bien au niveau national qu'international, risquaient d'affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg.

#### *Evolutions récentes*

Depuis cet exercice de décembre 2009, la sortie de la récession s'est confirmée et les statistiques publiées en matière d'activité économique tendent à présenter un bilan plus positif. Selon les comptes nationaux trimestriels, la récession aurait duré cinq trimestres, du deuxième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009, avec une chute temporaire du niveau de production d'un peu plus de 7 % depuis ses sommets, ce qui constitue un affaissement plus sévère qu'en Allemagne. Le rebond spectaculaire enregistré au deuxième semestre 2009 aurait cependant permis de combler plus de la moitié de cette perte, de sorte que fin 2009 l'écart par rapport aux sommets d'avant la récession se serait réduit à 3 %. Évaluée à cette aune, la situation luxembourgeoise serait comparable à celle qui a prévalu en France et en Belgique. Le STATEC estime désormais aux environs de 3,4 % la diminution moyenne du PIB réel pour l'année 2009, ce qui serait légèrement plus favorable que l'intégralité des projections macroéconomiques disponibles il y a six mois. Désormais, l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2010, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières à la fin 2009, se chiffre à 1,8 %.

Au premier semestre 2010, la croissance de l'activité économique s'est poursuivie, bien qu'à un rythme plus modéré que l'envolée du deuxième semestre 2009.

Sur base sectorielle, cette progression a selon toute vraisemblance été fort hétérogène. Les données disponibles au présent stade indiquent que le secteur financier aurait connu un premier semestre en demi-teinte, marqué par le revirement sur les marchés financiers depuis la mi-avril. Si, grâce à la hausse continue des marchés boursiers, le premier trimestre s'est encore soldé par une performance positive des résultats du secteur bancaire et de l'industrie des fonds d'investissement, le deuxième trimestre devrait être marqué par un renforcement de l'aversion au risque. La forte progression des taux obligataires dans certains pays de la zone euro, sur fond des craintes liées à la précarité des finances publiques de ces derniers, a donné lieu à une certaine nervosité sur les marchés financiers. Le retour de l'incertitude, le rebond de la volatilité et la baisse des marchés boursiers risquent de peser sur les résultats opérationnels du secteur financier.

<sup>16</sup> Voir BCL, Bulletin 2009/3, pp.91-100

Le secteur non financier est resté à l'abri de ces turbulences et sa production s'est graduellement rapprochée des niveaux d'avant la récession. Favorisée par l'expansion de l'économie mondiale et la reconstitution des stocks, la production industrielle aurait progressé d'environ 4 % sur base trimestrielle au premier trimestre de l'année 2010, soit à peu près au même rythme que lors des deux trimestres précédents. Les enquêtes de conjoncture permettent même d'entrevoir une poursuite de la dynamique positive, ce qui serait d'ailleurs compatible avec la baisse continue du chômage partiel observée au deuxième trimestre. Néanmoins, ce constat réjouissant du recul du chômage partiel ne doit nullement occulter le problème fondamental. Le fait que les entreprises continuent à recourir à ce dispositif témoigne de la précarité de la situation prévalant dans le secteur manufacturier, avec des niveaux de production qui demeurent très faibles, plus bas qu'avant la récession et également en retrait par rapport aux effectifs actuels.

### ***Hypothèses techniques***

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

En ce qui concerne les taux d'intérêt à court terme, le taux Euribor à 3 mois est supposé se redresser à compter du second trimestre 2010. Sur l'ensemble de l'année 2010, il s'établirait à 0,8 % avant de remonter progressivement jusqu'à 1,2 % en moyenne en 2011 et autour de 1,7 % en 2012. Les taux longs remonteraient graduellement à compter du troisième trimestre 2010, pour atteindre 4,3 % en 2012. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, progresseraient en moyenne d'environ 10 % en 2010, après deux années successives caractérisées par des baisses de l'ordre de 25 %. Par rapport à décembre 2009, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été marginalement révisées à la hausse. Depuis fin 2009, l'euro s'est déprécié de quelque 15 % par rapport au dollar pour se situer aux environs de 1,26\$/€ à la mi-mai, poussant le taux de change effectif de l'euro à la baisse, à concurrence de 10 % environ par rapport à décembre 2009. Enfin, la reprise économique mondiale s'est accompagnée d'une hausse modérée du prix du pétrole. Celui-ci a progressé de 74\$/bl en décembre dernier à 80\$/bl en mai 2010. Selon les marchés des futures, il remonterait à 84\$/bl en 2011 et à 86\$/bl en 2012. Par rapport à l'exercice de décembre, ces hypothèses sont restées pratiquement inchangées.

Dans leur ensemble et toutes autres choses égales par ailleurs, les ajustements opérés sur les hypothèses techniques plaident tous pour un scénario de croissance plus favorable. Ces développements ont été observés parallèlement au redressement graduel de l'économie mondiale qui s'est opéré ces derniers mois.

### ***Environnement international***

La reprise économique mondiale a été plus forte que prévu en 2009, grâce un rebond du commerce international sur la deuxième moitié de l'année. Le scénario relatif à la croissance mondiale du FMI est légèrement plus favorable que celui de la Commission européenne (CE). Les deux institutions prévoient un net redressement du PIB mondial en 2010 – la croissance en volume étant de l'ordre de 4 % – et pas d'accélération notable pour 2011. Dans ce contexte, le commerce mondial devrait aussi fortement progresser en 2010 et décélérer quelque peu en 2011.

Si l'orientation plus expansionniste des politiques budgétaire et monétaire a permis d'interrompre la récession, les « primes à la casse » ainsi que le cycle de restockage ont constitué les premières impulsions favorisant la demande. Le commerce mondial a pris le relais, mais les étapes subséquentes du « retour à la normale » s'annoncent plus laborieuses avec la dissipation de l'impact des politiques de stimulation de la demande. La reprise sera fragilisée par les faiblesses structurelles de l'économie européenne, voire mondiale. Les marchés de l'emploi pourraient se stabiliser, mais des doutes persistent encore sur l'ajustement du secteur financier. Le stimulus budgétaire devra nécessairement s'inverser dans le sillage de la sensible dégradation de la situation des finances publiques. La forme et la rapidité du retour à des finances publiques saines dans les économies développées constitueront d'ailleurs le principal obstacle à une croissance soutenue et auto-entretenu.

Tableau 1.23 : Projections des institutions internationales et hypothèses techniques  
(taux de variation annuels)<sup>1)</sup>

	2009	2010	2011	2012
Commerce mondial (CE)	-12,1 (+1,9)	8,9 (+5,3)	6,3 (+1,7)	-
PIB mondial (FMI)	-0,6 (+0,5)	4,2 (+1,1)	4,3	-
PIB mondial (CE)	-0,9 (+0,3)	4,0 (+0,9)	4,0 (+0,5)	-
PIB zone euro (FMI)	-4,1 (+0,1)	1,0 (+0,7)	1,5 (+0,6)	-
PIB zone euro (CE)	-4,1 (-0,1)	0,9 (+0,2)	1,5 (-)	-
PIB zone euro (Eurosystème)	-4,1	0,7 - 1,3	0,2 - 2,2	-
Demande internationale adressée au Luxembourg	-11,4 (+0,1)	6,1 (+3,1)	3,8 (+0,5)	5,1
Prix du pétrole en \$/bl <sup>2)</sup>	62	79 (-2)	84 (-2)	86
Taux de change \$/€ <sup>3)</sup>	1,39	1,29 (-0,20)	1,26 (-0,23)	1,26
Taux d'intérêt à 3 mois	1,23	0,8 (-0,4)	1,1 (-0,4)	1,7
Taux d'intérêt à 10 ans	3,9 (-0,1)	3,5 (-0,5)	3,9 (-0,7)	4,3
Eurostoxx <sup>4)</sup>	234 (+1)	258 (+7)	245 (+6)	237

1) Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2009, en points de pourcentage.

2) Révisions en \$/bl

3) Révisions en \$/€

4) Révisions en points d'indice

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, FMI

Le scénario de reprise de la CE concernant le PIB de la zone euro est quasiment analogue à celui du FMI. Le PIB de la zone euro a cessé de décroître au troisième trimestre et, selon la CE, son taux de croissance devrait demeurer positif jusqu'au terme de son horizon de projection, en 2011. Selon l'exercice de projection de l'Eurosystème de juin 2010, la variation anticipée pour le PIB réel devrait se situer entre 0,7% et 1,3% en 2010, ce qui reste en ligne avec les prévisions de la CE et du FMI. Pour 2011 en revanche, la croissance du PIB prévue par l'Eurosystème apparaît légèrement moins optimiste que celle de la CE et du FMI. L'Eurosystème prévoit que la croissance du PIB de la zone euro s'établira entre 0,2% et 2,2% en 2011. Comparées à l'exercice précédent, les projections pour 2010 et 2011 ont été légèrement revues à la hausse. La phase de croissance modérée entamée en 2010 se prolongerait jusqu'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 s'est littéralement effondrée de la mi-2008 à la mi-2009, pour se redresser vigoureusement jusqu'au début de l'année 2010. Cet exceptionnel regain de dynamisme ne saurait perdurer. Il devrait se tasser

au cours des prochains trimestres pour converger ensuite vers une trajectoire de croissance normale. En termes de variation annuelle, le repli observé en 2009 aurait été de plus de 11%. Le rebond de l'ordre de 6% en 2010 ferait place à une modération en 2011 et une ré-accélération en 2012. Le profil de croissance serait donc marqué par des revirements de tendances, ce qui laisse également présager une trajectoire irrégulière pour l'activité économique au Luxembourg.

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

Au Luxembourg précisément, le sursaut enregistré au deuxième semestre 2009 et la poursuite de la croissance au début de l'année 2010 donnent lieu à un scénario qui se présente plus favorablement que lors de l'exercice de décembre 2009. La fin de la récession se manifesterait finalement aussi dans les données annuelles et les projections font état d'une progression du PIB réel en 2010 qui se situerait entre 2,6% à 3,2%, soit 1,0 point de pourcentage de plus qu'anticipé précédemment. Ce scénario intègre la poursuite d'une croissance graduelle au deuxième semestre 2010.

La convergence en 2011 en 2012 vers un sentier de croissance normalisé se ferait fort graduellement, la progression du PIB en volume demeurant bien inférieure à la moyenne historique luxembourgeoise. En moyenne annuelle, la croissance anticipée pour 2011 se situerait entre 1,8% et 2,8%. Pour 2012, elle s'établirait entre 2,5% et 3,9%. Cette projection tend d'ailleurs à corroborer l'hypothèse de l'abaissement du potentiel de croissance, qui résulterait notamment des ajustements structurels dans le secteur financier (voir à ce propos l'encadré 1.2 « Croissance potentielle – une sortie de la crise très graduelle »).

C'est uniquement vers la mi-2011 que les niveaux d'activité convergeraient vers les sommets de production atteints avant la récession. Cette longue période de « croissance perdue » - presque quatre années - déboucherait forcément sur un ajustement de l'emploi. Si le commerce mondial a regagné en vigueur, l'emploi pourrait encore en pâtir au cours des prochains trimestres et cette faiblesse récurrente du marché du travail pèserait à son tour sur la dynamique de la demande domestique, contribuant ainsi à alimenter une période prolongée de faible croissance à l'aune de l'évolution observée au Luxembourg depuis les années soixante.

En ce qui concerne l'optique dépenses du PIB, la contraction enregistrée en 2009 s'est manifestée à travers toutes les composantes, hormis l'investissement et la consommation publics. L'investissement total a quant à lui régressé davantage que les exportations en 2009. D'ailleurs, le recul de ces dernières, égal à quelque 7,6%, a été moindre que ne le laissait augurer la diminution prononcée de la demande internationale, qui s'est effritée de plus de 11%. Il importe en outre de noter que la plupart des autres pays de la zone euro ont connu une chute beaucoup plus sévère. Pour 2010, assez logiquement pour une petite économie ouverte, la reprise serait tirée par les exportations. La demande domestique renouerait pour sa part avec la croissance après son fort recul de 2009, mais avec un dynamisme somme toute modéré. Cette relative atonie de la demande domestique se poursuivrait également en 2011, sous l'effet notamment des mesures de consolidation budgétaire annoncées par le gouvernement le 5 mai 2010. La consommation privée serait particulièrement affectée par ces mesures. Par ailleurs, la décélération temporaire de la croissance du commerce international affecterait le dynamisme des exportations. Au total, un rééquilibrage de la croissance devrait émerger au cours de l'horizon de projection. Les taux de croissance associés demeureraient cependant assez modérés.

Graphique 1.31 : Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise (dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)\*



\* 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.

Source : Commission européenne

La relance du commerce mondial vers la mi-2009 a eu des retombées positives sur le sentiment de confiance des chefs d'entreprises. Alors que fin 2009 ceux-ci comptaient réduire fortement leurs dépenses d'investissement en 2010 – et ceci pour la deuxième année consécutive – ils se sont ravisés récemment (voir le graphique ci-dessus). Sur base de cette enquête, il semble que l'investissement privé puisse se stabiliser en 2010, bien qu'à un niveau très bas. Après l'effondrement enregistré en 2009, la formation brute de capital fixe de l'économie totale s'accélérait graduellement. Le gel des investissements de l'Administration centrale à leur niveau de 2009 est certes de nature à ralentir légèrement la progression de l'ensemble des investissements. La reprise de l'investissement privé serait toutefois favorisée par plusieurs facteurs. En premier lieu, la production se rapproche graduellement des niveaux observés avant la récession, ce qui créerait progressivement de nouveaux besoins en équipement. En second lieu, les perspectives en matière de débouchés se sont améliorées avec la reprise du commerce mondial. Finalement, les conditions de financement demeurent très favorables. Les taux appliqués par les banques commerciales sur les crédits aux sociétés non-financières se situent en effet à un niveau historiquement bas (voir sous 1.2.5.2).

La consommation privée devrait subir une phase de modeste croissance. La quasi-stagnation de l'emploi et la progression modérée des salaires réels bruts ne permettraient en effet pas d'alimenter une dynamique suffisamment soutenue. En outre, le revenu disponible des ménages serait plombé par les mesures de consolidation budgétaire annoncées par le gouvernement le 5 mai. Alors qu'en 2009, le revenu disponible réel des ménages était en forte hausse grâce aux mesures fiscales adoptées dans le cadre du budget 2009, ce schéma s'inverserait en 2011 avec l'annonce de la hausse des impôts directs et de la baisse des transferts aux ménages. Si cette baisse du revenu n'est pas compensée par un ajustement concomitant du taux d'épargne des ménages, la consommation privée est même susceptible de régresser. Compte tenu du degré d'ouverture élevé

de l'économie luxembourgeoise et du fort contenu en importations de la consommation privée, l'impact sur la progression du PIB réel d'une telle décélération de la consommation serait toutefois négligeable.

L'impact sur la croissance économique de l'ensemble des mesures prises dans le cadre de l'assainissement des finances publiques, qui se monteraient à environ 1 % du PIB, reste assez faible (pour une évaluation de l'impact global de ces mesures sur base du modèle macroéconomique, voir l'encadré 1.7 « Impact de la consolidation budgétaire annoncée en mai 2010 »).

Tableau 1.24 : Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à décembre 2009 (en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011
PIB réel	-3,4	2,6 - 3,2	1,8 - 2,8	2,5 - 3,9	0,3	1,0	0,1
IPCH	0,0	2,9	2,5	2,2	-	0,8	0,4
IPCH énergie	-15,9	13,1	4,2	1,3	-	8,3	2,1
IPCH excluant l'énergie	2,3	1,7	2,3	2,3	-	-0,1	0,2
IPCN	0,4	2,2	2,1	1,8	-	0,7	0,3
IPCN excluant l'énergie	1,9	1,3	1,9	1,9	-0,1	-0,1	0,1
Echelle mobile des salaires	2,5	1,7	2,3	1,4	-	0,6	0,4
Coût salarial moyen	1,7	2,7	3,0	2,3	1,0	1,4	0,4
Emploi salarié	0,9	-0,2	0,0	0,8	-0,1	0,4	-
Taux de chômage	5,8	6,2	6,3	6,4	-	-0,7	-0,8

Source : BCL

### Marché de l'emploi et coûts salariaux

Malgré la forte dégradation de la conjoncture, des effets marqués sur le marché du travail ont tardé à se manifester. Si, en moyenne annuelle, l'emploi total a encore progressé de 0,9 % en 2009 par rapport à 2008, il n'y a toutefois plus eu de créations nettes d'emploi à partir de la fin 2008. Le taux de chômage strict a sensiblement progressé au cours de la première moitié de l'année 2009 mais il s'est ensuite stabilisé. Par ailleurs, le taux de chômage large, incluant les personnes bénéficiant de mesures de soutien à l'emploi, a continué d'augmenter jusqu'au début de l'année 2010.

Dans une première étape, la chute de l'activité a en bonne partie pu être absorbée par une baisse importante des heures travaillées, en particulier par le truchement d'un recours nettement accru au chômage partiel (principalement dans le secteur de l'industrie), ce qui a permis de limiter le nombre de licenciements. Après avoir connu un pic en juin 2009, le chômage partiel n'a cessé de diminuer par la suite, ce qui suggère que la demande adressée à ces entreprises s'est graduellement améliorée. Toutefois, la sous-utilisation de la main-d'œuvre demeure élevée et il est à craindre que l'ajustement temporaire des heures travaillées ne permette pas d'amortir durablement l'incidence sur l'emploi de la diminution de la production et de 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 actifs. De plus, il est directement affecté par la restructuration du paysage bancaire européen. L'emploi bancaire est en baisse depuis le quatrième trimestre 2008 et sa stabilisation au premier trimestre 2010 pourrait ne s'avérer que temporaire. Ainsi, en 2001-2003 l'emploi s'était replié de 6 % sur une période de neuf trimestres. Une baisse comparable sur les années 2010 et 2011 est

dans l'ordre du probable compte tenu des cessations d'activités, des fusions et acquisitions et de la nécessité pour certaines banques de restaurer leurs bilans - entre autres à travers un ajustement des coûts opérationnels.

Malgré la sortie précoce de la récession, la chute de l'activité a été sévère et les sommets de production d'avant la crise ne seront vraisemblablement atteints que dans le courant de l'année 2011. A terme, il semble probable qu'un ajustement permanent de l'emploi l'emporte sur la baisse, par essence temporaire, des heures travaillées. Pour la zone euro, la Commission européenne projette un recul cumulé de l'emploi de 3,1 % pour les années 2009-2011. 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 au cours de l'année 2010 avant de se stabiliser par la suite et de croître à nouveau en 2012. L'ajustement des heures travaillées se transformerait en une baisse effective de l'emploi et le chômage partiel en un chômage effectif, à la fois pour les résidents et les non-résidents. Le taux de chômage progresserait sur les trois années à venir, de 5,8 % en 2009 à 6,2 % en 2010, 6,3 % en 2011 et 6,4 % en 2012.

En 2009, la réaction de la composante « volume » du marché du travail s'est faite conjointement à celle du niveau du coût du travail, c'est-à-dire les salaires. Les variations observées en 2009 demeurent toutefois plus positives qu'anticipé lors de l'exercice précédent. Ajustés pour la composante indexation, les salaires auraient baissé de 0,8 %. Cependant, ces variations moyennes n'indiquent rien sur la distribution du choc de la récession. En tenant compte des ajustements à la hausse du salaire minimum et des salaires dans la fonction publique, l'impact de la récession a dû être beaucoup plus sévère pour d'autres salariés.

Pour les années 2010 à 2012, les projections postulent une hausse faiblement positive des salaires réels, la progression s'expliquant essentiellement par un redressement du nombre des heures travaillées. Par conséquent, la progression des salaires nominaux serait en grande partie imputable à l'impact de l'indexation automatique des salaires à l'inflation passée. Selon les projections d'inflation, des échéances de tranches indiciaires seraient dues pour juin 2010 et juillet 2011 - avec adaptation des salaires les mois subséquents - portant la progression des salaires nominaux à 2,7 % en 2010, à 3,0 % en 2011 et 2,3 % en 2012. Comparées aux projections antérieures, ces progressions sont plus élevées en raison i) de l'avancement des tranches indiciaires et ii) d'une reprise conjoncturelle survenue plus tôt qu'admis antérieurement. En ce qui concerne les salaires réels négociés, leur évolution refléterait entièrement les développements défavorables du marché du travail. Les travailleurs devraient accorder la priorité à la préservation des emplois existants, ce qui favoriserait une évolution prudente des salaires. Cette dernière constituerait une étape importante, qui contribuerait à restaurer la compétitivité de l'économie luxembourgeoise tout en facilitant la résorption du chômage. Ces projections se basent sur l'hypothèse que le salaire minimum réel serait ajusté en janvier 2011. Le gouvernement n'a pas encore formellement décidé de l'ampleur de cette progression et l'hypothèse de 2 %, proche de l'ajustement cumulé des pensions en 2011 et 2012, a été retenue. Par ailleurs, malgré l'incertitude quant à l'ajustement précis des salaires dans la fonction publique, nos projections se basent sur une stagnation de la valeur du point indiciaire en 2010 et 2011.

### ***Prix à la consommation***

Les perspectives pour l'évolution de l'inflation se sont fortement détériorées par rapport à l'exercice précédent. La révision à la hausse des projections résulte exclusivement des ajustements considérables sur la composante énergie, opérés sur fond de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar. En revanche, les projections de l'inflation de l'IPCN et de l'IPCH à l'exclusion de l'énergie sont pour leur part restées pratiquement inchangées.

La dynamique de l'inflation à l'exclusion de l'énergie se renverserait prochainement et après le recul en 2010, ce type d'inflation rebondirait en 2011 au niveau de 2009 pour se stabiliser par après. Si, au cours des derniers trimestres, les principaux déterminants de l'IPC à l'exclusion de l'énergie ont connu une évolution favorable à la baisse de l'inflation, ce schéma est sur le point de s'inverser. D'une part, les coûts de production s'accroîtraient en vertu de la progression du prix du pétrole en euros. D'autre part, l'inflation importée telle que projetée par les services de l'Eurosystème pour la zone euro s'affiche en hausse pour 2010 et 2011. Finalement, le coût salarial moyen progresserait en 2010 et 2011, entre autres à cause du rapprochement des tranches indiciaires.

Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH s'accroîtraient fortement en 2010 à respectivement 2,2 % et 2,9 % (voir aussi les projections d'inflation sous 1.2.1.1). Ce rebond est essentiellement lié à la composante énergie. Le prix du pétrole est en effet censé s'accroître à nouveau et de ce fait, les produits pétroliers contribueraient à nouveau à l'inflation globale. En 2011 et 2012, la décélération de l'inflation globale – en dessous des 2 % pour l'IPCN – serait aussi attribuable au recul de l'inflation de l'énergie, puisque l'inflation à l'exclusion de l'énergie s'accroîtrait à nouveau en 2011. Malgré cette évolution favorable, l'inflation calculée sur base de l'IPCN demeurerait supérieure aux moyennes correspondantes relatives à la zone euro et aux pays limitrophes.

### **Analyse des risques**

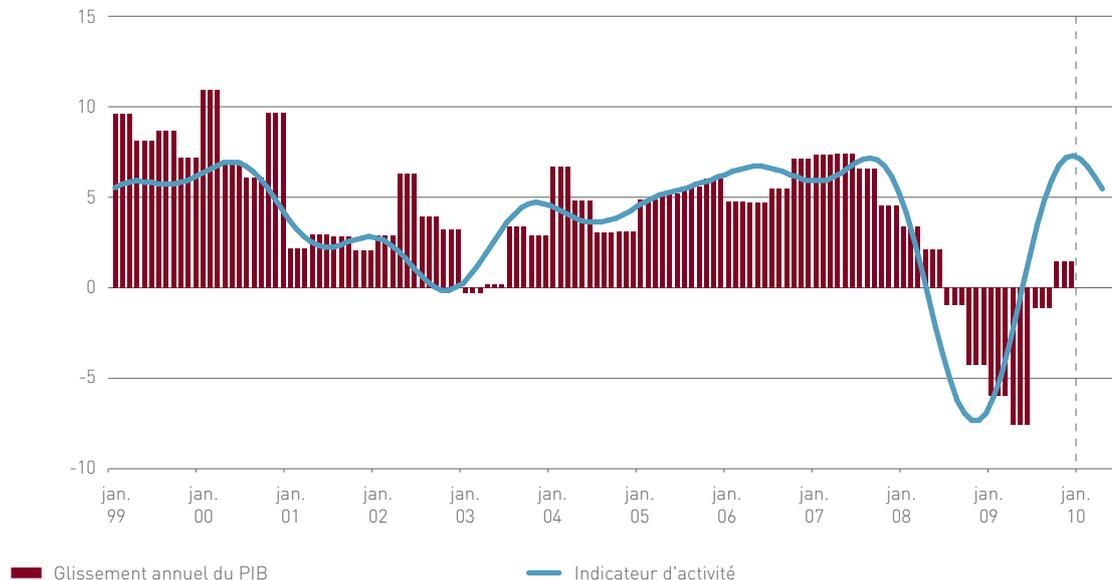
Compte tenu de la multitude des chocs qui ont frappé l'économie mondiale et luxembourgeoise – la crise financière et l'assainissement des bilans par certaines banques, l'effondrement et puis le rebond du commerce mondial, l'ajustement du marché de l'emploi, le tour expansionniste des politiques économiques et plus récemment la volatilité prévalant sur les marchés obligataires et de taux de change – l'incertitude entourant les projections macroéconomiques demeure particulièrement élevée. Dans l'histoire luxembourgeoise récente, il n'existe pas de situation extrême comparable qui permettrait de disposer d'un repère balisant la réaction des agents économiques dans un tel environnement, ce qui rend toute projection plus incertaine qu'à l'accoutumée.

Les projections macroéconomiques sont traditionnellement élaborées sur base de l'hypothèse d'une politique budgétaire inchangée. Le scénario actuel fait état d'un dérapage des déficits publics sur toute la période de prévision dans la plupart des pays européens. Or il est communément admis qu'afin de remédier à la franche dégradation des comptes publics, une correction interviendra à partir de 2011, invalidant de ce fait les hypothèses sous-jacentes au scénario de base. Au Luxembourg, le gouvernement a annoncé son plan de consolidation en mai 2010 pour les années 2010-2012 et ces mesures font partie intégrante du scénario de base. Ce constat vaut aussi pour certains pays de la zone euro, dans la mesure où les gouvernements ont annoncé des plans de consolidation susceptibles de passer le cap législatif. En ce qui concerne les autres pays de la zone euro ainsi que des pays comme les États-Unis et le Royaume-Uni, il incombe aux différents gouvernements de privilégier une réduction des dépenses publiques ou à l'inverse une augmentation des recettes, c'est-à-dire un relèvement de la fiscalité. Ces ajustements des recettes et des dépenses, qui ne sont précisément pas intégrés au scénario de base, pèseront inévitablement sur la croissance économique, et même au-delà. En effet, même si les pays de l'Union européenne respectaient les objectifs tels qu'annoncés dans leurs programmes de stabilité de début 2010, ces efforts seraient insuffisants pour assurer le retour à des finances publiques saines. Des efforts de consolidation supplémentaires seront nécessaires. Il est admis que les multiplicateurs budgétaires sont généralement faibles dans les économies très ouvertes. La consolidation fiscale au Luxembourg n'aurait de ce fait qu'un impact limité sur la croissance économique. L'impact potentiel de la consolidation budgétaire sur l'activité au Luxembourg émane davantage de la probable synchronisation de la correction des déficits publics au niveau européen, voire des pays développés. Les impacts à la baisse sur la croissance économique dans tous les pays risquent de se combiner et d'affecter l'économie luxembourgeoise par le biais du commerce international.

Malgré les difficultés ayant affecté le secteur bancaire luxembourgeois lors de la crise financière, ce secteur semble à ce stade avoir limité les dégâts. Il demeure cependant confronté à un renforcement de la régulation et de la supervision bancaire tout comme à une pression s'exerçant sur les autorités afin de modifier le cadre institutionnel. Le secteur sera aussi confronté aux restructurations importantes d'une série de groupes bancaires étrangers. L'impact défavorable des changements futurs sur la place financière pourra être partiellement amorti si les nouvelles mesures sont appliquées de manière homogène à travers les économies développées, en particulier aux places financières concurrentes. Il n'empêche que des incertitudes planent sur le développement futur de la place financière et elles risquent d'amplifier l'impact à la baisse résultant de la restructuration en cours du secteur bancaire européen.

L'indicateur d'activité n'est pas utilisé directement dans les exercices de projection, dont il constitue en quelque sorte un complément. Selon lui, les deux premiers trimestres de l'année 2010 se caractériseraient par une activité économique soutenue. L'effet de base relatif à la croissance du PIB au cours de l'année 2010 s'établirait dès lors à 2,2% à l'issue du premier trimestre et à 3,0% à l'issue du deuxième trimestre.<sup>17</sup> La projection d'un PIB en progression de 2,6 à 3,2% en 2010 paraît relativement prudente à cette aune, indépendamment des risques mentionnés plus haut. Rappelons cependant que ces projections sont tributaires de statistiques officielles toujours susceptibles d'être révisées.

Graphique 1.32 : Indicateur d'activité de mai 2010 de la BCL et glissement annuel du PIB



Sources : Statec, calculs BCL

En ce qui concerne l'inflation, les risques semblent plutôt équilibrés pour les années 2010 et 2011. Au-delà de cet horizon, la consolidation budgétaire pourrait se faire, entre autres, à travers un relèvement de la taxation indirecte.

<sup>17</sup> En d'autres termes, le taux de 3,0% est le taux de croissance du PIB réel acquis pour 2010 même en cas de stagnation du PIB réel trimestriel au cours du second semestre de 2010.

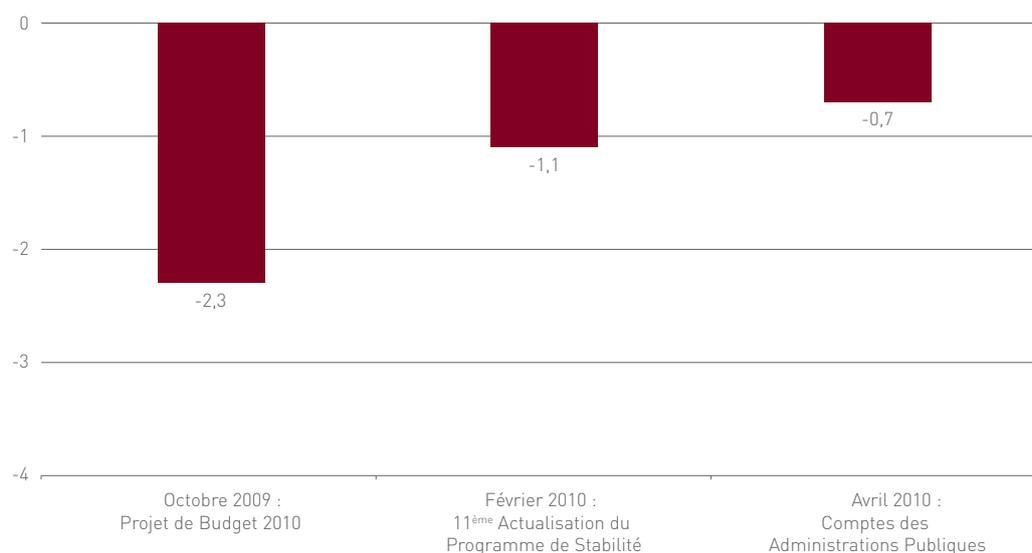
## 1.2.12 Les finances publiques

### 1.2.12.1 Situation budgétaire : une vue d'ensemble

L'année 2009 s'est caractérisée par trois jalons d'importance. Premièrement, les Administrations publiques luxembourgeoises sont passées d'une situation significativement excédentaire à un déficit. Elles accuseraient en effet un déficit de 0,7 % du PIB en 2009, alors qu'elles présentaient encore un surplus de 2,9 % du PIB en 2008.

Deuxièmement, le Gouvernement Luxembourgeois a introduit diverses mesures discrétionnaires dans le cadre du Budget 2009, dans le sillage de l'approfondissement de la crise économique et financière. Les principales mesures adoptées à cette occasion étaient les suivantes : indexation partielle, à raison de 9 %, des barèmes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ; introduction de crédit d'impôts pour salariés et pensionnés et du crédit d'impôt monoparental ; mesures fiscales en faveur du logement : TVA-logement, épargne-logement, assurances solde restant dû ; introduction du système des chèques services ; abolition du droit d'apport ; élargissement 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 à la baisse du tarif de l'impôt sur le revenu des collectivités. A cet ensemble se sont ajoutées les mesures discrétionnaires annoncées par le Premier ministre le 6 mars 2009 et faisant partie du volet luxembourgeois du plan de relance européen (« European Economic Recovery Plan »). Selon les estimations de la BCL, le coût budgétaire effectif lié à toutes ces mesures discrétionnaires se chiffrerait à 1,5 % du PIB, soit moins de la moitié de ce qui a été initialement annoncé par le Gouvernement (soit 3,25 % du PIB).

Graphique 1.33 : Révisions successives de l'estimation relative à l'exercice 2009 du solde SEC 95 des Administrations publiques



Sources : 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, Projet de loi concernant le Budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2010 et STATEC.

Finalement, malgré la dégradation de la conjoncture macroéconomique, les Administrations publiques ont réussi à accumuler des revenus plus importants qu'initialement escompté, leur permettant d'afficher un déficit limité à 0,7 % du PIB en 2009. Ceci a fait du Luxembourg l'un

des deux pays (avec la Finlande) de la zone euro ayant présenté en 2009 un déficit inférieur au seuil de 3 % du PIB (taux de référence du Traité de Maastricht). Le Luxembourg a de ce fait pu éviter le déclenchement d'une procédure de déficit excessif. Un déficit d'une telle ampleur était d'ailleurs pour le moins inattendu, comme le suggère le graphique ci-dessous. Depuis le mois d'octobre 2009, deux révisions de l'estimation ont eu lieu, aboutissant chaque fois à une baisse du déficit estimé. Par ailleurs, une nouvelle révision pour 2009 n'est pas à exclure en octobre 2010, lorsque le Statec transmettra de nouvelles données à Eurostat dans le cadre de l'exercice d'EDP (« Excessive Deficit Procedure »). Ces révisions fréquentes compliquent grandement tout exercice de projection et ne permettent pas d'appréhender correctement la situation budgétaire de l'ensemble des Administrations publiques. Une perception correcte de la situation de ces dernières est pourtant nécessaire afin de calibrer correctement tout effort d'assainissement des finances publiques.

### **Budget pour l'exercice 2010**

Le projet de Budget 2010 a été adopté par la Chambre des Députés en décembre 2009. 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 à la période 2007-2008. La croissance des dépenses se chiffrerait à 5,7 % en 2010. Les recettes connaîtraient quant à elles une évolution négative par rapport à celle des dépenses, de sorte que le solde de l'Etat central passerait d'un léger excédent, limité à 12,2 millions d'euros en 2009, à un déficit significatif de 1 325 millions l'année suivante. Le tableau suivant offre un aperçu des chiffres-clés du Budget 2010.

Tableau 1.25 : Eléments saillants du budget 2010 de l'Etat central (en millions d'euros, sauf mention contraire)

	Budget définitif 2009	Budget 2010 voté	Progression en termes nominaux
<b>Recettes</b>	<b>9 276,9</b>	<b>8 468,8</b>	<b>-8,7%</b>
Recettes courantes	9 188,7	8 398,7	-8,6%
Recettes en capital	88,2	70,1	-20,5%
<b>Dépenses</b>	<b>9 264,7</b>	<b>9 793,8</b>	<b>5,7%</b>
Dépenses courantes	8 327,1	8 850,9	6,3%
Dépenses en capital	937,6	942,9	0,6%
<b>Solde</b>	<b>12,2</b>	<b>-1 325,0</b>	<b>--</b>
dont solde courant	861,6	-452,2	--
dont solde en capital	-849,4	-872,8	--

Source : Loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2010.

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 2009 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'accroîtraient de 15,6 % sur la période 2008-2010 – soit de 7,8 % par an en moyenne – sous l'effet d'une croissance très soutenue des dépenses programmées des fonds spéciaux et assimilés. En 2008, les dépenses programmées de ces entités étaient déjà beaucoup plus élevées que les dotations de l'Etat leur étant destinées.

Cette situation s'accroîtrait encore de 2008 à 2010. Alors que les dépenses programmées des fonds et assimilés progresseraient en deux ans de quelque 33 %, <sup>18</sup> la croissance des dotations précitées n'excéderait pas 3,5 %, toujours sur l'horizon de deux ans 2008-2010 <sup>19</sup>.

Les recettes de l'Etat central consolidé reculeraient quant à elles de 4,8 % au cours de la période de deux ans 2008-2010. Il convient de constater qu'un écart considérable se dessine entre les recettes et les dépenses, ces dernières continuant à progresser malgré le fait que les recettes marquent le pas. Il convient toutefois de noter que le recul des recettes est moindre selon l'optique SEC95 (-4,8 %) que du point de vue de la comptabilité traditionnelle (-7,9 %). Cette situation reflète notamment la progression escomptée des recettes propres <sup>20</sup> des fonds spéciaux et assimilés.

### 1.2.12.2 Les recettes

Alors qu'il avait amorcé un recul en 2006, le ratio des recettes au PIB a continuellement augmenté depuis cette date. Cette hausse a été particulièrement prononcée en 2009, avec un ratio qui s'est établi à 41,6 % du PIB au lieu de 40,1 % l'année précédente. A la suite d'une telle augmentation, le ratio affiche un niveau comparable à celui du début de la décennie. Il reste cependant très élevé par rapport aux années 2006 et 2007, années où le ratio s'était établi à un faible niveau en raison de la progression soutenue du PIB nominal. La forte hausse du ratio des recettes au PIB en 2009 s'explique d'une part par une augmentation assez soutenue des taxes directes payées par les sociétés, par une nette progression des cotisations sociales ainsi que par une décélération du PIB nominal particulièrement prononcée en 2009. Selon les comptes nationaux publiés en avril 2010, le PIB nominal aurait en effet décliné de quelque 4 % en 2009, après une vive progression de 5 % en 2008 et même de 9,7 % en 2007. Il en a résulté un puissant « effet dénominateur », affectant à la hausse le ratio des recettes en 2009.

En revanche, exprimées en termes nominaux, les recettes ont accusé une diminution de 0,3 % en 2009, qui a nettement contrasté avec l'évolution observée ces dernières années. La baisse enregistrée en 2009 s'inscrit en effet dans le sillage d'une progression élevée au cours de l'ensemble de la période 2005-2008, les recettes totales des Administrations publiques ayant augmenté de quelque 34 % au cours de ces quatre années. Cette rupture apparente reflète les effets de la crise économique et financière sur les recettes du Gouvernement luxembourgeois ainsi que l'impact des mesures discrétionnaires adoptées dans le cadre du Budget 2009.

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 à l'issue de 2008 été inférieures de quelque 3,8 % du PIB à leur montant effectif. Selon les plus récentes estimations de la BCL, effectuées en pleine conformité avec les projections macroéconomiques décrites par ailleurs, les recettes devraient d'ailleurs être particulièrement peu dynamiques au cours de la période de projection 2010-2012, malgré la reprise économique qui se dessine.

L'examen des principales composantes des recettes met en lumière l'incertitude découlant de la bonne résistance à la crise de divers postes de recettes. Une telle résilience pourrait ne pas perdurer. Ainsi, 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) ont évolué de façon a priori surprenante en 2009. En dépit de la crise, les impôts sur les sociétés ont en effet vu leur produit

18 Ces estimations sont directement issues du projet de Budget 2010, qui ne prenait bien évidemment pas en compte les mesures annoncées par le Premier ministre le 5 mai 2010, notamment dans le domaine des investissements publics. Ces mesures sont évoquées ci-dessous.

19 Pour plus de détails voir Bulletin 2009/03 de la BCL.

20 Pour certains Fonds spéciaux, les recettes propres sont beaucoup plus importantes que les dotations budgétaires normales. A titre d'exemple, les recettes propres sont de l'ordre de 90 % des recettes totales du Fonds de financement des mécanismes de Kyoto.

augmenter d'environ 2 % par rapport à 2008. Les cotisations sociales ont également contribué à la croissance des recettes totales, en enregistrant une progression en termes nominaux de 6,6 % en 2009. Ce résultat s'explique notamment par une croissance moyenne de l'emploi toujours positive en 2009<sup>21</sup> et plus largement par le traditionnel effet de décalage entre une crise et ses répercussions sur l'emploi.

Tous les impôts n'ont pas affiché la même résilience. Ainsi, les impôts sur les revenus des personnes physiques se sont contractés de 6,1 % en termes nominaux, ce qui s'explique non seulement par la crise, mais également par de nouvelles mesures. Il s'agit d'une part de l'indexation partielle, à raison de 9 %, des barèmes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, ainsi que de l'introduction de crédit d'impôts pour salariés et pensionnés et du crédit d'impôt monoparental. Par ailleurs, les impôts indirects ont reculé de quelque 3,2 % en termes nominaux en 2009, ce qui s'explique notamment par la faiblesse des recettes en provenance de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA). Ces dernières ont certes affiché une croissance, en termes nominaux, d'environ 3 %. Il s'agit cependant d'une faible progression à l'aune des niveaux élevés enregistrés depuis le début des années 2000. L'inflexion de la croissance de ces recettes s'explique par la contraction de la consommation privée corrélativement à la crise économique et financière et par le départ d'une société de commerce électronique. Un autre facteur à la base du décrochage des impôts indirects en 2009 est la baisse significative, de l'ordre de 11,1 %, du produit de la taxe d'abonnement.<sup>22</sup> 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 diminution suite aux changements législatifs introduits dans le cadre du Budget 2009.

Les « autres recettes » affichent également une baisse sensible, mais leur montant est relativement faible.

Tableau 1.26 : Recettes de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB, sauf mention contraire)

	Données officielles avril 2010						Projections BCL juin 2010		
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Impôts directs	13,0	13,6	12,9	13,0	13,4	13,9	12,8	12,8	12,9
dont à charge des ménages	7,3	7,8	8,0	7,8	8,3	8,5	8,5	9,1	9,1
dont à charge des sociétés	5,7	5,8	4,9	5,3	5,1	5,4	4,3	3,7	3,9
Impôts indirects	13,3	13,2	12,5	12,4	11,8	11,9	11,7	11,5	11,2
Cotisations sociales	11,6	11,3	10,7	10,7	10,9	12,1	11,9	11,9	11,8
Autres recettes	3,6	3,4	3,6	3,7	4,0	3,7	3,8	3,9	3,9
Recettes totales	41,5	41,5	39,7	39,8	40,1	41,6	40,2	40,1	39,9
Croissance nominale des recettes totales (%)	4,3	10,5	7,8	10,1	5,6	-0,3	0,6	4,0	4,6

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

Si l'année 2009 s'est avérée être une année moins négative qu'escompté en termes de recettes de l'ensemble des Administrations publiques, la crise financière actuelle devrait lourdement peser sur les recettes pendant la période de projection. Ainsi, les projections de la BCL tablent sur un recul significatif du ratio des impôts à charge des sociétés en 2010, qui se dégraderait encore en 2011 avant de renouer avec une pente ascendante en 2012. Il importe de noter que ces projec-

21 Mesurée par la moyenne des taux de croissance en glissements annuels, qui constitue l'indicateur d'emploi le plus pertinent pour l'évolution des recettes.

22 La taxe d'abonnement relève de la catégorie des impôts indirects.

tions 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), à l'inverse de ce qui prévaudra pour le taux du droit d'apport, qui disparaîtra complètement en 2010.

Les impôts directs à charge des ménages connaîtraient à nouveau une croissance en 2010, après la rupture de 2009. Leur rythme de progression s'établirait à près de 4,4 %, ce qui n'est que très légèrement supérieur à la croissance du PIB nominal escomptée pour 2010 (soit 4,1 %), avec à la clef une stagnation du ratio afférent. L'impôt sur les traitements et salaires favoriserait quelque peu cette croissance, en progressant de près de 5 % en termes nominaux en 2010 du fait de l'accroissement plus soutenu de la masse salariale. Selon les projections de la BCL, le ratio relatif aux impôts directs à charge des ménages croîtrait en 2011. Cette amélioration s'expliquerait principalement par l'introduction des nouvelles mesures de consolidation annoncées par le Premier ministre le 5 mai 2010<sup>23</sup>. Ces mesures incluent :

- l'introduction d'un nouveau taux d'imposition marginal de 39 % (26 millions d'euros de recettes supplémentaires) ;
- la hausse de l'impôt de solidarité, qui passerait de 2,5 % actuellement à 4 % et même à 6 % pour les revenus imposables supérieurs à 300 000 euros (40 millions d'euros de recettes supplémentaires) ;
- la réduction de 50 % des frais de déplacement (50 millions d'euros de recettes supplémentaires).

En outre, le ratio des impôts directs à charge des ménages devrait faire preuve de stabilité en 2012, en raison d'une progression des impôts directs à charge des ménages à peine inférieure à la croissance du PIB nominal. Aucune mesure supplémentaire de consolidation n'a été annoncée pour l'exercice 2010 en ce qui concerne les impôts directs.

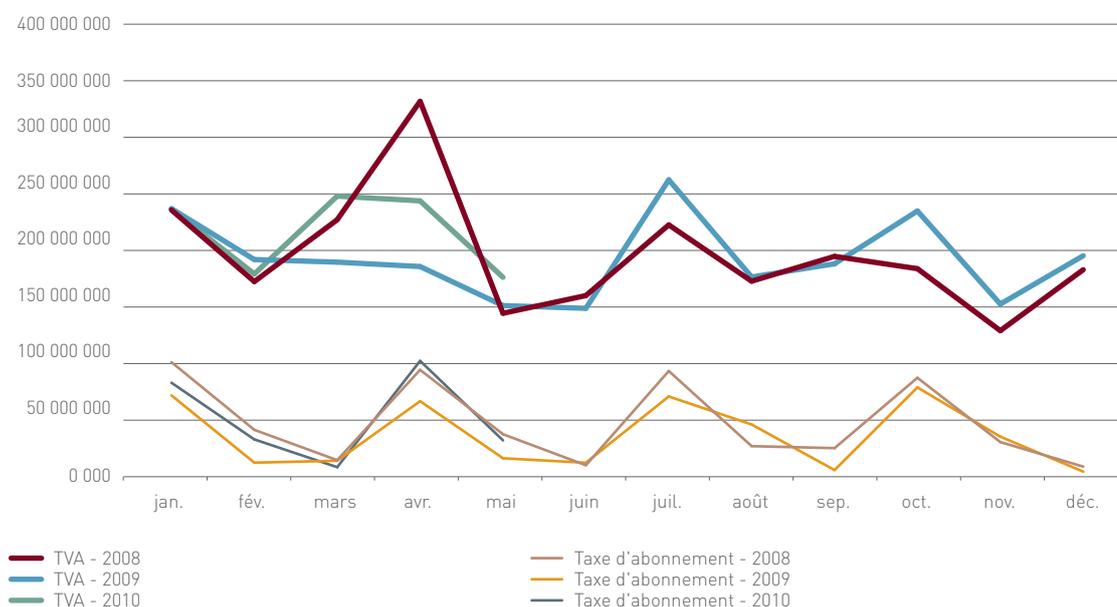
Comme indiqué supra, les recettes en provenance de la TVA ont été peu dynamiques en 2009. Une certaine progression par rapport à 2009 semble s'être manifestée au cours des cinq premiers mois de 2010<sup>24</sup>. Si les recettes de TVA sont supérieures aux recettes correspondantes encaissées en 2009, elles restent cependant globalement inférieures à celles de 2008. En ce qui concerne les recettes en provenance de la taxe d'abonnement, celles-ci augmentent également suite à la reprise de l'industrie des fonds. Comme pour la TVA, malgré une évolution positive, ces recettes restent néanmoins inférieures aux recettes encaissées en 2008 (période précédant la crise). Ces résultats suggèrent que les impôts indirects progresseront en termes nominaux en 2010. Par contre, le ratio des impôts indirects devrait fléchir sur toute la période de projection, car la progression des impôts indirects demeurerait inférieure à la croissance du PIB nominal.

Comme indiqué ci-dessus, les cotisations sociales ont progressé de 6,6 % en termes nominaux en 2009. En 2010, les cotisations sociales vont de nouveau croître, mais de seulement 2,4 % en termes nominaux, avec à la clef une légère baisse du ratio correspondant. Le ratio demeurerait cependant relativement stable en 2011 et 2012.

23 Pour plus d'informations, voir l'encadré intitulé « Impact de la consolidation budgétaire annoncée en mai 2010 » du présent Rapport.

24 Il convient cependant de faire preuve de prudence, car les recettes de TVA du tableau 1 sont élaborées conformément au système de comptes SEC 95, alors que les données du graphique se réfèrent aux encaissements. La principale différence entre ces deux méthodologies est de définir exactement quelle période prendre en compte. Pour obtenir les comptes SEC95, il convient de décaler de trois mois les recettes mensuelles. Par exemple, pour l'exercice 2010, il convient de prendre en compte les neuf derniers mois de l'exercice 2010 et de rajouter les trois premiers mois de l'exercice 2011.

Graphique 1.34 : Évolution de certaines taxes indirectes (janvier 2008 - mai 2010), en euros



Note : Données mensuelles en SEC 95.

Sources : Administration de l'Enregistrement et de Domaines, graphique BCL

Au total, le ratio des recettes déclinerait de manière très prononcée en 2010 et il stagnerait en 2010 et 2011. Ces projections restent cependant entachées d'une grande marge d'incertitude. Elles entérinent en effet, dans une large mesure, le niveau assez élevé de diverses recettes, observé en 2009 en dépit de la crise économique et financière. Plus généralement, la pérennité des recettes additionnelles engrangées au cours de ces dernières années ne paraît plus assurée. Enfin, le contexte macroéconomique et financier (instabilité sur les marchés financiers, coup d'arrêt à la croissance de l'emploi, baisse de la consommation privée et nombreux autres facteurs) demeure incertain.

### 1.2.12.3 Les dépenses

L'année 2009 s'est caractérisée par une rupture marquée 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 37,2% du PIB en 2008 à 42,4% en 2009, soit un chiffre qui se rapproche du niveau enregistré au début des années 2000. Comme expliqué ci-dessus sur le versant des recettes, le PIB nominal s'est contracté de 4% en 2009, alors qu'il progressait encore de 5% en 2008. Une telle évolution tronque l'analyse des ratios. Après une nette décélération de la croissance nominale des dépenses totales enregistrée pendant la période 2005-2007, celle-ci s'est déjà accélérée et elle s'est même rapprochée de la barre des 10% en 2009. 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 du ratio des dépenses en 2010. Cette progression est due, d'une part, à la crise économique toujours présente et d'autre part, au maintien des mesures discrétionnaires déjà introduites par le Gouvernement dans le Budget 2009. Ces mesures discrétionnaires avaient pour objectif de soutenir l'économie luxembourgeoise et d'atteindre les objectifs stratégiques définis par le plan européen de relance économique. Le

Gouvernement luxembourgeois n'a pas introduit au titre de l'exercice 2010 de nouvelles mesures discrétionnaires en dehors de celles présentées<sup>25</sup> dans le Budget 2010. Il convient juste de préciser que le Gouvernement a décidé de maintenir les investissements publics au niveau enregistré en 2009, comme l'atteste le discours du Premier ministre du 5 mai 2010.

Les mesures discrétionnaires qui concernent l'exercice 2009 englobent d'une part les mesures adoptées par la Chambre des Députés dans le cadre du Budget 2009, 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 collectivités.

Les dispositions relatives à l'année 2009 comprennent également les mesures discrétionnaires annoncées le 6 mars 2009 et faisant partie du plan de relance luxembourgeois<sup>26</sup>. Ces dernières se composent de mesures non quantifiables (telles que les mesures de simplification administrative) et quantifiables. Ces dernières sont pleinement intégrées aux 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 ainsi que les mesures qui devaient en tout état de cause être mises en place. 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 effectuée. Ces montants ont dû être retranchés des dépenses initialement prévues pour les années ultérieures. Selon les estimations de la BCL, considérées dans leur ensemble, l'ensemble des mesures discrétionnaires se chiffre à environ 1,5 % du PIB en 2009<sup>27</sup>.

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 et également par une certaine reprise de l'activité économique. D'autre part, lors de son discours traditionnel sur l'Etat de la Nation, le Premier ministre luxembourgeois a annoncé une série de mesures que le Gouvernement compte adopter dans le cadre du Budget 2011. Ces mesures concernent principalement l'exercice 2011 mais se prolongent sur l'exercice 2012. Il s'agit<sup>28</sup>:

- Du maintien de l'investissement public (de l'Administration centrale) au niveau enregistré en 2009 (épargne d'environ 96 millions d'euros) ;
- De la réduction des frais de fonctionnement de l'Etat (épargne d'environ 30 millions d'euros) ;

25 Il s'agit principalement de la prise en compte des mesures annoncées par le Premier ministre le 6 mars 2009 ainsi que de la continuation naturelle des mesures discrétionnaires introduites dans le Budget 2009.

26 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.

27 Voir également l'encadré intitulé « Impact du stimulus fiscal en 2009 » du présent rapport.

28 Voir l'encadré « Impact de la consolidation budgétaire annoncée en mai 2010 » du présent rapport pour plus de détails.

- De la réduction des transferts aux ménages (épargne d'environ 85 millions d'euros) ;
- De la réduction globale de 10 % des subventions aux entreprises (épargne d'environ 4 millions d'euros).

Lorsque les composantes des dépenses sont passées en revue, il convient de constater que les transferts sociaux affichent une hausse significative en 2009, en se situant à 21,9% du PIB contre 19,1% en 2008. La hausse s'explique en grande 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 au prix de 2,5% qui a été appliquée aux pensions au mois de mars 2009 et enfin par l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels (+2% en janvier 2009). Le ratio baissera légèrement en 2010 en raison de l'effet dénominateur (le PIB nominal devrait de nouveau croître après la chute de 2009), les dépenses devant au contraire continuer à progresser en termes nominaux. Le ratio se stabilisera vraisemblablement en 2011 et 2012, suite aux mesures de consolidation mentionnées dans les lignes précédentes. En termes nominaux, les transferts sociaux continueront à croître, en partie du fait de la hausse de chômage, mais au même rythme que le PIB nominal.

Le ratio des investissements publics est passé de 3,2% du PIB en 2008 à 3,6% en 2009. Les investissements publics auraient dû constituer un des principaux vecteurs de la politique budgétaire contra-cyclique en 2009, mais les dépenses effectives en la matière ont en définitive été nettement inférieures aux dépenses programmées. Le taux de croissance des investissements publics a été nettement inférieur aux taux enregistrés ces dix dernières années, malgré le fait que le Gouvernement avait annoncé que les investissements publics allaient contribuer à stimuler l'économie nationale en 2009. A ce stade, la BCL rappelle qu'une publication régulière des dépenses d'investissement effectives est absolument nécessaire afin d'estimer correctement leur évolution au cours des exercices à venir. Le ratio fléchira quelque peu sur toute la période 2010-2012 selon la BCL (effet dénominateur), mais les montants nominaux devraient rester à leur niveau de 2009, ce qui reflète la décision par le Premier ministre dans son discours sur l'Etat de la Nation de geler les investissements de l'Administration centrale à leur niveau de 2009.

Selon les projections de la BCL, après une hausse en 2009, les dépenses de consommation publique continueront à augmenter en 2010 et 2011. Cette tendance à la hausse s'explique en partie par l'application de la tranche d'indexation de 2,5% aux traitements et salaires en juillet 2010. Une deuxième tranche devrait avoir lieu en août 2011. Le ratio se stabilisera quelque peu en 2012, année au cours de laquelle aucune tranche d'indexation n'est prévue.

Tableau 1.27 : Dépenses de l'ensemble des Administrations publiques (en% du PIB, sauf mention contraire)

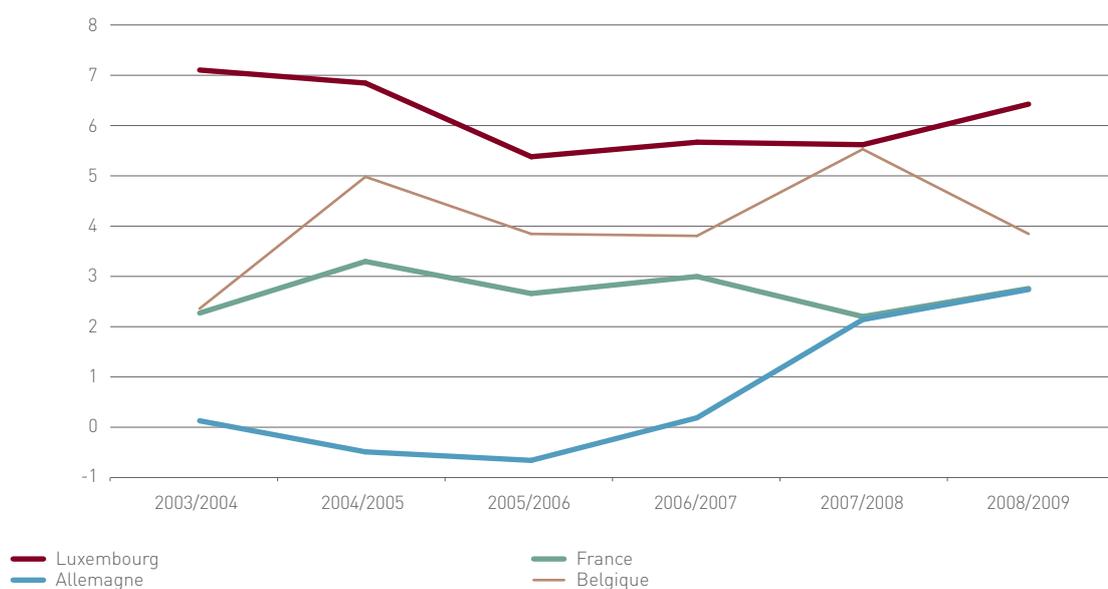
	Données officielles avril 2010						Projections BCL juin 2010		
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Transferts sociaux	21,0	20,5	19,2	18,3	19,1	21,9	21,6	21,6	21,7
Investissements publics	4,3	4,5	3,6	3,3	3,2	3,6	3,5	3,4	3,2
Dépenses de consommation <sup>1)</sup>	11,5	11,3	10,4	10,0	10,4	11,5	11,7	11,9	12,0
Subsides <sup>2)</sup>	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Autres dépenses	4,1	3,6	3,6	3,1	3,0	3,8	4,3	4,7	4,6
Dépenses totales	42,6	41,5	38,3	36,2	37,2	42,4	43,0	43,4	43,1
Croissance nominale des dépenses totales	8,2	7,6	4,1	3,7	7,8	9,4	5,6	5,3	4,5

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 totale des agents publics, exprimée en termes nominaux, s'est établie à 6,5 % 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 perdurera sur tout l'horizon de projection. L'évolution de la rémunération des agents publics au cours de la période 2004-2009 est reprise dans le graphique ci-dessous, pour le Luxembourg et les trois pays limitrophes.

Graphique 1.35 : Progression annuelle de la rémunération totale des agents publics en termes nominaux (2003-2009)



Sources : Eurostat, calculs BCL

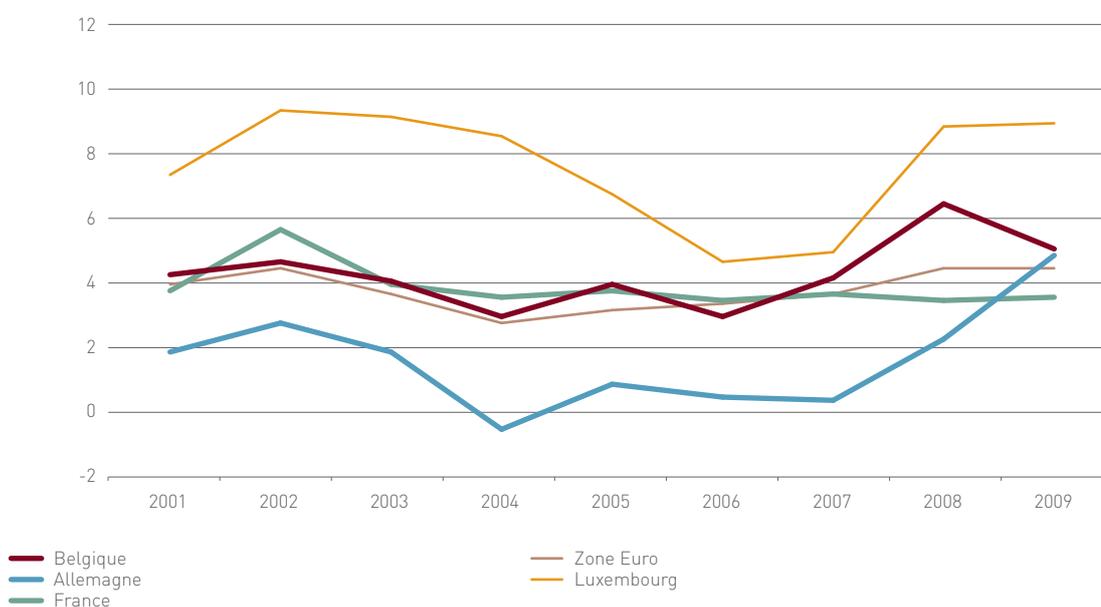
De plus, la progression nominale des dépenses courantes totales a elle aussi été fort dynamique par le passé. En 2009, le Luxembourg continue à afficher une progression nominale des dépenses courantes nettement plus élevée que dans les pays limitrophes ou dans l'ensemble de la zone euro, même si une 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 Luxembourg<sup>29</sup>. 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 du PIB, d'autant que la croissance potentielle du PIB pourrait être nettement plus basse dans le futur que dans un passé récent. En 2009, le différentiel par rapport au taux de croissance moyen des pays voisins s'est au demeurant fortement accru. De surcroît, les projections de la BCL montrent qu'en 2010, 2011 et 2012, les dépenses courantes progresseraient plus rapidement au Luxembourg que dans les pays limitrophes.

La BCL a appelé à de nombreuses reprises à un effort de maîtrise des dépenses courantes. Il convient de veiller à ce que ces dépenses n'augmentent pas à un rythme trop soutenu, comme c'était le cas ces dernières années. Il s'imposerait de mettre en œuvre sans tarder une norme de croissance des dépenses courantes des administrations publiques, en vertu de laquelle la hausse

<sup>29</sup> 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 2002-2008.

de 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 de cinq ans environ. 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 feraient 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 2010 et 2011, voire au-delà<sup>30</sup>.

Graphique 1.36 : Progression nominale des dépenses courantes de l'Administration publique luxembourgeoise par rapport aux pays limitrophes et à la zone euro (2001-2009)



Sources : Eurostat, calculs BCL

Quant à la croissance nominale des dépenses totales en 2009 (voir tableau précédent), se situant à 10%, celle-ci est très importante par rapport à l'évolution observée durant les cinq dernières années et témoigne d'une nouvelle dérive des dépenses. Pour la période de projection, les dépenses totales continueront à progresser en 2010, leur croissance nominale s'établissant à 5,6%. Ce ralentissement s'explique en partie par le report ou la suppression de divers investissements publics, conformément aux déclarations du Premier ministre du 5 mai 2010. Ce taux de 5,6% demeure cependant à un niveau intrinsèquement élevé, ne serait-ce que par rapport aux pays limitrophes. Les ressources allouées au Fonds pour l'emploi pèsent sur cette augmentation. La croissance des dépenses baissera en 2011 et s'établira à 5,3%, avant de diminuer à 4,5% en 2012 sous l'effet, notamment, des mesures de maîtrise des dépenses annoncées par le Premier ministre à la date précitée. Etant donné la forte progression des dépenses en 2009, cette baisse des taux de croissance en 2010, 2011 et 2012 s'explique en partie 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 et afin de faire face aux problèmes structurels auxquels est

30 Voir l'Avis de la BCL sur le projet de Budget 2009 publié en novembre 2009 pour plus de détails à ce sujet.

confrontée l'économie luxembourgeoise (nécessaire effort de diversification économique, croissance tendanciellement forte des dépenses de la sécurité sociale, marges de manœuvre permettant de pallier la vulnérabilité propre à une petite économie très ouverte).

#### 1.2.12.4 Les capacités ou besoins de financement

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 à la faveur d'une conjoncture économique favorable, d'un marché d'emploi porteur et de la mise en œuvre de certaines mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006. En revanche, l'année 2009 se caractériserait pour les Administrations publiques luxembourgeoises par le passage d'une situation excédentaire à un déficit. Le solde passerait en effet d'un surplus de 2,9% du PIB en 2008 à un déficit de 0,7% en 2009. Malgré cette dégradation importante, le Luxembourg reste, de concert avec la Finlande, le seul pays de la zone euro ayant affiché un solde des Administrations publiques inférieur au taux de référence de 3%.

Les soldes effectifs enregistrés sont plus favorables que ceux qui résultaient des projections de la BCL de décembre 2009. La divergence de 1,9% du PIB s'explique principalement par trois facteurs. Premièrement, les projections de décembre 2009 ne pouvaient prendre la mesure de la bonne résistance des différentes recettes par rapport à la crise économique et financière, qui a pourtant sérieusement touché le Luxembourg. D'une manière assez surprenante, pour la BCL et pour nombre d'autres institutions, les recettes telles que les impôts payés par les sociétés ne se sont pas contractées mais ont au contraire progressé en 2009. Les recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) ont été sous-évaluées dans les projections de la BCL, en raison notamment d'une indisponibilité de données mensuelles suffisamment détaillées concernant ce poste. Une bonne partie de l'IRC est en effet traditionnellement perçue par le Gouvernement avec un significatif décalage temporel. Ce décalage est en outre assez fluctuant, ce qui complique singulièrement l'estimation du montant de l'IRC. A ce stade, il convient de souligner la nécessité absolue d'une publication régulière, idéalement mensuelle, du produit de l'IRC et des détails afférents, afin de circonscrire les incertitudes inhérentes à l'inférence du produit de cet impôt. Il conviendrait même, à cette fin, de disposer d'une estimation du « millésime » des revenus générateurs d'IRC au cours d'un mois donné. Deuxièmement, les dépenses relatives aux investissements publics ont été nettement inférieures aux dépenses qui ont été programmées par le Gouvernement. Des carences statistiques compliquent tout exercice de projections dans ce domaine également. Ainsi, la BCL ne dispose pas d'informations intra-annuelles sur l'exécution des dépenses des fonds spéciaux, qui canalisent une grande partie des dépenses d'investissement de l'Etat. Les dépenses opérées par le truchement des fonds se caractérisent en outre par une extrême volatilité. Or ces données sont strictement indispensables pour apprécier correctement l'évolution en cours d'année des finances publiques et l'exécution du Budget. Ces données revêtent une importance particulière dans le présent contexte, puisque les dépenses d'investissement canalisées par les fonds spéciaux étaient censées constituer l'un des principaux vecteurs de la politique de relance en 2009.

Finalement, les projections de finances publiques effectuées pour l'année 2009 en décembre 2009 avaient pour point d'amorçage les agrégats de finances publiques relatifs à l'année précédente, soit 2008, tels qu'ils figuraient dans les comptes officiels des Administrations publiques. Or ces derniers affichaient pour l'année 2008 un excédent de 2,5% du PIB en décembre 2009, alors que le surplus correspondant, réestimé par les autorités statistiques en avril 2010, est de 2,9% du PIB. Les taxes directes payées par les ménages ainsi que les contributions sociales ont également progressé plus que prévu grâce notamment à une croissance moyenne de l'emploi toujours positive 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, comme mentionné précédemment, que l'année 2009 marque une rupture en termes de finances publiques, avec un déficit budgétaire de 0,7%. Cette magnitude du déficit était inattendue – un solde moins favorable était escompté avant avril 2010 – étant donné que la crise financière a fortement touché le secteur financier en 2009 tout en se propageant à l'économie réelle. Tous les sous-secteurs de l'Administration publique ont enregistré une dégradation de leur solde budgétaire. Le solde de l'Administration centrale a renoué avec un déficit significatif, de 2,7% du PIB en 2009, après avoir affiché un déficit contenu à 0,2% du PIB en 2008 ou encore un surplus de 0,9% du PIB en 2007. Le solde des administrations locales demeure en équilibre en 2009, mais s'est détérioré de 0,4% du PIB par rapport à 2008. Finalement, la sécurité sociale a vu son solde budgétaire se détériorer sensiblement, puisqu'elle a affiché un surplus de 2% du PIB seulement contre 2,7% en 2008.

L'année 2010 se caractériserait par une nouvelle dégradation significative du solde de l'ensemble des Administrations publiques. Ces dernières afficheraient en effet un déficit budgétaire de 2,8% du PIB, proche du critère de Maastricht de 3%. Cette dégradation marquée est liée à trois facteurs principaux.

En premier lieu, les dépenses courantes continueront à croître significativement, ce qui s'explique notamment par le maintien des mesures discrétionnaires adoptées à l'occasion du projet de Budget 2009<sup>31</sup> – qui ont été renforcées par les mesures annoncées par le Premier ministre le 6 mars 2009 (transcrites au Budget 2010)<sup>32</sup>. La forte croissance des dépenses courantes reflète également la hausse tendanciellement soutenue des transferts sociaux.

En deuxième lieu, l'impact négatif de la crise financière sur les recettes de l'Etat s'est manifesté avec un effet de retard. La crise économique et financière n'a nullement épargné le Luxembourg. Cette crise aura un impact significatif sur les recettes de l'Etat luxembourgeois en 2010. Des taxes telles que les impôts sur les bénéfices des établissements de crédit seront directement touchées et afficheront une baisse significative. Comme mentionné dans les lignes précédentes, ces taxes ont manifesté une résilience certaine en 2009, étant donné que les impôts collectés se rapportaient dans une large mesure aux « bonnes » années 2005-2006, caractérisées par des bénéfices conséquents.

Enfin, le marché de l'emploi n'a toujours pas repris suite à l'importante décélération de la croissance de l'emploi observée en 2009.

Le solde ajusté de la conjoncture serait quant à lui négatif à raison de 2,6% en 2010, ce qui consacrerait un recul significatif par rapport aux soldes ajustés des années récentes. Le solde continuera à se dégrader en 2011 et s'améliorera faiblement en 2012.

31 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 collectivités.

32 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.

Tableau 1.28 : 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 2010						Projections BCL juin 2010		
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ensemble des administrations publiques	-1,1	0,0	1,4	3,6	2,9	-0,7	-2,8	-3,3	-3,2
dont Etat central	-2,5	-1,2	-0,6	0,9	-0,2	-2,7	-4,5	-4,9	-4,6
dont communes	-0,1	-0,3	0,2	0,4	0,4	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
dont sécurité sociale	1,5	1,5	1,8	2,4	2,7	2,0	2,0	1,9	1,6
Programme de stabilité Février 2010	--	--	--	--	--	-1,1	-3,9	-5,0	-4,6
Pour mémoire: projections de la BCL de décembre 2009	--	--	--	--	--	-2,6	-4,7	-5,8	--
	Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques								
Estimation de juin 2010 de la BCL <sup>1)</sup>	-0,4	0,4	1,2	2,9	1,9	-1,0	-2,6	-2,7	-2,5
Estimation Programme de stabilité Février 2010						0,4	-2,5	-4,0	-4,0

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

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

Comme l'indique le tableau ci-joint, 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. Par ailleurs, l'Administration centrale afficherait un déficit considérable, de l'ordre de 4,5 % du PIB en 2010. Celui-ci continuera à se détériorer en 2011 et s'améliorera légèrement en 2012. Une forte augmentation des dépenses de l'Administration centrale conjuguée à une baisse des recettes en sont les causes directes. Tant le Programme de Stabilité que les projections de la BCL laissent augurer la persistance d'importants déficits de l'Etat central au cours des prochaines années, malgré les récentes mesures de consolidations annoncées par le Premier ministre le 5 mai 2010. Ceci amène à constater que ces mesures de consolidation ne seront probablement pas suffisantes pour ramener le solde des Administrations publiques en-dessous du critère de Maastricht de 3 % et que d'autres mesures devront déjà être prises dans le Budget 2011, plus particulièrement en ce qui concerne les dépenses courantes.

Le surplus de la sécurité sociale devrait se stabiliser en 2010, mais il continuera à se dégrader en 2011 et 2012. La rupture du solde la plus visible s'affichera en 2010 et 2011. La raison principale de cette détérioration notable est la baisse des recettes directement liées à la croissance de l'emploi.

En ce qui concerne les administrations locales, les projections de la BCL laissent augurer une détérioration du solde budgétaire sur tout l'horizon de projection, avec toutefois une faible amélioration en 2012. Les recettes de l'impôt commercial communal subiraient avec un certain décalage l'impact de la crise économique et financière. Le transfert de l'Etat aux communes effectué par le truchement du Fonds Communal de Dotation Financière connaîtrait quant à lui une croissance modérée du fait de la relative faiblesse des taxes servant de base au calcul du transfert.

Le solde des administrations locales s'est au demeurant déjà détérioré en 2009, un excédent de 0,4 % enregistré en 2008 laissant la place à un solde à peine équilibré en 2009. La BCL prévoit que ce dernier sera suivi par un déficit en 2010, 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) de l'Etat et les recettes issues de l'impôt sur les traitements et salaires (ITS) jouent un rôle particulièrement important. En d'autres termes, le grand dynamisme des transferts perçus par les communes en 2004 et de 2006 à 2008 était 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.

Par contre, les transferts n'ont plus joué ce rôle d'amortisseur en 2009, bien au contraire. La nette décélération de la progression de l'emploi, de même que l'allégement de la fiscalité sur les ménages, a pénalisé l'ITS. La TVA a subi le contrecoup du ralentissement prévisible de la consommation des ménages au Luxembourg et dans les pays limitrophes. Elle a de surcroît été mécaniquement pénalisée par le recul du prix des carburants. La même tendance est prévue pour les années 2010 et 2012, sauf pour l'effet prix des carburants. Une faible amélioration est prévue pour l'année 2012.

En ce qui concerne les dépenses des pouvoirs locaux, leur taux de progression a en général été assez élevé au cours de la période 1995-2009. C'est particulièrement le cas en ce qui concerne les années 2001, 2002 et surtout 2008 et 2009. L'augmentation extrêmement soutenue enregistrée en 2009 reflète pour l'essentiel une progression marquée de la formation de capital. Les investissements des communes ont en effet augmenté de quelque 17% en 2009. Les dépenses hors investissements des communes se sont quant à elles accrues de 6,2% 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 2010 ne comportait pas de prévisions relatives aux communes pour 2010. Seul le sous-secteur des pouvoirs locaux était dans cette situation, à cause notamment de l'adoption tardive des budgets communaux.

En ce qui concerne l'indexation automatique des salaires, modulée dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006, elle fonctionne de nouveau intégralement à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2010. Cette dernière a été largement discutée lors des dernières négociations de la Tripartite, mais aucune décision quant à son modification n'a pu être prise, la discussion ayant été reportée. Dans les projections budgétaires de la BCL, il est prévu que la prochaine tranche de l'indexation tombera en juillet 2010.

#### 1.2.12.5 La dette publique

Après avoir été caractérisé par une relative stabilité au cours des récentes années, le ratio de dette au PIB des Administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette en 2008, de quelque sept points de pourcentage, pour s'inscrire à 13,7% au 31 décembre. Cette évolution reflète pour l'essentiel, à hauteur de 2,5 milliards d'euros, l'émission d'un emprunt

destiné à rétablir la situation financière de Fortis Banque Luxembourg<sup>33</sup>. 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 à effectuer par le biais du Fonds du rail et du Fonds des routes.

En ce qui concerne l'exercice **2009**, le ratio a quelque peu augmenté, puisqu'il est passé de 13,7% en 2008 à 14,5% en 2009. Cette hausse est principalement le reflet d'une diminution marquée du PIB nominal (effet dénominateur), la dette n'augmentant que modestement en termes nominaux. Il importe de signaler que le Gouvernement n'a pas lancé en 2009 de nouveaux emprunts en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes, emprunts pourtant autorisés dans le cadre du Budget 2009. Ces emprunts ont été reportés à l'exercice 2010. Par ailleurs, Dexia BIL S.A. a renoncé à l'emprunt de 500 millions d'euros pour lequel elle disposait d'un engagement de l'Etat datant de 2008 ayant comme objectif de soutenir la situation financière de la banque.

L'année **2010** se caractériserait, quant à elle, par quatre jalons d'importance en ce qui concerne la dette effective ou potentielle de l'administration publique.

Premièrement, le 12 mai 2010, le Gouvernement luxembourgeois a lancé un nouvel emprunt obligataire pour un montant total de deux milliards d'euros doté d'un « coupon » de 3,375%. Cet emprunt, qui arrivera à maturité le 18 mai 2020, englobe les emprunts non utilisés en 2009, portant sur un montant total de 200 millions d'euros, en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes et le même montant en faveur de ces mêmes fonds relatif à l'exercice 2010.

Deuxièmement, un risque d'augmentation additionnelle du ratio de la dette des Administrations publiques, lié au règlement grand-ducal du 10 octobre autorisant le Gouvernement à octroyer une garantie financière au groupe Dexia<sup>34</sup>, s'éteindra en juin 2010. Le groupe Dexia a en effet décidé de renoncer à une telle garantie suite aux bons résultats de l'exercice 2009 et à un regain de confiance sur les marchés financiers.

Troisièmement, suite à la crise économique et financière qui a touché la Grèce ces derniers mois, un programme conjoint d'aide financière à ce pays, négocié par la Commission européenne et le Gouvernement grec, et en liaison avec la Banque centrale européenne (BCE) et le Fonds monétaire international (FMI), a été mis en place pour les années 2010, 2011 et 2012. Les pays membres de la zone euro se sont engagés à mettre à la disposition de la Grèce des prêts s'élevant au total à 80 milliards d'euros. Le FMI contribuera pour sa part à hauteur de 30 milliards d'euros, soit une enveloppe globale de 110 milliards d'euros sur une période de trois ans. Pour l'année 2010, les Etats membres de la zone euro libéreront jusqu'à 30 milliards pour ces prêts. En outre, les autorités grecques se sont engagées à rembourser ces prêts moyennant un taux d'intérêt de 5%. Selon le Ministère des Finances luxembourgeois, la quote-part du Luxembourg sera de l'ordre de 77,3 millions d'euros en 2010 et de 206,1 millions d'euros pour toute la période. Déjà transférée par le Gouvernement luxembourgeois, la première tranche de 77,3 millions valant pour l'année 2010 a été financée par des fonds disponibles en trésorerie sans recours à l'emprunt. Par contre, pour les exercices 2011 et 2012, le Gouvernement optera, au moment où le montant devra être libéré, pour le mode de financement lui paraissant le plus approprié.

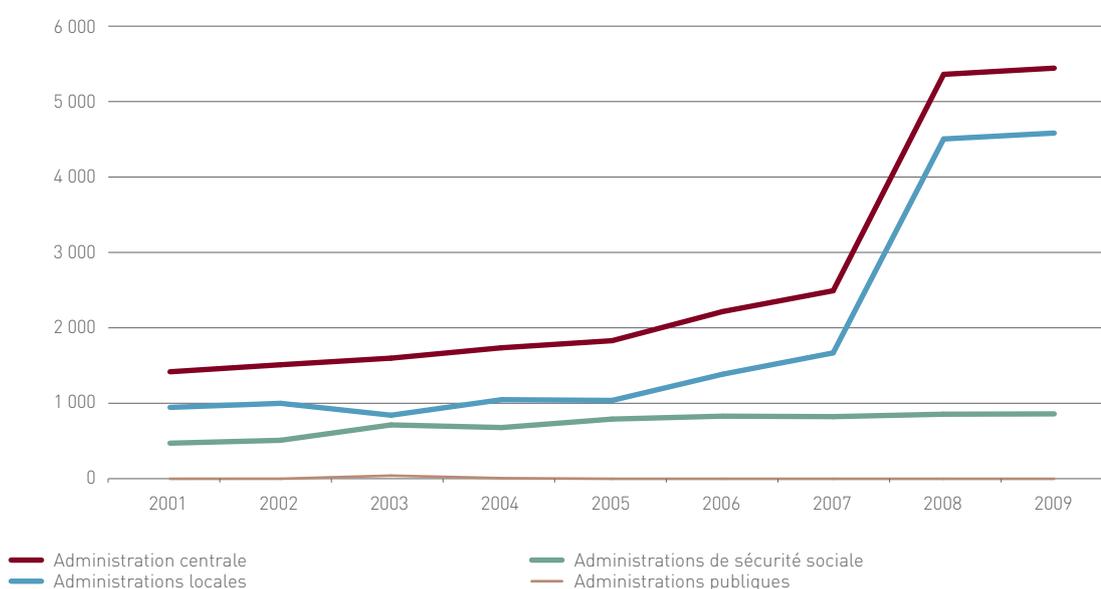
33 L'opération Fortis Luxembourg a exercé un impact direct et immédiat sur la dette publique, mais n'a pas eu d'impact négatif sur le solde de l'administration publique en 2008 (transaction assimilée à une opération financière n'affectant pas le solde, conformément aux règles régissant la comptabilité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

34 La garantie accordée au groupe Dexia – initialement plafonnée à 4,5 milliards (12% du PIB de 2009) – arrivant à échéance avant le 31 octobre 2009, a été prolongée jusqu'au 31 octobre 2010 mais uniquement pour un montant total de 3 milliards d'euros (8% du PIB).

Finalement, dans le contexte de la stabilisation de l'euro, les ministres des Finances de la zone euro ont approuvé un mécanisme d'intervention Union européenne-FMI d'un montant total de 750 milliards d'euros. Dans ce contexte, le Luxembourg sera appelé à garantir environ 1 milliard d'euros.

Le scénario actuellement privilégié par la BCL postule un ratio d'endettement des Administrations publiques luxembourgeoises s'établissant à environ 19% du PIB en 2010. Il est à noter que les actifs de l'Etat central sont pratiquement épuisés, de sorte qu'une importante partie des déficits ne peut plus être financée que par un recours à l'endettement. Le graphique suivant montre que c'est l'Administration centrale qui contribue pour l'essentiel à l'accroissement de l'endettement.

Graphique 1.37 : Contribution des sous-secteurs des administrations publiques à la dette publique consolidée (en millions d'euros)



Sources : Statec, calculs BCL

Le ratio de la dette publique au PIB continuera à augmenter en 2011 et 2012. Cette augmentation continue s'explique principalement par les emprunts supplémentaires que le Gouvernement devra contracter pour financer les déficits de l'Administration centrale projetés pour cette période. A cela s'ajoutent les emprunts en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes programmés pour les exercices 2011 et 2012, qui se monteraient à 300 millions d'euros pour chacune de ces deux années. Le ratio de la dette publique au PIB se chiffrerait à respectivement 24,3% et 28,6% du PIB en 2011 et 2012. Il demeurerait cependant le plus faible au sein de la zone euro.

Une grande vigilance est de mise en ce qui concerne l'évolution de la dette publique, en raison notamment de la détérioration projetée de la situation du régime général de pension. A travers ses diverses publications<sup>35</sup>, la BCL, rejointe en cela par diverses institutions internationales (FMI, OCDE, Commission européenne, ...), a mis en avant à de nombreuses reprises la nécessité de réformer le régime de pension. Elle se félicite par conséquent de la volonté des autorités d'élaborer d'ici la fin de l'année, en partenariat avec les partenaires sociaux, des propositions de réforme en la matière.

<sup>35</sup> Voir également l'encadré intitulé « Soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises : un état des lieux après les nouvelles mesures de consolidation budgétaire » du présent rapport.

Par ailleurs, dans ses recommandations au Conseil sur l'actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, la Commission européenne a mis à de nombreuses reprises l'accent sur la soutenabilité à terme de la politique budgétaire luxembourgeoise. Selon la Commission, les finances publiques luxembourgeoises vont être confrontées à une charge considérable dans les années futures, en raison de l'augmentation marquée des dépenses liées au vieillissement de la population. La Commission invite le Gouvernement à assurer sans tarder la soutenabilité à terme des finances publiques, en mettant en œuvre des réformes structurelles, en particulier en ce qui concerne les pensions.

En outre, les travaux de l'Ageing Working Group (AWG) ont mis en exergue l'augmentation très marquée des dépenses du régime général de pension si aucune réforme n'est entreprise. Selon ce dernier, le Luxembourg est le pays qui sera confronté au coût du vieillissement le plus important au sein de l'Union européenne. Le ratio des pensions au PIB se situerait en effet à 23,9 % en 2060, soit une progression de 15,2 points de PIB entre 2007 et 2060.

Il convient également de garder en mémoire que s'agissant d'une petite économie ouverte, le Luxembourg reste particulièrement exposé aux chocs externes, ce qui rend d'autant plus importante la maîtrise de la dette publique. Il est essentiel de garder un endettement faible, voire des réserves éventuelles, afin de disposer d'une marge de manœuvre dans le cas d'un retournement de conjoncture inattendu.

Finalement, seule une stratégie jouant simultanément sur deux registres, à savoir l'assainissement de l'Administration centrale et des mesures structurelles dans le domaine de la sécurité sociale, permettra au Luxembourg d'assurer la soutenabilité à terme de ses finances publiques<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> Voir également l'encadré intitulé « Soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises : un état des lieux après les nouvelles mesures de consolidation budgétaire » du présent rapport.

**IMPACT DU STIMULUS FISCAL EN 2009**

En mars 2009, le gouvernement luxembourgeois a annoncé un paquet de mesures destinées à combattre la crise économique qui a suivi la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008. Le gouvernement a évalué l'ensemble de ces mesures à plus de 3,2% du PIB, ce qui, en termes relatifs, était un des plans de relance les plus ambitieux de l'Union européenne. Cet encadré cherche à quantifier l'impact effectif que ce plan a eu sur l'économie luxembourgeoise. Pour commencer, l'analyse de la BCL a révélé que certaines des mesures annoncées s'étalent sur plusieurs années et donc qu'une partie du stimulus fiscal annoncé n'interviendrait pas en 2009 mais seulement en 2010, 2011 ou même en 2012. Ensuite, une partie des mesures a été éliminée de l'analyse parce qu'elle comportait des ajustements automatiques déjà prévus par la loi et donc ne correspondait pas à l'idée d'une mesure discrétionnaire destinée à intervenir ponctuellement pour combattre la crise économique. Enfin, plus d'un an après l'annonce du gouvernement, les informations disponibles sur l'exercice budgétaire 2009 permettent de chiffrer la partie du paquet de relance qui a effectivement été dépensée. Aujourd'hui, il apparaît que la partie réellement discrétionnaire du stimulus fiscal implémentée en 2009 n'a été que de 1,5% du PIB, ou 580 millions d'euros.

Afin de quantifier l'impact que ces mesures exceptionnelles ont produit sur l'économie luxembourgeoise, ce montant a été distribué à travers les variables de finances publiques présentes dans le modèle macro-économétrique utilisé à la BCL<sup>1</sup>. Les mesures effectivement introduites en 2009 ont été reclassées comme suit :

1. Baisse du taux des impôts directs payés par les ménages correspondant à une diminution des revenus de 322 millions

d'euros (cette baisse est indépendante de la baisse des revenus – endogène au modèle – attribuable à la plus faible demande domestique et la réduction consécutive de la production et de la masse salariale).

2. Baisse du taux des impôts directs payés par les sociétés correspondant à une diminution des revenus de 117 millions d'euros (indépendante de la baisse des revenus attribuable à la réduction de l'excédent net de production due à une production plus limitée).
3. Augmentation des transferts aux ménages de 91 millions d'euros.
4. Augmentation des subsides à la production de presque 13 millions d'euros.
5. Augmentation des investissements publics de 48 millions d'euros.

Ces hypothèses sont introduites dans le modèle à l'aide de facteurs ponctuels calibrés pour générer l'effet souhaité sur chaque élément des finances publiques considéré isolément. Ensuite, la résolution du modèle permet au système d'équations simultanées d'interagir, afin de déterminer le niveau de toutes les variables endogènes en 2009 pour un scénario de base qui exclut les mesures exceptionnelles et un scénario alternatif qui les inclut. Les résultats sont calculés en pourcentage de déviation par rapport au niveau calculé dans le scénario de base (sans mesures).

L'impact le plus important est celui sur la consommation privée. Par rapport au scénario « sans mesures », le revenu disponible des ménages augmente de plus de 2,2% et donc la consommation privée augmente de 1,23% en termes réels. La consommation publique n'est pas affectée. Par contre, l'augmentation de l'investissement public engendre une progression réelle de la formation brute de capital fixe de 0,83% pour l'ensemble de l'économie. Par hypothèse, les exportations sont inchangées, mais les importations augmentent de 0,34% suite à l'augmentation de la consom-

1 Guarda (2005) « The Luxembourg block of the Multi-Country Model, » in Fagan & Morgan (eds.) *Econometric Models of the Euro-area Central Banks*, Edward Elgar Publishing.

mation et de l'investissement. Par conséquent, la contribution de la demande domestique à la croissance du PIB augmente de 0,63% suite à l'introduction des mesures gouvernementales, mais la contribution des exportations nettes diminue (-0,52%), ce qui résulte en un impact total de seulement 0,11% point du PIB. Il en résulte que la valeur du multiplicateur associé à l'ensemble des mesures gouvernementales est très faible (approximativement 0,1). Chaque euro de détérioration du budget de l'État n'aurait donc généré que dix centimes de croissance supplémentaire en 2009.

A première vue, ce résultat peut sembler décevant, mais il est plausible pour les raisons suivantes<sup>2</sup>. Premièrement, l'économie luxembourgeoise est très petite et très ouverte, ce qui implique d'importantes « fuites » à travers l'augmentation des importations. Deuxièmement, le paquet de mesures annoncé en 2009 a mis l'accent sur la baisse de la taxation, ce qui nécessite un temps plus long avant d'obtenir des effets sur l'activité économique. Troisièmement, jusqu'ici la politique monétaire a été accommodante, mais l'augmentation spectaculaire de la dette

publique dans la zone euro a déjà pu inciter les ménages à augmenter leur épargne, en anticipation d'augmentations à venir des taux d'intérêt et de la pression fiscale. Finalement, comme l'a signalé la Commission européenne, les mesures annoncées par le gouvernement luxembourgeois n'étaient pas d'un caractère clairement temporaire, ce qui pourrait réduire leur efficacité en tant que politique contracyclique.

Evidemment, cet encadré s'est concentré sur l'impact des mesures prises au niveau national et a délibérément ignoré l'existence d'un effort budgétaire coordonné au niveau de l'Union européenne destiné à mitiger les effets de la crise. En réalité, les mesures prises simultanément en 2009 par les gouvernements de l'Allemagne, la France, la Belgique et nos autres pays partenaires ont renforcé la demande étrangère qui s'adresse au Luxembourg, ce qui a vraisemblablement généré un effet bien plus important pour l'économie luxembourgeoise à travers la stabilisation de nos exportations. Ces interactions entre pays sont prises en considération lors de l'exercice de projection, mais elles dépassent le cadre de cet encadré, qui se limite à quantifier l'impact sur l'économie nationale des mesures prises par le gouvernement luxembourgeois.

2 Voir la discussion en Spilimbergo, Symansky & Schindler (2009) « Fiscal multipliers » IMF Staff Position Note SPN/09/11 en Ilzetki, Mendoza & Vegh (2009) « How big are fiscal multipliers ? » CEPR Policy Insight No. 39 en Coenen et al. (2010) « Effects of fiscal stimulus in structural models, » IMF Working Paper WP/10/73 et en ECB (2010) « Euro area fiscal policies and the crisis, » Occasional Paper 109.

Encadré 1.7 :

#### IMPACT DE LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE ANNONCÉE EN MAI 2010

Le présent encadré vise à évaluer les mesures de consolidation budgétaire annoncées par le Premier ministre dans son discours sur la situation économique, sociale et financière du pays, prononcé à la Chambre des Députés le 5 mai 2010. La première partie de l'encadré consiste en une présentation des mesures annoncées. Leur incidence « de premier tour » sur les finances publiques

est évaluée sur l'horizon 2010-2012. Il s'agit d'une première estimation, de nature purement statique, qui ne prend pas en compte l'effet des mesures sur la demande intérieure et sur les exportations nettes. Elle ne prend *a fortiori* pas en considération les effets « de retour » sur les finances publiques s'effectuant par l'intermédiaire de ces deux derniers agrégats.

Les deux autres parties de l'encadré visent précisément à fournir une évaluation de l'impact économique global (*ex post*) des mesures annoncées le 5 mai (y compris l'effet de retour sur les finances publiques), tout d'abord au moyen du modèle MCM de la BCL, ensuite sur la base du modèle DGSE LOLA. L'analyse via le modèle MCM met en évidence de faibles effets multiplicateurs des mesures de consolidation budgétaire et une amélioration de l'ordre de 1 % du PIB du solde des Administrations publiques en 2011 et 2012. Le modèle LOLA met en exergue une amélioration nettement inférieure des finances publiques, qui n'excède pas 0,4 % du PIB sur un horizon d'une dizaine d'années. Cette divergence apparente est due au fait que LOLA accorde une place importante à l'incidence de la hausse de la pression fiscale sur l'offre de travail, des travailleurs âgés en particulier. L'impact négatif de la fiscalité plus élevée est d'autant plus important dans le modèle LOLA que ce dernier est un modèle d'équilibre général avec anticipations rationnelles. En d'autres termes, les individus sont pleinement conscients des chocs et de leur caractère permanent, alors qu'ils sont relativement « myopes » dans le modèle MCM.

#### **Mesures de consolidation : impact « de premier tour » sur les finances publiques**

Le 5 mai 2010, le Premier ministre Jean-Claude Juncker a présenté à la Chambre des Députés le discours traditionnel sur l'état de la Nation. Afin d'atteindre l'un des principaux objectifs du gouvernement, qui consiste à ramener le solde des Administrations publiques à l'équilibre en 2014, le Premier ministre a annoncé un certain nombre de mesures de consolidation budgétaire pour les années 2011 et 2012, voire même 2010. Ces mesures sont présentées dans le tableau ci-dessous.

A ce stade, il est important de souligner que la BCL a pris en considération pour ses projections uniquement les mesures qui sont suffisamment détaillées, susceptibles d'être adoptées par le Parlement et chiffrées. Vu la

complexité de certaines des mesures annoncées et la disponibilité limitée des données nécessaires à l'estimation, il est très difficile pour la BCL d'estimer précisément les mesures non chiffrées.

Afin de mieux comprendre la nature des mesures annoncées, ces dernières ont été classées soit comme mesures de réduction de dépenses, soit en tant que mesures d'augmentation des recettes. La présentation de ces mesures commencera avec les mesures de réduction de dépenses.

#### **Mesures de réduction des dépenses**

##### 1) Investissements publics (Administration centrale)

Le gouvernement a annoncé le gel des investissements de l'Administration centrale au niveau atteint en 2009 (768,8 millions d'euros). Par ailleurs, certains travaux publics seront soit reportés aux exercices suivants, soit supprimés. Les investissements suivants peuvent être cités : construction plus tardive du vélodrome, suppression de la construction de la troisième voie pour la A3 et la A6 ou encore report de la construction d'écoles secondaires à Clervaux, Differdange et Mondorf-les-Bains.

##### 2) Réduction des frais de fonctionnement de l'Etat

Il a également été annoncé que le gouvernement réduira un certain nombre de ses frais de fonctionnement. Les mesures suivantes peuvent être citées : réduction de 20 % des frais d'expertise, réduction des coûts administratifs ainsi que des frais de voyages. Le gouvernement s'est également engagé à limiter le recrutement de nouveaux fonctionnaires en 2011 et 2012 et à geler la valeur du point indiciaire durant les quatre prochaines années. Cette dernière mesure est encore à confirmer. La réduction des frais de fonctionnement de l'Etat permettrait d'épargner environ 30 millions d'euros en 2010 et 2011.

Tableau 1: Les nouvelles mesures de consolidation budgétaire annoncées par le Premier ministre le 5 mai 2010 (en millions d'euros)

Dépenses		2011	2012
<b>1</b>	<b>Investissements publics (administration centrale) plafonnés au niveau de l'année 2009 (768,6 mill EUR)</b>	<b>96</b>	<b>70</b>
<b>2</b>	<b>Réduction des transferts en capital (investissements)</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>3</b>	<b>Réduction des frais de fonctionnement de l'Etat</b>	<b>28,5</b>	<b>29,4</b>
	- réduction des frais d'expertise (-20%)	10	10,5
	- réduction des coûts administratifs, des frais de voyage, ...	10	10
	- limiter le recrutement de nouveaux fonctionnaires	8,5	8,9
	- gel de la valeur du point indiciaire durant les 4 prochaines années (à confirmer)	0	0
<b>4</b>	<b>Transferts aux ménages</b>	<b>85,5</b>	<b>49,5</b>
	- ajustement des pensions aux salaires réels, 0,95% en 2011 et 0,95% en 2012	39	-3,6
	- suppression des allocations familiales à partir de l'âge de 21 ans et modification de la politique d'attribution des bourses et des prêts pour universitaires	44	46
	- paiement du forfait d'éducation qu'à partir de l'âge de 65 ans (contre 60 actuellement)	1,5	3,1
	- modification de la bonification d'intérêts dans le cadre des subventions pour le logement	1	4
<b>5</b>	<b>Réduction globale de 10% des subventions aux entreprises</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>6</b>	<b>Baisse du cofinancement de l'Etat aux stations d'épuration de 90 à 75% (pas d'impact sur le solde des adm. publiques)</b>		
<b>Total dépenses</b>		<b>224</b>	<b>163</b>
Recettes		2011	2012
<b>1</b>	Nouveau taux d'imposition de 39% (impôt sur les traitements et salaires) à partir de 83 586 euros	26	39
<b>2</b>	Hausse de l'impôt de solidarité de 2,5% à 4% et à 6% pour revenus imposables > 300000 euros	40	42
<b>3</b>	Introduction d'un impôt de crise de 0,8%	80	82
<b>4</b>	Hausse de l'impôt de solidarité pour entreprises de 1%	12	12
<b>5</b>	Montant des frais de déplacement réduit de moitié à partir de 2011	50	50
<b>6</b>	Réduction de droits d'enregistrement et de transcription pour l'acquisition d'habitations pers. (Bëllegen Akt)	70	70
<b>7</b>	Pas d'adaption des barèmes d'impôts à l'inflation		
<b>8</b>	L'impôt sur les sociétés ne sera pas réduit comme prévu		
<b>9</b>	Définition des plafonds pour les déductions fiscales pour les entreprises en cas de paiement de bonis		
<b>10</b>	Introduction d'un forfait à payer pour certains types de sociétés (expl: Société de participation financière)		
<b>11</b>	Modification du taux assurance accident avec l'introduction d'un taux de contribution unique de 1,25% pour tous les secteurs d'activité.		
<b>Total recettes</b>		<b>278</b>	<b>295</b>
<b>Impact sur le solde budgétaire des administrations publiques</b>		<b>502</b>	<b>458</b>

Note importante: Il s'agit de l'impact net par an par rapport au scénario de base de la BCL à politique inchangée.

### 3) Transferts aux ménages

La réduction des transferts aux ménages permettrait d'épargner environ 86 millions d'euros en 2011 :

- ajustement des pensions aux salaires réels de 0,95 % en 2011 et 0,95 % en 2012, au lieu d'une hausse de 1,9 % dès janvier 2011 (répartition sur deux années de l'ajustement des pensions) ;

- suppression des allocations familiales à partir de l'âge de 21 ans (actuellement jusqu'à l'âge de 27 ans) ;
- modification de la politique d'attribution des bourses et des prêts pour universitaires et annulation de la prime d'encouragement ;
- paiement du forfait d'éducation à partir de l'âge de 65 ans (contre 60 actuellement) ;

- modification du crédit d'impôt sur les actes notariaux (Bëllegen Akt). Le crédit d'impôt sera à l'avenir décidé en fonction de la situation de revenu de l'acquéreur ;
- modification de la bonification d'intérêts dans le cadre des subventions pour le logement.

4) Réduction globale de 10% des subventions aux entreprises

Cette réduction permet au gouvernement de faire une épargne de quatre millions d'euros en 2011 et 2012.

5) Baisse du cofinancement de l'Etat aux stations d'épuration de 90% à 75%.

Cette mesure n'aura pas d'impact sur le solde des Administrations publiques luxembourgeoises. Elle aura un impact positif sur le solde de l'Administration centrale, qui sera cependant contrebalancé par un impact négatif du même ordre sur le solde des Administrations locales.

Les mesures présentées ci-dessous se rapportent aux **mesures d'accroissement des recettes**, qui représentent environ 300 millions d'euros.

1) Nouveau taux d'imposition marginal de 39% (impôt sur les traitements et salaires)

Il est proposé d'instaurer un taux marginal de 39% applicable aux ménages de deux personnes à partir d'un revenu imposable de 83 583 euros. Cette mesure devrait rapporter à l'Etat des recettes supplémentaires d'environ 40 millions d'euros en 2011.

2) Hausse de l'impôt de solidarité de 2,5% à 4% et à 6% pour les revenus imposables supérieurs à 300 000 euros.

Il est proposé que le taux de l'impôt de solidarité, qui majore les taux de base de l'impôt sur le revenu et qui est actuellement égal à 2,5%,

soit relevé à 4%. Ce taux serait augmenté à 6% pour les ménages dont le revenu annuel imposable s'élève à plus de 300 000 euros.

3) Introduction d'un impôt de crise de 0,8%

Le gouvernement a proposé d'introduire un impôt de crise temporaire de 0,8% sur toutes les catégories de revenus (salaires, loyers, dividendes,...). Le mécanisme de calcul de cet impôt serait comparable à celui de l'assurance dépendance (application d'un abattement correspondant au montant du salaire social minimum). Le prélèvement de crise devrait permettre à l'Etat de bénéficier de recettes additionnelles de 80 millions d'euros en 2011 et 2012.

4) Hausse de l'impôt de solidarité pour entreprises

Le taux de solidarité pour entreprises passerait de 4% à 5%. Ces recettes devraient rapporter à l'Etat 12 millions d'euros supplémentaires.

5) Autres mesures supposées rapporter des recettes supplémentaires.

Comme mentionné dans les lignes précédentes, le gouvernement a annoncé un certain nombre de mesures qui devraient induire des recettes supplémentaires, mais n'a ni chiffré ni précisé plus avant ces mesures. Il s'agit des mesures suivantes :

- l'impôt sur les sociétés ne sera pas réduit comme initialement prévu ;
- introduction d'un forfait à charge de certains types de sociétés (expl : Société de participation financière) ;
- modification du taux de l'assurance accident, avec introduction d'un taux de contribution unique de 1,25% pour tous les secteurs d'activité ;
- montant des frais de déplacement devant être réduit de moitié à partir de 2011.

Le total de l'ensemble de ces mesures (côté dépenses et côté recettes) est chiffré à environ 502 millions d'euros en 2011 et à environ 458 millions d'euros en 2012. Cependant, le Premier ministre a précisé que ces mesures ne seront pas suffisantes pour renouer avec l'équilibre budgétaire en 2014 et qu'il faudrait probablement introduire de nouvelles mesures de consolidation pour la période 2013-2014. Par ailleurs, vu l'incertitude qui règne en ce moment sur l'évolution de l'économie et du secteur financier en particulier, le gouvernement a décidé d'analyser au cours de la deuxième moitié de 2012 l'état des finances publiques luxembourgeoises et de prendre une décision à ce moment-là en ce qui concerne un éventuel nouveau paquet de mesures de consolidation.

Rien n'a été concrètement proposé par le Premier ministre en matière d'indexation des salaires. Lors des récentes négociations tripartites, deux suggestions ont été faites: une «approche structurelle», qui consisterait à éliminer du panier des produits pris en considération comme le tabac et les produits pétroliers (à compter d'un certain prix par baril et hors fuel de chauffage) et une «approche conjoncturelle», qui préconiserait une limitation de la base d'indexation à deux fois le salaire social minimum. Sous cette dernière approche, les personnes qui touchent un salaire mensuel de 3 365 euros ou plus percevraient un montant fixe de 84,14 de plus par mois lorsqu'une tranche indiciaire tombe. Des décisions à ce sujet sont attendues d'ici la fin de l'année.

#### **Mesures de consolidation : impact à travers le modèle MCM de la BCL**

Les mesures détaillées ci-dessus ont été intégrées au modèle MCM de la BCL. En résumé, en 2011 et 2012, l'investissement public devrait diminuer par rapport au scénario de référence (c'est-à-dire sans consolidation budgétaire) de respectivement 96 et 70 millions d'euros. L'Etat prévoit également de réduire ses frais de fonctionnement (assimilables à une réduction de la consommation publique) de 28,5 millions d'euros en 2011 et de 29,4 millions en 2012. Les transferts aux

ménages devraient quant à eux diminuer de 85,5 et de 49,5 millions d'euros, respectivement. Les subsides aux entreprises seraient amoindris à raison de 4 millions les deux années.

Du côté des recettes, les impôts payés par les ménages devraient augmenter de 266 millions d'euros en 2011 et de 283 millions en 2012. Il s'y ajouterait une augmentation des impôts directs à charge des entreprises (12 millions d'euros les deux années). L'impact total sur le solde budgétaire (recettes et dépenses) est estimé à 278 millions d'euros en 2011 et 295 millions en 2012. Ces hypothèses ont été introduites dans le modèle macro-économétrique de la BCL de façon analogue à celle décrite dans l'encadré précédent, qui porte sur l'impact économique des mesures contra-cycliques mises en œuvre en 2009. Les résultats (exprimés en pourcentage de déviation par rapport au scénario sans consolidation budgétaire) sont reportés dans le tableau suivant.

**En 2011**, la hausse des impôts payés par les ménages contribue à une diminution de 1,8% du revenu disponible, conduisant à une diminution de la consommation privée de 0,99% par rapport au scénario sans consolidation budgétaire. La réduction des frais de fonctionnement de l'Etat ramène la consommation publique à un niveau inférieur à son niveau de référence à raison de 0,41% (en l'absence de consolidation budgétaire).

L'augmentation (limitée) des impôts directs payés par les entreprises, conjointement à la réduction des investissements publics, contribue à la faiblesse de la formation brute de capital fixe, qui est inférieure de 1,59% à son niveau dans le scénario sans consolidation. En tout, la contribution de la demande domestique à la progression du PIB est plus faible (-0,73 points de PIB par rapport au scénario sans mesures), mais la diminution des importations est importante (-0,36%), de sorte que la contribution des exportations nettes à la progression du PIB (+0,59 points du PIB) la compense à nouveau dans une large mesure. En 2011, le PIB devrait se situer 0,14% en deçà de son niveau dans le scénario sans consolidation budgétaire.

Tableau 2 : Impact de la consolidation budgétaire (% déviation par rapport au scénario sans mesures)

	2011	2012
PIB réel	-0,14	-0,07
Consommation privée	-0,99	-0,41
Consommation publique	-0,41	-0,37
Formation brute de capital fixe	-1,59	-1,16
Exportations (biens & services)	0,00	0,00
Importations (biens & services)	-0,38	-0,22
Contributions à la croissance du PIB réel:		
Demande domestique (% du PIB)	-0,73	-0,42
Exportations nettes (% du PIB)	0,59	0,35
Evolution budgétaire (en % du PIB):		
<b>Solde des Administrations publiques</b>	<b>1,18</b>	<b>1,07</b>

Sources : calculs BCL

En 2012, la réduction des transferts aux ménages est moins importante qu'en 2011, ce qui favorise le revenu disponible et donc la consommation privée, qui se situe seulement 0,41 % en dessous de son niveau atteint dans le scénario sans consolidation budgétaire. De plus, la réduction des investissements publics est inférieure à celle escomptée en 2011, ce qui est visible dans la formation brute de capital fixe, qui se rapproche de son niveau escompté dans le scénario sans consolidation budgétaire (déviations de -1,16 %). Par conséquent, la demande domestique est toujours inférieure à son niveau de référence (-0,42 %), mais ce décalage est moindre qu'en 2011. La déviation des importations est également moins importante (-0,22 %), ce qui induit une diminution de la contribution des exportations nettes à la progression du PIB (+0,35 %). La résultante de ces évolutions est qu'en 2012, le PIB devrait se situer en dessous de son niveau « sans consolidation budgétaire » à raison de 0,07 % seulement.

A nouveau, il faut souligner que cette analyse se concentre sur l'impact, sur l'économie nationale, des mesures prises par le seul gouvernement luxembourgeois. Des mesures de consolidation budgétaire prises dans nos pays voisins risquent de limiter la demande étrangère qui s'adresse aux exportateurs luxembourgeois, avec des effets plus importants pour le PIB.

En raison de l'impact très limité des mesures sur le PIB, leur incidence globale serait très proche de l'effet de premier tour identifié dans la première partie de l'encadré. Par rapport au scénario de référence (absence de mesures), le solde des Administrations publiques s'améliorerait à raison de 1,18 % du PIB en 2011 et de 1,07 % en 2012 selon le modèle MCM. Comme indiqué dans la partie 2.12 du présent Rapport, un effet de cet ordre ne permettrait pas de ramener les déficits des Administrations publiques en dessous du seuil des 3 % du PIB en 2011 et 2012. En outre, un encadré présenté à la fin du présent chapitre montre que les mesures adoptées ne permettront pas d'assurer à elles seules la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises.

La prise en compte de l'impact global des mesures à travers le modèle DGSE LOLA est de nature à renforcer ces conclusions.

### **Mesures de consolidation : impact à travers le modèle DGSE LOLA**

Un éclairage complémentaire peut être fourni par le modèle LOLA<sup>1</sup>. En tant que modèle d'équilibre général dynamique, il est en effet particulièrement bien adapté pour analyser les effets de long terme. Dans ce contexte, les

<sup>1</sup> Pour des explications détaillées, voir le Cahier d'études No. 36 de la BCL. Une présentation succincte du modèle LOLA figure également dans l'encadré du présent Rapport, relatif aux cotisations sociales différenciées.

différentes mesures proposées par le gouvernement sont résumées en trois composantes principales : (i) une baisse des dépenses publiques, (ii) une baisse des transferts aux ménages et (iii) une hausse de la taxation sur les revenus des ménages<sup>2</sup>. Nous supposons que ces mesures sont introduites de manière permanente. Nous expliquons brièvement les effets qualitatifs de chacune des mesures prises séparément, de même que les effets quantitatifs attendus pour la combinaison des mesures.

LOLA ne peut faire la différence entre une baisse de la consommation publique et une baisse des investissements publics, car ces derniers ne sont pas productifs dans le modèle. Ces deux types de mesures sont donc agrégés. Le seul effet induit est une réduction équivalente des dépenses, qui n'affecte en rien les autres variables du modèle. À l'inverse, une réduction des transferts aux ménages va réduire la consommation. Afin de réagir à cette perte de pouvoir d'achat, les ménages vont travailler plus et *in fine* le PIB augmente très légèrement (par rapport au scénario sans mesures). On obtient donc une différence entre une situation 'comptable' qui s'améliore (plus d'emplois et de production) mais un bien-être qui diminue (moins de consommation et de loisirs). L'effet net sur la situation des finances publiques est positif. Finalement, nous mettons en œuvre une hausse de la taxation sur les revenus des ménages. Une telle hausse a évidemment un effet immédiat et positif sur les finances publiques. Par contre, la hausse de la pression fiscale sur les revenus du travail va diminuer l'offre de travail, en particulier celle des travailleurs âgés. L'effet initial positif sur les finances publiques sera finalement compensé par la baisse de la production – et donc les moindres rentrées fiscales – et la hausse de dépenses sociales comme les allocations de chômage et les préretraites.

Ces trois mesures combinées (baisse de la « consommation publique » pour un montant initial équivalent à 0,28 % du PIB, baisse des transferts aux ménages pour un montant initial équivalent à 0,25 % du PIB et hausse de la taxation sur les revenus pour un montant initial équivalent à 0,54 % du PIB) s'élèvent *ex ante* à presque un pour cent du PIB. *Ex post*, LOLA montre que les effets espérés sur les finances publiques sont beaucoup plus faibles – de l'ordre de 0,12 % à 0,38 % du PIB – à cause des effets négatifs que la hausse de la taxation sur les revenus du travail exerce sur l'économie. Si elles sont limitées, ces incidences budgétaires sont cependant persistantes – elles sont toujours visibles après 10 ans.

À noter également que même si les résultats vont dans le même sens que ceux de l'analyse à court terme, l'ampleur des effets peut varier substantiellement. Une des raisons est que LOLA est un modèle d'équilibre général avec anticipations rationnelles, ce qui revient à dire que les individus sont pleinement conscients des chocs et de leur caractère permanent. Leur réaction aux chocs peut dès lors être assez forte. Une deuxième raison est que la décision d'offre de travail est modélisée explicitement dans LOLA, et que celle-ci peut réagir assez fortement à la taxation sur les revenus du travail. En conclusion, une fois pris en compte les effets induits d'équilibre général, l'effet sur les finances publiques paraît finalement beaucoup plus faible qu'escompté.

<sup>2</sup> Les autres mesures sont difficiles à introduire dans LOLA, mais marginales. Ainsi, les mesures intégrées au modèle LOLA représentent *ex ante* 1,08 % du PIB, alors que la première partie de l'encadré a chiffré l'ensemble des nouvelles mesures à 1,18 % du PIB estimé pour 2011.

Encadré 1.8:

### **SOUTENABILITÉ À TERME DES FINANCES PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES : UN ÉTAT DES LIEUX APRÈS LES NOUVELLES MESURES DE CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE**

Le présent encadré vise à fournir un nouvel état des lieux de la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises. Ces dernières vont faire face à de nombreux défis au cours des prochaines années en dépit des récentes mesures de consolidation budgétaire, comme l'indique la partie 1.2.12 du présent rapport. A ces défis s'ajoute l'incidence de la forte hausse tendancielle des transferts sociaux, en particulier les dépenses de pension.

Dans ce contexte, tout relâchement de la politique budgétaire serait des plus périlleux, malgré une position de départ relativement favorable en termes d'endettement. En l'absence d'une stricte politique de contrôle des dépenses, le Luxembourg risque d'être rapidement confronté à une puissante dynamique d'endettement. Il sera d'autant plus difficile de contrer cette dynamique que l'ajustement sera tardif.

L'indispensable effort de consolidation budgétaire devrait revêtir une double dimension. Il convient tout d'abord de veiller à réduire les actuels déficits structurels des Administrations publiques, en particulier ceux de l'Administration centrale. 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.

Les mesures présentées par le Premier ministre le 5 mai sont de nature à améliorer la soutenabilité à terme des finances publiques. Si un ajustement budgétaire de ce type était indispensable, il ne paraît cependant pas suffisant à l'aune des simulations présentées ci-dessous.

#### *La simulation de référence: les principales hypothèses*

Les simulations effectuées dans le présent encadré 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)<sup>1</sup> et d'autre part, les projections macroéconomiques 2010-2012 de la BCL, qui font l'objet d'une présentation dans la partie 1.2.11. du présent Rapport.

Le scénario de **croissance économique** retenu jusqu'en 2012 est directement issu de ces projections macroéconomiques de la BCL. Pour la période ultérieure à 2012, soit de 2013 à 2040, les simulations présentées dans l'encadré reposent sur l'hypothèse d'une croissance de 2,2% par an du PIB en volume. Le groupe de travail vieillissement avait quant à lui opté pour une hypothèse semblable à partir de 2025. En revanche, il postulait une croissance du PIB toujours élevé, se situant entre 4 et 5%, au début de l'horizon de projection. La croissance était ensuite supposée converger graduellement vers le taux de 2,5%. Ces projections du groupe de travail avaient été élaborées avant la survenance de la crise économique et financière. Des taux de croissance de 4 à 5% paraissent bien évidemment empreints d'un certain optimisme dans la foulée de cette dernière, qui devrait durablement affecter le taux de croissance tendanciel de l'économie luxembourgeoise.

Conformément aux projections du CPE, le **salairé réel par employé** augmenterait quant à lui au même rythme que la productivité, soit de 1,7% par an, ce qui signifie que la progression de l'emploi se stabiliserait 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 supposé atteindre 2% par an de 2013 à 2040. Il

1 European Commission, 2009, «The 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», European Economy, n°2/2009.

est en ligne avec les projections macroéconomiques de la BCL de 2010 à 2012.

Les **hypothèses démographiques** sont de facture relativement classique et ne seront pas évoquées en détail ici.<sup>2</sup> 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 2012 et des hypothèses précitées à partir de 2013. Il convient de noter que toutes ces projections sont effectuées en termes structurels. Les cycles économiques ne sont pas inférés sur l'horizon de projection, les projections ne pouvant se concevoir qu'en moyennes de cycles. En clair, ces recettes et dépenses sont « nettoyées » de l'impact des cycles conjoncturels et des mesures temporaires. L'impact du cycle n'est par conséquent pas en mesure de distordre le point de départ des projections, à savoir le solde budgétaire en 2012 (une absence de neutralisation des cycles aurait affecté négativement les projections du fait de la situation conjoncturelle escomptée pour 2012).

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 vitesse de croisière, l'emploi public va progresser de 0,5% 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 dans l'ensemble du présent encadré), 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 quatre domaines, à raison de 13% du PIB de 2012

à 2040. 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 2012, il est supposé 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, à l'exception des mesures annoncées le 5 mai. 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 2,8% du PIB en 2012 à 1,1% du PIB seulement en 2040 dans les projections présentées dans cet encadré. Cette diminution de 1,7% du PIB couvre à elle seule plus d'un sixième du coût additionnel escompté des pensions (soit 10,9% du PIB).

Sur le versant des recettes, la règle générale à laquelle se conforment les scénarios commentés ci-dessous est que ces dernières 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 souffre 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 plus de 1% du PIB de 2012 à 2040, ce qui représente environ un dixième de l'accroissement des dépenses de pension escompté sur la même période. En second lieu, les recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités, qui atteindraient un montant historiquement faible

<sup>2</sup> Voir le rapport du CPE sur le vieillissement, où les hypothèses démographiques sont décrites en détail.

en 2011 et 2012, sont censées rejoindre graduellement leur niveau de 2010 (du moins en pourcentages du PIB), ce rattrapage s'effectuant de 2012 à 2015. Ces recettes sont ensuite stables par rapport au PIB. Il convient de noter que les projections n'intègrent pas les moins-values fiscales potentielles liées à de moindres recettes de TVA issues du commerce électronique ou à un possible étiolement des recettes indirectes perçues sur les ventes de carburant à des non-résidents.

Un autre domaine où le présent encadré 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 4 % l'an, soit un taux quelque peu supérieur au taux observé ces dernières années. Le taux d'intérêt implicite sur la dette est également fixé à 4 %, en termes nominaux, tout au long de l'horizon de projection. La dynamique d'évolution de la dette prend en compte une contrainte impérative : l'État central 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.

### *La simulation de référence : les résultats*

Tout comme les projections de finances publiques présentées en détail à la section 1.2.12 du Rapport, la simulation de référence prend pleinement en compte les répercussions budgétaires des mesures annoncées par le Premier ministre le 5 mai 2010. Les résultats de cette simulation figurent au tableau suivant. Il apparaît que le ratio de recettes totales augmenterait légèrement sur l'horizon de projection. 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 demeure par hypothèse stable par rapport au PIB, il en est bien entendu tout autrement des pensions.

Cet impact positif sur les recettes serait cependant largement compensé par la chute des revenus du patrimoine, qui subirait l'effet de la disparition progressive des réserves de pension.

Tableau 1 : Simulation de référence : recettes, dépenses, soldes et endettement des Administrations publiques. En % du PIB tendanciel

	2012	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
<b>Recettes totales</b>	<b>39,9</b>	<b>40,2</b>	<b>40,3</b>	<b>40,2</b>	<b>39,9</b>	<b>40,0</b>	<b>40,2</b>	<b>40,4</b>
Impôts directs	13,0	13,2	13,4	13,5	13,6	13,8	14,0	14,1
Impôts indirects	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Cotisations sociales	11,8	11,9	11,9	11,9	12,0	12,1	12,2	12,3
Revenus d'intérêts	1,0	1,1	1,0	0,8	0,2	0,0	0,0	0,0
Autres	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
<b>Dépenses totales</b>	<b>42,4</b>	<b>43,0</b>	<b>43,4</b>	<b>45,4</b>	<b>48,1</b>	<b>51,5</b>	<b>55,8</b>	<b>59,7</b>
Transferts sociaux	21,3	21,8	22,1	23,8	26,2	28,4	30,9	32,7
Investissements publics	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Rémunérations des agents	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Autres dépenses primaires	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Charges d'intérêts	1,0	1,1	1,1	1,4	1,8	3,0	4,8	6,9
<b>Déficit (+) ou surplus (-)</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>-8,3</b>	<b>-11,5</b>	<b>-15,5</b>	<b>-19,3</b>
Dette publique	27,6	29,8	31,1	39,2	48,6	86,2	134,4	191,3
Dont pensions	-25,7	-25,4	-24,9	-17,4	0,2	28,9	68,6	117,3

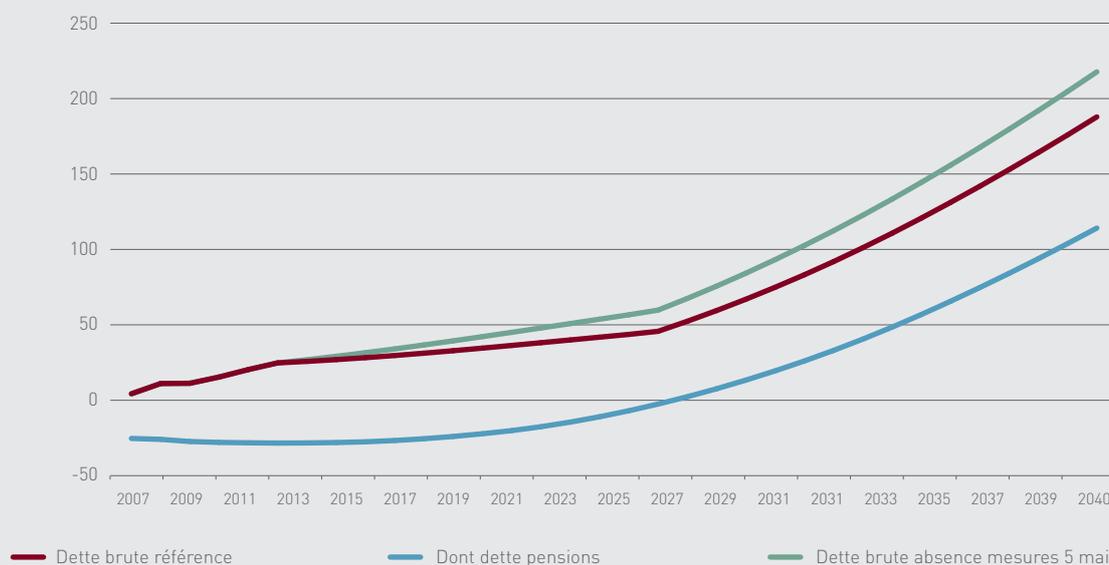
Sources : Ageing Working Group, IGSS, Statec, calculs BCL.

Les dépenses de pension augmenteraient à raison de 11 % du PIB de 2012 à 2040. Les prestations de santé et les dépenses de l'assurance dépendance progresseraient pour leur part à concurrence de 1,6 et 0,9 % du PIB, respectivement, au cours de la même période. Ces augmentations, qui atteindraient au total 13,4 % du PIB, ne seraient que partiellement contrées par la diminution des prestations familiales (-1,7 % du PIB) et des dépenses liées au chômage (-0,2 %).

Les autres dépenses des administrations publiques que les transferts sociaux sont supposées demeurer stables par rapport au PIB, sauf bien entendu les charges d'intérêts, qui passeraient de 1 % du PIB en 2012 à quelque 7 % du PIB en 2040. 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 défi-

cits croissants, qui excéderaient largement la valeur de référence de 3 % du PIB durant l'essentiel de l'horizon de projection. À terme, ils seraient même proches de 20 % du PIB. Dans ce contexte, la dette publique brute consolidée (définition « Maastricht ») progresserait de façon exponentielle. Elle se monterait déjà à 30 % du PIB en 2014 et franchirait le seuil de référence de 60 % du PIB dès 2027, avant de se rapprocher des 200 % 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 atteindre plus de 100 % du PIB en 2040 et davantage encore par la suite à politique inchangée, constitue l'un des principaux moteurs de la dynamique d'endettement. Il convient cependant de noter que les autres composantes des Administrations publiques – en particulier l'Administration centrale – alimenteront également cette dynamique, en raison de l'importance de leurs déficits structurels à partir de 2009.

Graphique 1 : 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 2040 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 inchangée ». La projection de référence vise simplement à illustrer les dangers inhérents à un comportement trop attentiste au cours des prochaines années.

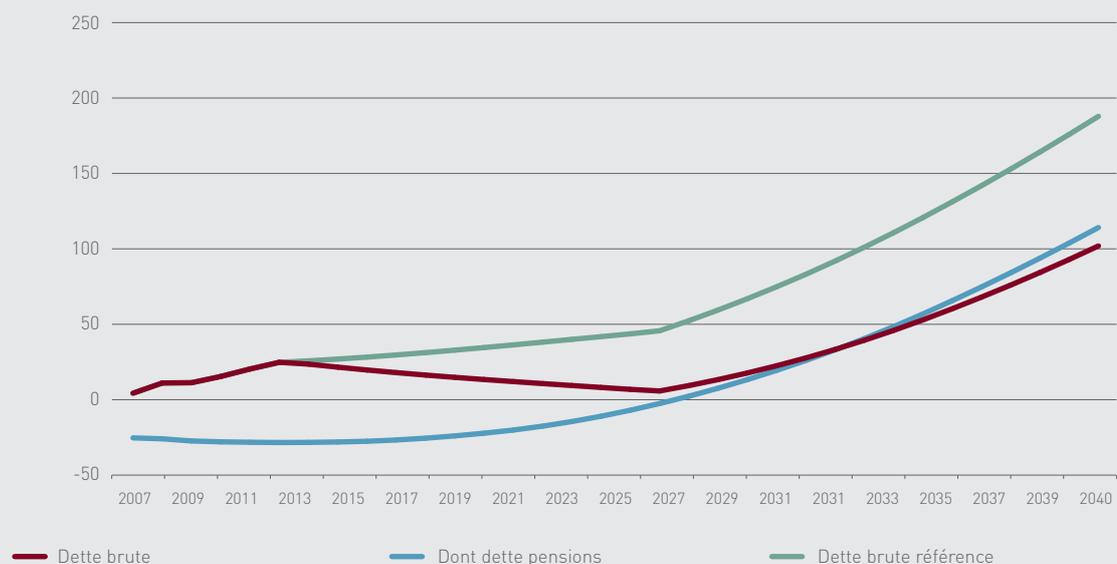
Le graphique ci-dessus montre que si les mesures annoncées par le Premier ministre le 5 mai sont de nature à améliorer significativement la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises, elles ne changent pas radicalement la donne à cet égard (comparaison entre la courbe brune – illustrant le scénario de référence, donc après adoption des mesures – et la courbe verte illustrant l'absence de mise en œuvre de ces mesures). En l'absence des mesures précitées, le ratio d'endettement atteindrait le seuil des 60 % dès 2023 et non en 2027 comme dans le scénario de référence. En l'absence de dispositions additionnelles, les mesures du 5 mai ne permettraient dès lors que de retarder de quatre ans la dynamique de l'endettement. Encore convient-il de noter que les projections ne prennent pas en compte les effets d'offre négatif associés à la hausse de la pression fiscale consécutive aux nouvelles mesures.

**Simulation 2 («dispositions additionnelles»): mise en œuvre d'ici 2014 des économies mentionnées dans la 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité**

La seconde simulation vise précisément à mieux appréhender l'incidence d'un effort de préfinancement additionnel des charges futures. Il est supposé qu'outre les mesures annoncées le 5 mai, les autorités mettront en œuvre des mesures additionnelles d'ici 2014, de telle manière que l'effort d'assainissement total (mesures du 5 mai plus dispositions additionnelles) atteigne 1,5 milliard d'euros, soit l'objectif mentionné dans la 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg. Cet effort donnerait lieu à une amélioration du solde budgétaire légèrement supérieur à 3 % du PIB de 2014. Il est supposé que cet effort serait récurrent. Par hypothèse, il n'affecterait pas les systèmes de pension, de sorte que la dette afférente demeurerait inchangée.

Comme l'indique le graphique suivant, un effort de cette ampleur, dont le poids budgétaire représenterait environ le triple de l'in-

Graphique 2 : Endettement des Administrations publiques en cas de mise en œuvre d'ici 2014 des économies mentionnées dans la 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité (1,5 milliard d'euros) (en % du PIB tendanciel)



Note: la dette brute totale des Administrations publiques peut être inférieure à la dette des seuls systèmes de pension, car la dette brute officielle est un concept consolidé (annulation des dettes réciproques entre Administrations publiques).

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

cidence des mesures du 5 mai, permettrait dans un premier temps d'améliorer la situation budgétaire des Administrations publiques. Le ratio de dette des Administrations publiques tendrait même à reculer d'ici 2025. Cependant, sous l'effet de la forte hausse tendancielle des transferts sociaux, en particulier des pensions, la dette brute progresserait à vive allure par la suite, de sorte qu'elle excéderait le seuil des 60 % en 2034. Ce résultat montre à suffisance qu'un assainissement durable des finances publiques doit absolument comporter des mesures visant à endiguer structurellement la forte croissance des dépenses de pension.

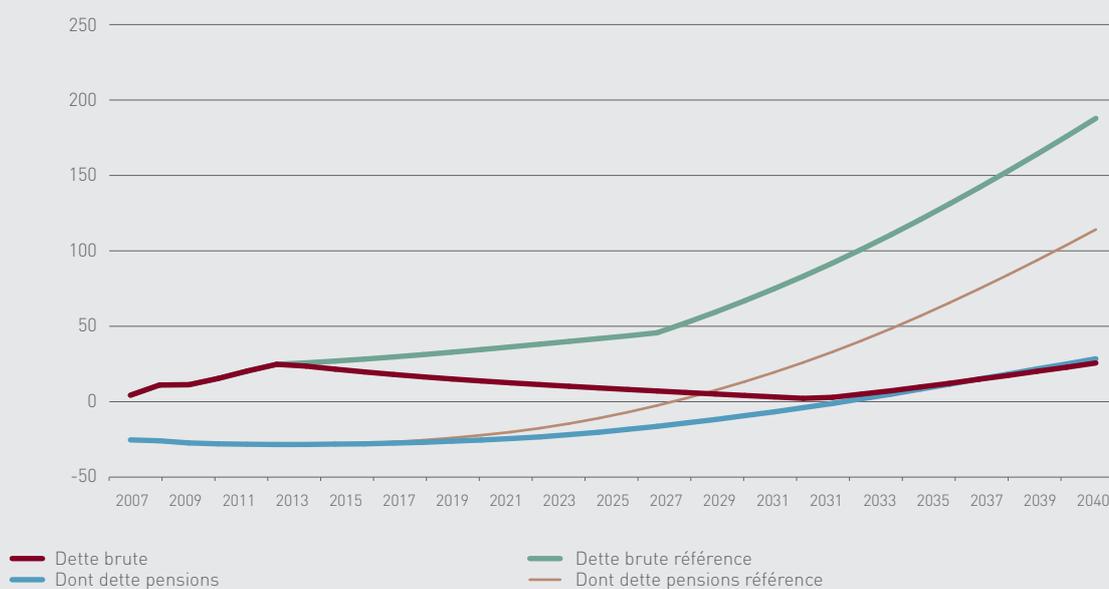
### **Simulation 3 : référence et suspension de l'ajustement des pensions aux salaires réels**

A l'instar de la précédente projection, la présente simulation vise à appréhender les conséquences à moyen terme d'une stratégie globale de consolidation. Cette dernière comporte en sus d'un effort de consolidation de 1,5 milliard une mesure graduelle dans le domaine 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 graphique suivant.

La conjonction de l'effort d'assainissement mentionné dans la 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité (qui excède largement l'impact des mesures annoncées le 5 mai) et de la suspension de l'ajustement des pensions aux salaires permettrait de rétablir peu ou prou la soutenabilité des finances publiques luxembourgeoises. Le ratio d'endettement demeurerait nettement inférieur au seuil des 60 % du PIB tout au long de l'horizon de projection, avec toutefois une pernicieuse tendance à l'augmentation à la fin de l'horizon de projection. L'amélioration par rapport au scénario de référence serait par ailleurs équilibrée, dans la mesure où elle concernerait à la fois l'Administration centrale et la sécurité sociale.

Graphique 3 : Endettement des Administrations publiques en cas de mise en œuvre d'ici 2014 des économies mentionnées dans la 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité (1,5 milliards d'euros) et d'une suspension de 2013 à 2040 de l'ajustement des pensions aux salaires réels (en % du PIB tendanciel)



Note : la dette brute totale des Administrations publiques peut être inférieure à la dette des seuls systèmes de pension, car la dette brute officielle est un concept consolidé (annulation des dettes réciproques entre Administrations publiques).

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

La suspension de l'ajustement des pensions affecterait fortement l'évolution des transferts sociaux. Alors que ces derniers atteignent 32,7% du PIB en 2040 dans la simulation de référence, ils se limiteraient à 25,6% 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 atténué. Les charges d'intérêts évoluent quant à elles bien plus favorablement que dans le scénario de référence.

Ces résultats iraient cependant de pair avec un recul marqué du taux de remplacement

des salaires par les pensions. Ces taux reculeraient d'environ 35% au cours de l'horizon de projection. Cette diminution 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 du taux 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.

