09 RAPPORT ANNUEL 2009

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTÈME

09 RAPPORT ANNUEL 2009

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTÈME

TABLE DES MATIÈRES

LE MOT DU PRÉSIDENT 1

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE 8

1.1 La situation économique au niveau international 8
1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire 8
1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme 12
1.1.3 Les marchés boursiers 13
1.1.4 Les taux de change de l'euro 15
1.1.5 Les prix à la consommation 16
1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail 18
1.1.7 Le commerce extérieur 20
1.1.8 La balance des paiements 22

1.2 La situation économique au Luxembourg 24
1.2.1 Les prix et les coûts 24
1.2.1.1 Les prix à la consommation 24
1.2.1.2 Les prix à la production industrielle 29
1.2.1.3 Les prix à la construction 30
1.2.2 Les activités sectorielles 33
1.2.2.1 Industrie 33
1.2.2.2 Construction 34
1.2.2.3 Commerce et autres secteurs 35
1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs 36
1.2.4 La croissance économique 38
1.2.5 Le secteur financier 44
1.2.5.1 Le bilan des établissements de crédit 44
1.2.5.2 Les taux d'intérêt des banques 51
1.2.5.3 L'emploi dans les banques 53
1.2.5.4 L'évolution des comptes de profits et pertes 54
1.2.5.5 Les organismes de placement collectif 58
1.2.5.6 Les OPC monétaires 60
1.2.6 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire 66
1.2.7 L'activité boursière au Luxembourg 70
1.2.8 Le marché du travail 72
1.2.8.1 L'emploi 72
1.2.8.2 Le chômage 76
1.2.8.3 Les coûts salariaux 78
1.2.9 Le commerce extérieur 84
1.2.10 La balance des paiements 85
1.2.10.1 Compte courant 85
1.2.10.2 Compte financier 86
1.2.11 Projections macroéconomiques générales 88
1.2.12 Les finances publiques 97
1.2.12.1 Situation budgétaire : une vue d'ensemble 97
1.2.12.2 Les recettes 99
1.2.12.3 Les dépenses 102
1.2.12.4 Les capacités ou besoins de financement 107
1.2.12.5 La dette publique 110

2 LES OPÉRATIONS DE LA BCL 132

2.1 Opérations de politique monétaire 132
2.1.1 Opérations d'open market 132
2.1.1.1 Opérations principales de refinancement (OPR) en 2009 132
2.1.1.2 Opérations de refinancement à plus long terme (ORLT) en 2009 134
2.1.1.3 Opérations de réglage fin en 2009 137
2.1.2 Facilités permanentes 138
2.1.3 Réserves obligatoires 138
2.1.4 Adjudications temporaires de devises 139
2.1.5 Programme d'achat d'obligations sécurisées 140

2.2 Gestion des réserves de change par la BCL 140

2.3 Gestion des avoirs de la BCL 141
2.3.1 Structure institutionnelle 141
2.3.2 Contrôle des risques 142
2.3.3 Cadre conceptuel 142
2.3.4 Structure des portefeuilles 143

2.4 Billets et pièces 144
2.4.1 Production de signes monétaires 144
2.4.2 Circulation des signes monétaires 144
2.4.2.1 Signes monétaires en euros 144
2.4.2.2 Signes monétaires en francs luxembourgeois 147
2.4.3 Gestion des signes monétaires 148
2.4.4 Répression de la contrefaçon 148
2.4.5 Emissions numismatiques 148

2.5 Développements dans le domaine statistique 149
2.5.1 Statistiques bancaires et monétaires 149
2.5.2 Statistiques extérieures 149
2.5.3 Statistiques économiques et financières 150
2.5.4 Autres statistiques 150

2.6 Systèmes de paiement et de règlement-titres 151
2.6.1 Système de règlement brut en temps réel TARGET2 151
2.6.2 Système de compensation interbancaire servant le marché luxembourgeois 154
2.6.3 Cadre général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème 156
2.6.3.1 Liste des titres éligibles 156
2.6.3.2 Les systèmes de règlement de titres 157
2.6.4 Modèle de la banque centrale correspondante (MBCC) 159
2.6.5 Future gestion des garanties par l'Eurosystème 160

2.7 Stabilité financière 161
2.7.1 Supervision macro-prudentielle 161
2.7.2 Surveillance micro-prudentielle 163
2.7.2.1 Surveillance des liquidités 163
2.7.2.2 Oversight 165

3 LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES 170

3.1 Activité au niveau du Fonds monétaire international (FMI) et d'autres organisations internationales 170

3.2 Activité au niveau européen 171
3.2.1 Activités au niveau de la BCE 171
3.2.2 Elargissement de la zone euro 172
3.2.3 Comité économique et financier (CEF) 172
3.2.4 Comité des Statistiques monétaires, financières et de balance des paiements 172

3.3 Activité au niveau national 173
3.3.1 Actualité législative et réglementaire 173
3.3.1.1 Traité de Lisbonne 173
3.3.1.2 Services de paiement, systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et instruments de paiement 173
3.3.1.3 Pouvoir réglementaire de la BCL 175
3.3.1.4 Mandat du réviseur aux comptes 176
3.3.1.5 Augmentation du capital de la BCL 176
3.3.1.6 Taux d'intérêt légal 176
3.3.2 Comités externes 176
3.3.2.1 Comité de Conjoncture 176
3.3.2.2 Commission de l'indice des prix à la consommation 176
3.3.2.3 Comité comptabilité bancaire 177
3.3.2.4 Conseil supérieur de la statistique 177
3.3.2.5 XBRL Luxembourg 177
3.3.3 Comités BCL 177
3.3.3.1 Comité statistique 177
3.3.3.2 Commission consultative « statistiques bancaires et monétaires » (CCSBM) 178
3.3.3.3 Commission consultative « balance des paiements » (CCBDP) 178
3.3.3.4 Commission consultative statistiques économiques et financières (CCSEF) 178
3.3.3.5 Comité des juristes 178
3.3.3.6 Comité des Opérations de marché 178
3.3.3.7 Operational Crisis Prevention Group (OCPG) 178
3.3.4 Pogramme de recherche de la BCL 178
3.3.5 Actions de formation externe de la BCL 179
3.3.6 Manifestations extérieures 179
3.3.6.1 Conférences et réunions internationales 179
3.3.6.2 Relations bilatérales 180
3.3.6.3 Relations avec le Parlement 181

3.4 Communication de la BCL 182
3.4.1 Rapports annuels 182
3.4.2 Bulletins périodiques 182
3.4.3 Cahiers d'études 182
3.4.4 Site Internet 182
3.4.5 Bibliothèque de la BCL 182
3.4.6 Relations avec la presse 183

4 LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION 186

4.1 Organes de la BCL 186
4.1.1 Conseil 186
4.1.2 Direction 187

4.2 Gouvernement d'entreprise 189
4.2.1 Contrôle interne 189
4.2.2 Contrôle externe 190
4.2.3 Code de conduite 191

4.3 Services Eurosystème 191
4.3.1 Eurosystem Procurement Coordination Office (EPCO) 191

4.4 Personnel de la BCL 192
4.4.1 Evolution des effectifs 192
4.4.2 Gestion et formation des ressources humaines 194
4.4.3 Fonds de pension de la BCL 194

4.5 Immeubles et Intendance 194

4.6 Finances internes 195

4.7 Budget 196

4.8 Activités d'audit interne 197

4.9 Comptes financiers au 31 décembre 2009 198
4.9.1 Chiffres-clés à la clôture du bilan 198
4.9.2 Rapport du réviseur d'entreprises 198
4.9.3 Bilan au 31 décembre 2009 200
4.9.4 Hors-bilan au 31 décembre 2009 202
4.9.5 Compte de profits et pertes au 31 décembre 2009 202
4.9.6 Annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2009 202

5 ANNEXES 228

5.1 Liste des Règlements de la Banque centrale du Luxembourg publiés en 2009 228

5.2 Liste des Circulaires de la BCL publiées en 2009 229

5.3 Liste des Publications de la BCL publiées en 2009 229
5.3.1 Bulletin de la BCL 229
5.3.2 Rapport annuel de la BCL 229
5.3.3 Cahier d'études de la BCL 230
5.3.4 Brochures de la BCL 230
5.3.5 Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros 230
5.3.6 Publications et présentations externes du personnel de la BCL 231
5.3.6.1 Publications de la BCL 231
5.3.6.2 Présentations externes 231

5.4 Publications de la Banque centrale européenne (BCE) 231

5.5 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu) 232

5.6 Liste des abréviations / List of Abbreviations 234

5.7 Glossaire 236

LISTE DES ENCADRÉS DU RAPPORT ANNUEL

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Encadré 1.1 : 31
Compétitivité prix/coûts – évolution récente et perspectives 2010-12
Encadré 1.2 : 40
Croissance potentielle – une sortie de la crise très graduelle
Encadré 1.3 : 49
Les conséquences de la réduction du levier d'endettement dans le secteur bancaire luxembourgeois sur la dynamique du crédit au secteur privé
Encadré 1.4 : 61
L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises
Encadré 1.5 : 79
L'intérêt de cotisations sociales différenciées au Luxembourg
Encadré 1.6 : 114
Impact du stimulus fiscal en 2009
Encadré 1.7 : 115
Impact de la consolidation budgétaire annoncée en mai 2010
Encadré 1.8: 122
Soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises : un état des lieux après les nouvelles mesures de consolidation budgétaire

2 LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Encadré 2.1 : 162
La réforme de l'architecture de supervision financière européenne

LE MOT DU PRÉSIDENT

En 2009, la zone euro a accusé un recul de quelque 4,1 % du PIB. Depuis, une reprise s'est affirmée, mais celle-ci devrait se caractériser par une croissance lente et non linéaire. Au Luxembourg, le PIB a reculé de quelque 3,4 % en 2009, soit un résultat sans équivalent depuis 1975. La récession a duré cinq trimestres, du deuxième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009, avec une chute du PIB en volume d'un peu plus de 7 % au cours de cette période. Le décrochage par rapport à la croissance tendancielle a dès lors nettement excédé les 10 % durant cette phase. Le sursaut enregistré au deuxième semestre 2009 et la poursuite de la croissance au début de l'année 2010 laissent augurer une progression du PIB réel se situant entre 2,6 % et 3,2 % en 2010. La croissance anticipée pour 2011 se situerait entre 1,8 % et 2,8 %. Pour 2012, elle s'établirait entre 2,5 % et 3,9 %, ce qui confirme l'incapacité de l'économie à renouer avec les taux observés par le passé, qui sous-tendent le modèle social luxembourgeois.

Je tiens à attirer l'attention sur l'incertitude particulièrement élevée qui entoure ces projections. D'une part, les plans de consolidation budgétaire adoptés ou susceptibles de l'être dans la plupart des pays européens ne sont pas encore intégralement pris en compte dans les projections, qui ne considèrent que les mesures déjà annoncées et suffisamment spécifiées. La mise en œuvre de ces plans est indispensable afin de désamorcer une fois pour toutes cette crise dans la crise que constitue le dérapage des finances publiques. Les plans en question devraient cependant affecter négativement la demande externe adressée au Luxembourg à partir de 2011.

D'autre part, les perspectives du secteur financier sont incertaines et les performances macroéconomiques du Luxembourg dépendent étroitement de l'évolution des marchés financiers. La Place financière semble avoir raisonnablement bien résisté jusqu'à présent, mais cette résilience pourrait s'avérer trompeuse. L'incidence de la crise sur la Place est toujours difficile à apprécier à ce stade. Ainsi, le degré d'exposition du secteur bancaire luxembourgeois au risque souverain italien, espagnol, grec et portugais demeure important. L'absence d'un fonds de résolution luxembourgeois accentue encore cette vulnérabilité. Une grande vigilance reste de mise dans ce contexte, de même qu'une organisation institutionnelle plus efficace.

Le PIB en niveau aura stagné de la fin 2007 au début de 2011, alors que le taux « normal » de croissance était jusqu'à présent estimé à 4 % au Luxembourg. Cet impressionnant décrochage oblige les autorités luxembourgeoises à faire face à la réalité et à adopter résolument les réformes structurelles qui s'imposent, faute de quoi le Luxembourg sera incapable d'affronter les défis actuels. Le marché du travail doit impérativement être réformé, pour des raisons économiques et surtout sociales. Le taux de croissance de l'emploi a connu au Luxembourg une décélération particulièrement marquée. Alors que l'emploi croissait encore à un rythme annuel supérieur à 5 % juste avant la récession, il est actuellement en pleine stagnation. Il en résulte un taux de chômage historiquement élevé, de l'ordre de 6 %. Ce taux est pourtant flatté par la non-comptabilisation des travailleurs frontaliers ainsi que par le recours au chômage partiel et aux mesures pour l'emploi.

L'enracinement du chômage au Luxembourg est notamment le reflet du dérapage spectaculaire du coût salarial unitaire par rapport à nos principaux partenaires commerciaux, qui sévit sans discontinuer depuis la fin des années quatre-vingt-dix. L'appartenance du Luxembourg à une union monétaire nous oblige pourtant à faire preuve d'une grande responsabilité en ce qui concerne la compétitivité et les finances publiques. Après les réformes adoptées dans de nombreux pays, le Luxembourg est désormais parmi les plus mauvais élèves de la zone euro en matière de coût salarial unitaire et de productivité. Le maintien de l'actuel mécanisme d'indexation des salaires aux prix n'est pas compatible avec notre appartenance à la zone euro. L'indexation intégrale est d'autant plus pernicieuse que l'inflation luxembourgeoise a systématiquement excédé celle de la zone euro et des pays voisins au cours de la dernière décennie. Nos projections d'inflation laissent augurer la poursuite de cette tendance au cours des prochaines années sans actions résolues en la matière.

Faute de dévaluation externe, le Luxembourg doit procéder au plus vite à une « dévaluation interne », passant par une modération des coûts. Des pressions en ce sens pourraient d'ailleurs prochainement s'opérer au niveau européen, comme l'indique la mise en place d'un groupe de travail institué auprès du Président du Conseil européen, qui vise notamment à mettre en place des mécanismes multilatéraux de surveillance de la compétitivité. Le Luxembourg doit redresser une productivité en berne, notamment à travers une réelle stratégie de diversification économique. Une redistribution interne des dépenses publiques en faveur de dépenses porteuses d'avenir telles que l'éducation, la formation et la recherche favoriserait une telle stratégie. Elle assurerait un accroissement plus soutenu de la productivité et partant une évolution plus favorable de notre coût salarial unitaire. Le dérapage de ce dernier est si spectaculaire que nous devons faire feu de tout bois à cet égard.

Le deuxième aspect du retour à la réalité concerne les finances publiques. La BCL attire depuis de nombreuses années l'attention sur le dérapage tendanciel de nos finances publiques, ce qui lui a d'ailleurs valu le qualificatif de « Cassandre ». Notre seul tort en la matière est peut-être d'avoir sous-estimé l'ampleur du dérapage. Les données officielles indiquent que les Administrations publiques luxembourgeoises auraient accusé un déficit de 0,7 % du PIB en 2009. En 2010, elles devraient selon nos projections enregistrer pour la première fois depuis l'établissement des comptes SEC 95 un déficit proche de 3 % du PIB. Ce seuil serait dépassé à partir de 2011, sous l'effet d'une forte diminution du produit de l'impôt sur le revenu des collectivités et d'une croissance toujours soutenue des dépenses courantes. La dette publique s'établirait à 29 % du PIB en 2012, soit le quadruple du niveau encore enregistré en 2007.

Les mesures annoncées le 5 mai 2010 permettraient selon des estimations purement statiques de réduire le déficit des Administrations publiques d'un peu plus de 1 % du PIB à partir de 2011. Selon nos estimations, ces mesures reposent sur une réduction des dépenses courantes à raison d'un quart de l'effort global tout au plus, la hausse de la pression fiscale représentant plus de la moitié de cet effort. Une consolidation portant davantage sur les dépenses courantes aurait permis d'éviter un recours massif à des mesures contraires à la tradition luxembourgeoise de « stabilité fiscale », qui vont abaisser un potentiel de croissance déjà affecté par la crise.

La prise en compte de l'effet de retour négatif de la pression fiscale accrue, sur l'offre de travail notamment, réduit de plus de la moitié les retombées budgétaires attendues des nouvelles mesures. Les soldes publics s'amélioreraient non pas de 1 % du PIB suite aux nouvelles mesures, mais à raison de moins de 0,4 % du PIB à terme selon notre modèle d'équilibre général – qui prend en compte l'incidence économique négative du rehaussement des impôts. La BCL a toujours plaidé pour un assainissement assis sur un ralentissement sensible de la hausse des dépenses courantes – le Luxembourg détient quasiment le record d'Europe en matière de pro-

gression des dépenses. Seule une consolidation de ce type permettrait d'assainir durablement les finances publiques. A l'inverse, une austérité reposant essentiellement sur une augmentation de la pression fiscale revient à nager à contre-courant. Elle occasionne un moindre dynamisme de l'économie, qui pénalise à son tour les finances publiques de sorte que l'économie nette est *in fine* assez réduite. Un rapport « qualité – prix » médiocre, en somme.

L'effort de consolidation présenté par le Gouvernement ne représente qu'un premier pas bien insuffisant vers l'assainissement durable de nos finances publiques, qui sont hypothéquées par un déficit élevé de l'Administration centrale et par de considérables charges futures de la sécurité sociale. Seule une action résolue du Gouvernement, assise sur deux piliers, permettra d'assurer l'équilibre à long terme de nos finances publiques. Le premier pilier consiste à économiser 1,5 milliard d'euros d'ici 2014, comme annoncé dans la onzième actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg. Le second pilier comporterait une réforme structurelle de la sécurité sociale, portant en particulier sur cette bombe à retardement que constituent les pensions. Il importe de restaurer la neutralité actuarielle de ces prestations en appliquant le principe « pensions contre cotisations », ce qui revient à calculer de façon plus stricte les périodes assimilées telles que les années d'étude. Le décrochage de la croissance nous oblige également à rehausser l'âge effectif de départ à la retraite, qui est l'un des plus faibles d'Europe. Enfin, l'ajustement intégral des pensions aux salaires réels – dont la progression tend à dépasser la productivité – constitue un luxe intenable dans le sillage de la crise économique et financière. Il conviendrait à tout le moins de limiter cet ajustement aux pensions les plus faibles. Les soins de santé, dont la situation financière se dégrade à vue d'œil, doivent également être suivis de près par les autorités.

Si ces dernières se contentent des mesures annoncées le 5 mai 2010, le ratio d'endettement du Luxembourg pourrait excéder dès 2027 la valeur de référence de 60 % du PIB. Le ratio tendrait ensuite à augmenter de façon exponentielle, ce qui exigerait un effort d'assainissement particulièrement drastique par la suite. Une consolidation budgétaire précoce constitue la meilleure politique sociale, car elle permet d'éviter des ajustements beaucoup plus douloureux dans le futur.

Il est essentiel d'assortir ces ajustements quantitatifs d'améliorations qualitatives du cadre institutionnel de la politique budgétaire. La BCL a à plusieurs reprises recommandé ce qui fait actuellement l'objet de discussions avancées au niveau européen, à savoir l'institution d'une agence budgétaire indépendante. Au Luxembourg, une telle agence budgétaire permettrait de mieux coordonner les projections budgétaires et de faciliter le choix d'une trajectoire de désendettement appropriée. Il convient en outre d'instaurer une norme d'accroissement des dépenses publiques plus précise que la norme actuelle, qui découle d'un simple accord de coalition. La BCL a de façon répétée recommandé l'adoption de plafonds de dépenses pluriannuels et différenciés en fonction du type de dépenses. Le suivi de l'exécution d'une telle norme pourrait être dévolu à la nouvelle institution indépendante. Une présentation budgétaire axée sur des programmes d'activité et n'obéissant plus exclusivement à une logique administrative constituerait un bon complément de ces innovations. Le débat national relatif à une politique budgétaire efficace doit débuter sans tarder, parallèlement au débat sur la gouvernance économique au sein de la zone euro.

La BCL s'inscrit pour sa part résolument dans l'environnement européen, notamment de la zone euro. En témoigne par exemple le lancement, avec Clearstream, de LuxCSD, un nouveau service de dépositaire central de titres pour le Luxembourg et d'autres pays. LuxCSD permettra le dénouement de transactions sur titres en monnaie banque centrale, diminuant ainsi les risques pour les acteurs du marché financier. LuxCSD, qui devrait être opérationnel au premier semes-

tre 2011, permettra aux acteurs du marché luxembourgeois de bénéficier du dénouement de leurs transactions sur titres en monnaie banque centrale. Ce service se traduira par une diminution des risques. LuxCSD permettra également aux acteurs du marché luxembourgeois de se connecter à TARGET2 Securities, un projet essentiel de l'Eurosystème qui vise à réduire la fragmentation du marché dans le contexte européen du dénouement des titres.

Sur le plan législatif, la BCL suit de près les développements ayant trait à la nouvelle architecture institutionnelle européenne, notamment concernant le Comité européen de risque systémique (CERS) auquel la BCL sera étroitement associée. Au niveau national, des adaptations législatives portant notamment sur la loi organique de la BCL sont envisagées.

Yves Mersch

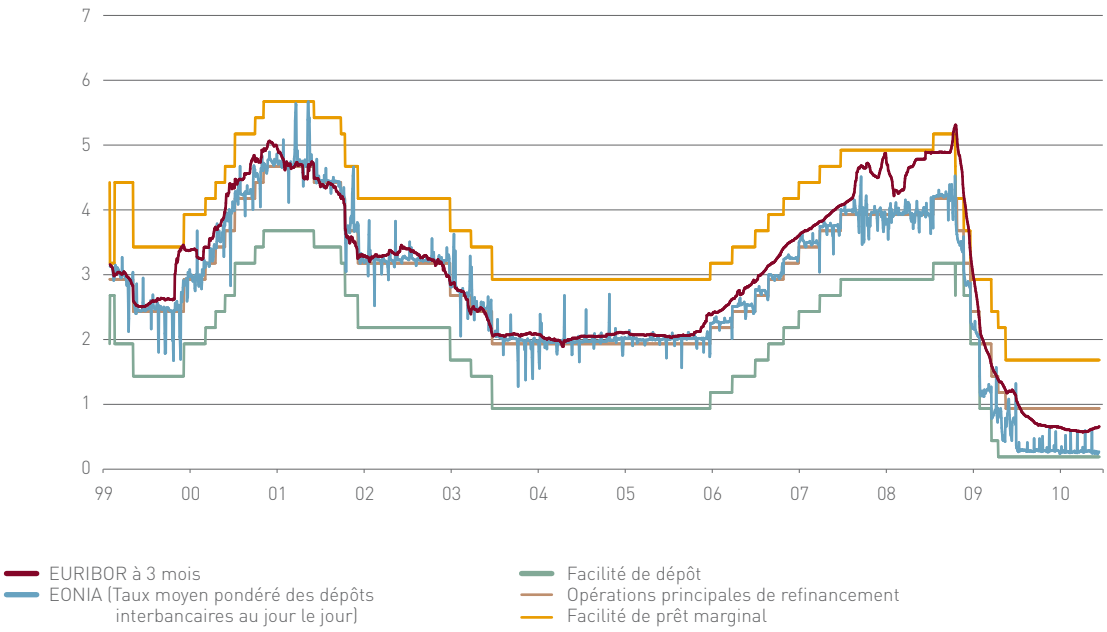
01 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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-

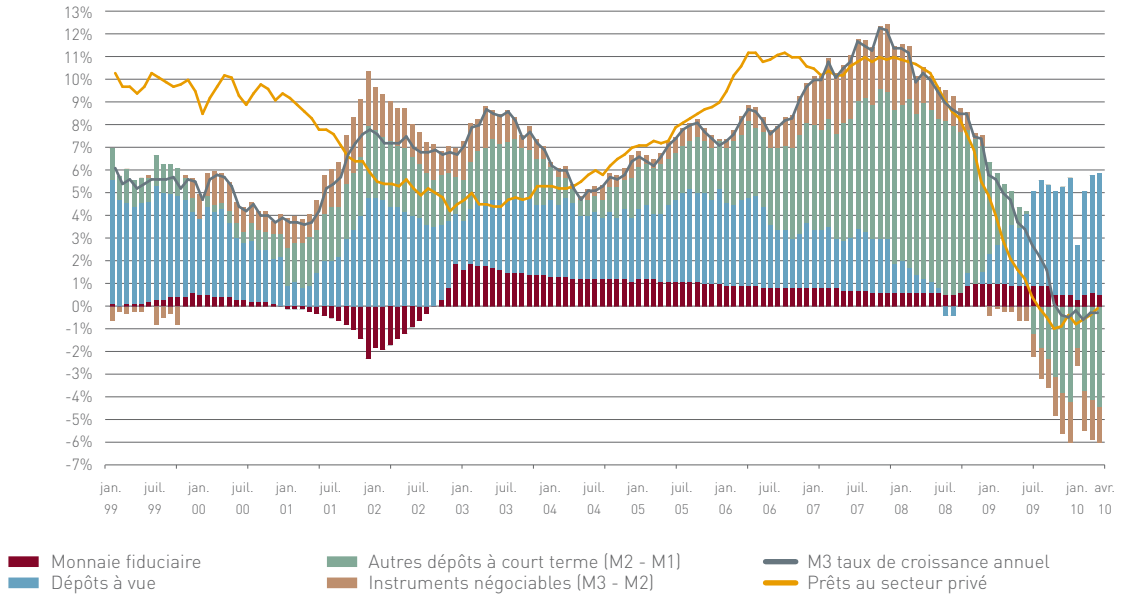
gistré en 2008. Après des taux d'inflation négatifs enregistrés entre juin et octobre 2009, l'inflation s'est progressivement accrue pour s'établir à 1,5 % en avril. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH a progressé de 1,6 % en rythme annuel en mai. En ce qui concerne la période à venir, l'inflation 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

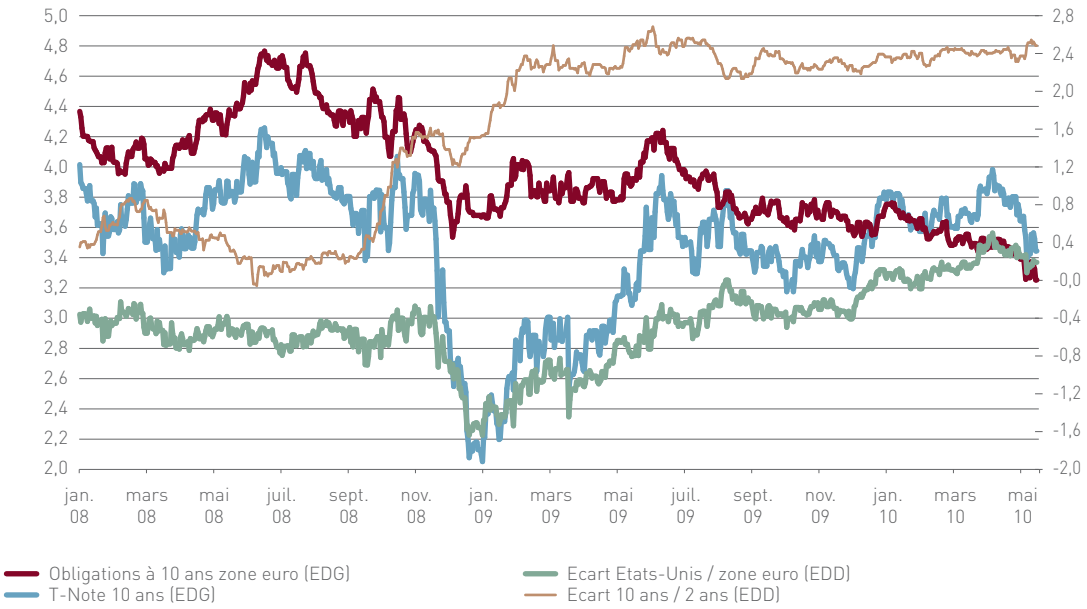
Le repli des autres dépôts à court terme découle de la chute des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans. Sur base annuelle, ces dépôts ont baissé de 24,4 % en décembre 2009 et de 22,5 % en avril 2010. Quant aux différentes composantes des instruments négociables, ce sont surtout les 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 1er 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 1er 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

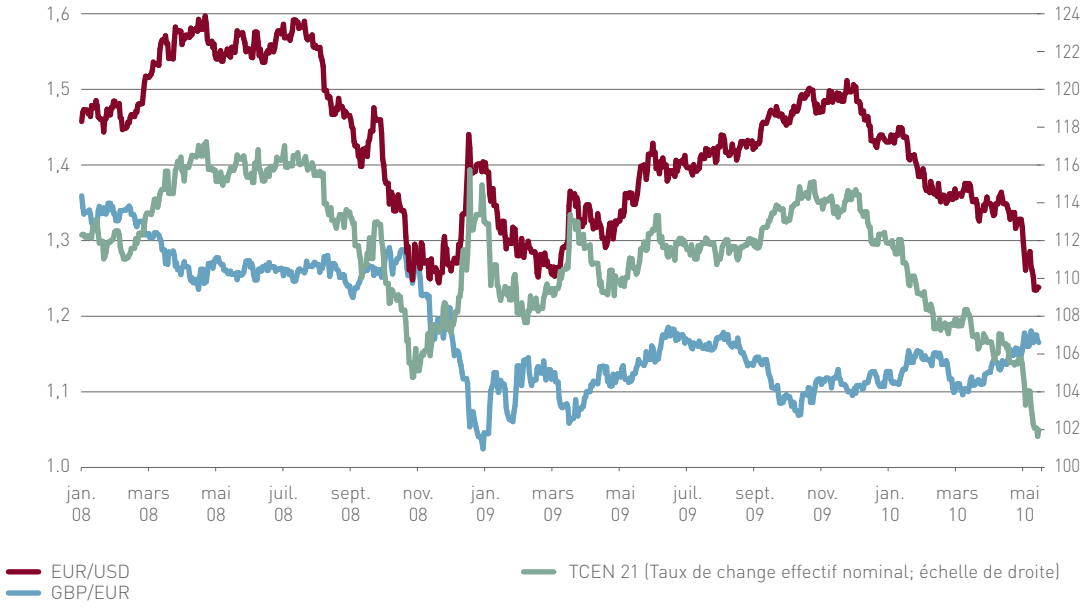
Après la forte baisse observée en fin d'année 2008, les principaux indices boursiers ont tout d'abord enregistré de nouvelles pertes au cours des trois premiers mois de 2009 en raison, d'une part, des incertitudes relatives à l'ampleur et à la durée de la récession et, d'autre part, des inquiétudes persistantes 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 1er 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 débouclement 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 1er 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 1er 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
Energie	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.

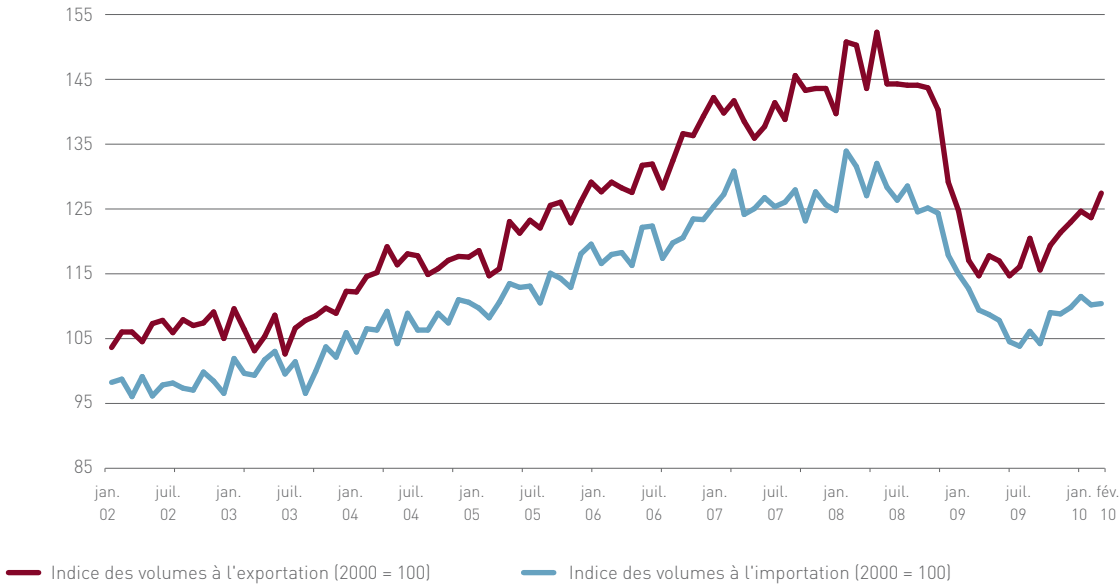
Les importations de biens ont de leur côté reculé davantage (-22 % en rythme annuel) que les exportations, pour atteindre 1 255 milliards d'euros sur toute l'année 2009. Les données trimestrielles montrent également que ce recul est intervenu depuis le dernier trimestre 2008 (-2 %) avant de s'intensifier 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

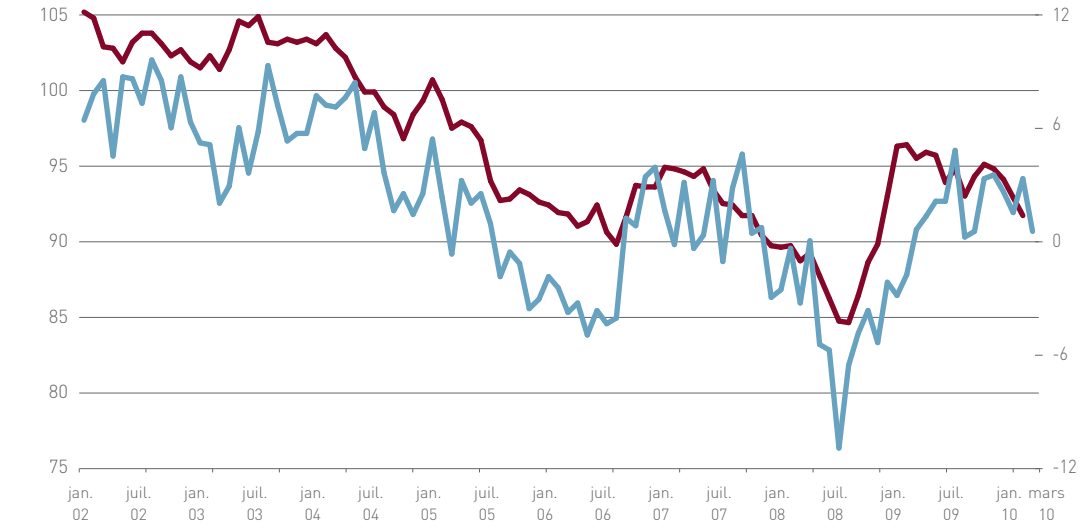


Source : Eurostat

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

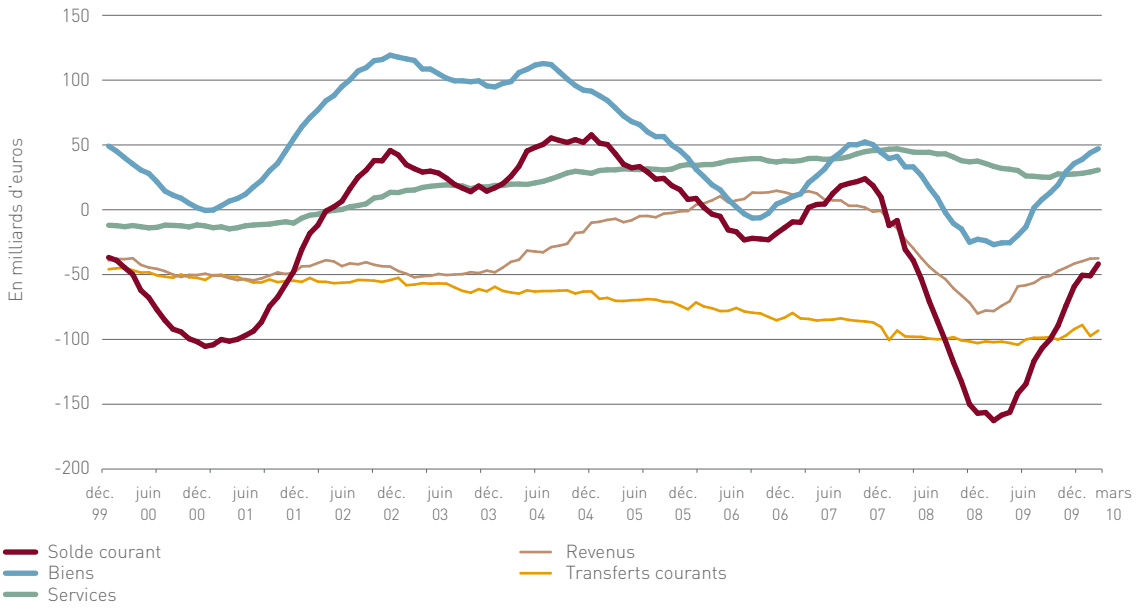
Le déficit courant de la zone euro s'est fortement contracté, en atteignant 56 milliards d'euros (soit 0,7 % du PIB) au cours de l'année 2009, contre 154 milliards en 2008. Cette importante amélioration est observée au niveau de presque tous les principaux soldes de la balance courante, à l'exception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

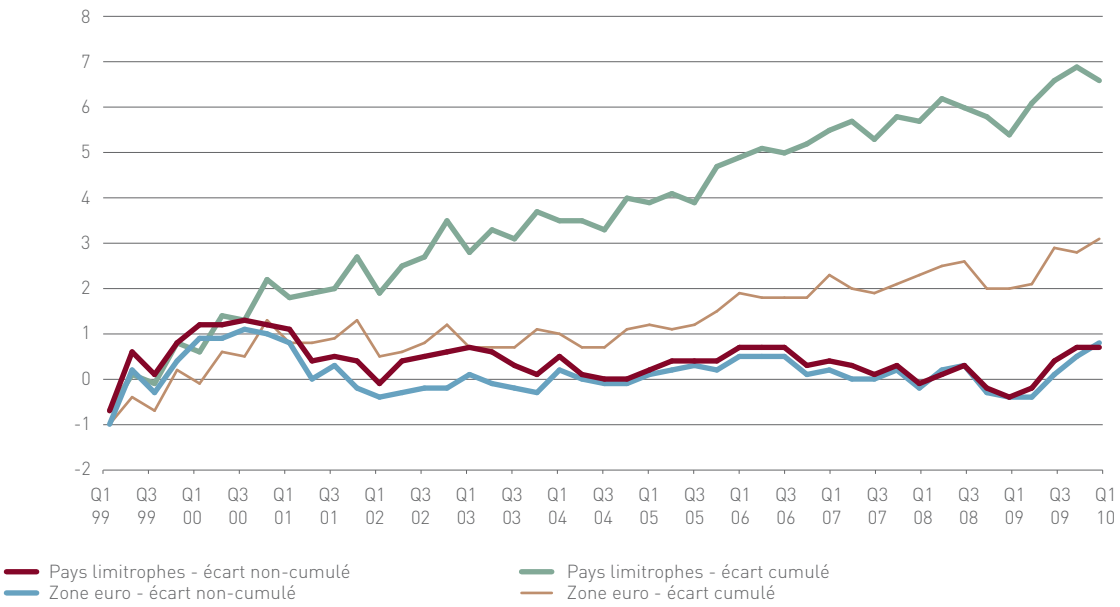
Source : Statec

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[1] 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)

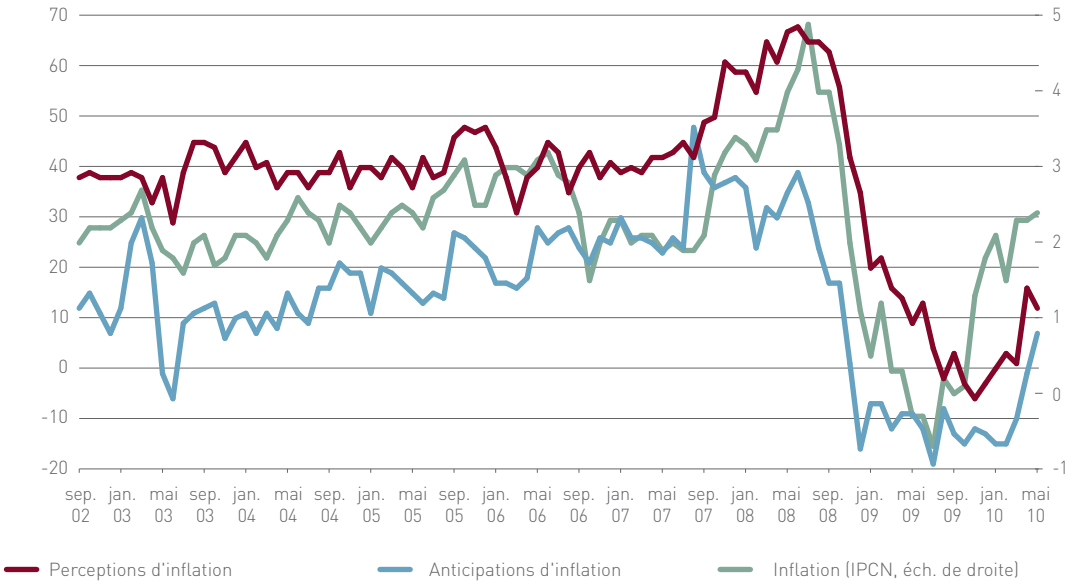


Sources : Statec, Eurostat, calculs BCL

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[2] 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[3]. 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.

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

3 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[4]. D'autre part, le salaire minimum serait ajusté au 1er 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

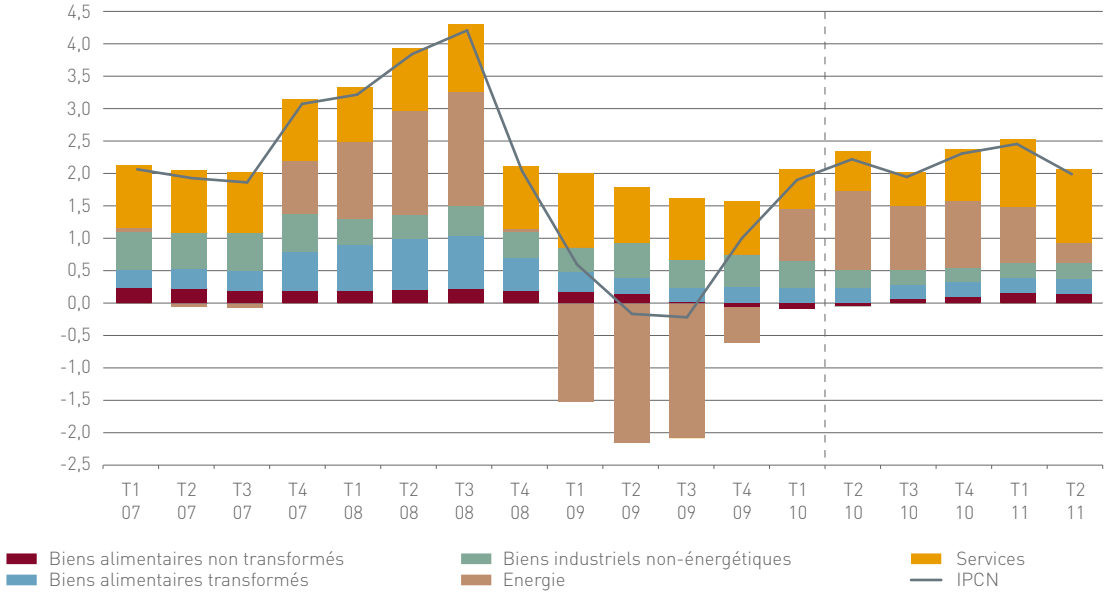
Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques, qui s'était fortement accélérée depuis la mi-2009, aurait déjà atteint son sommet au deuxième trimestre 2010. Si les prix des produits pétroliers devaient graduellement progresser au cours 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	2010-1er sem	2010-2e sem	2011-1er 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[1] 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'IIPCN 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

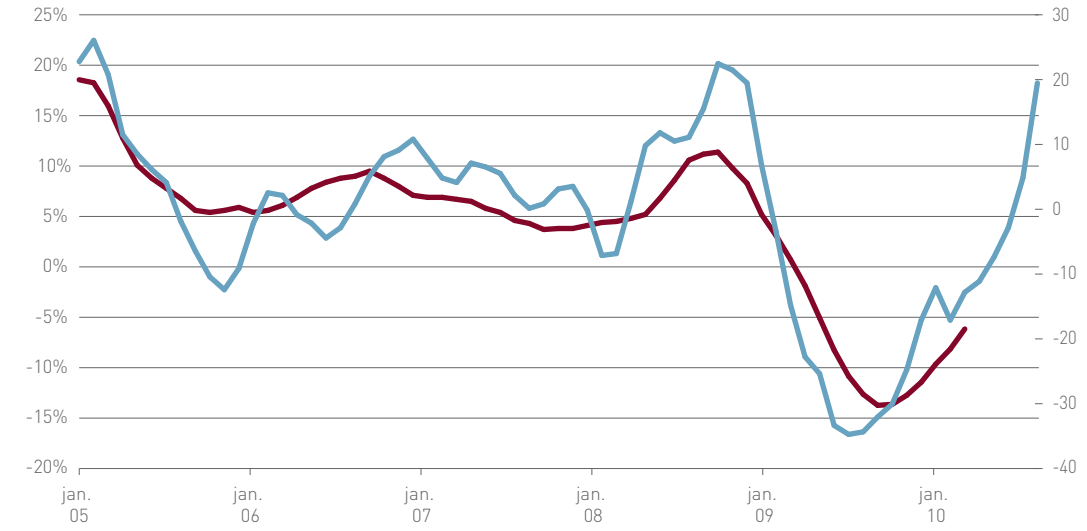
Source : STATEC

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*



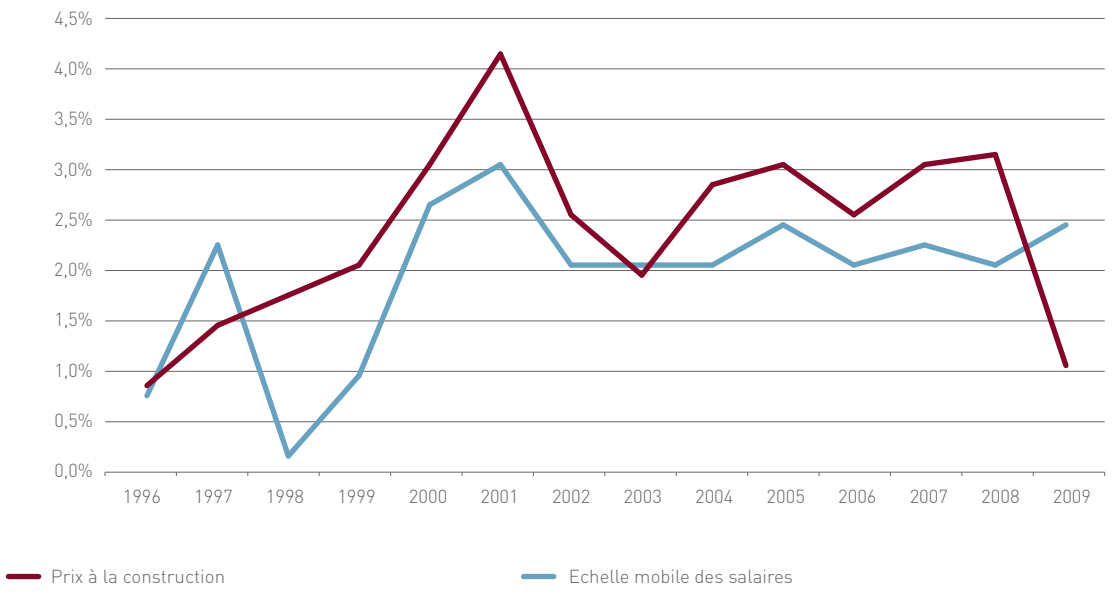
* L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

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'Eurosystème, 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[1], 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[2].

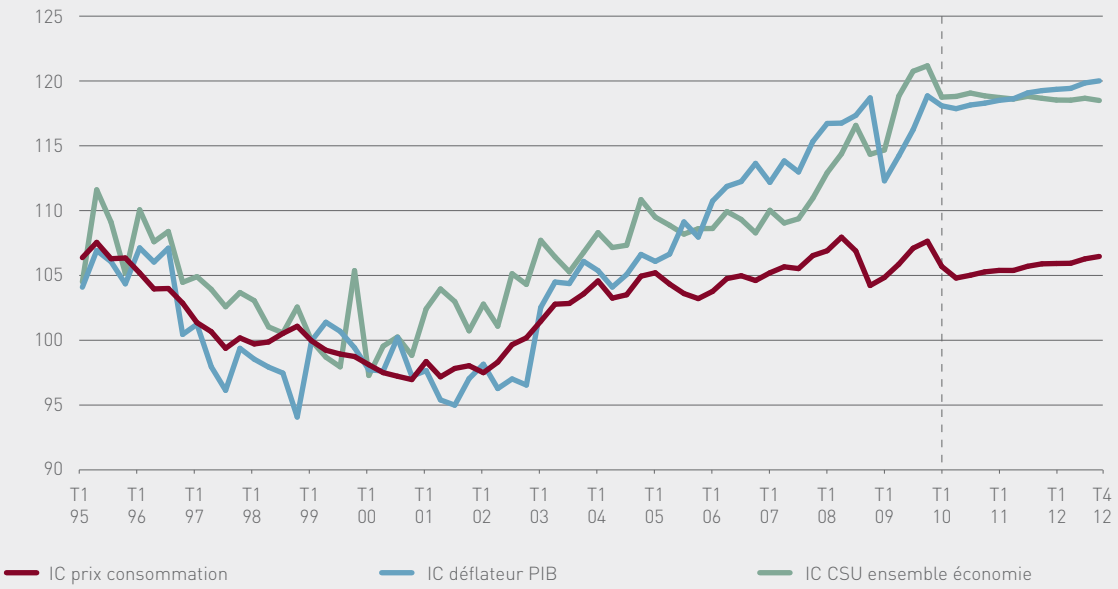
Le graphique présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg prolongés jusqu'en 2012 à l'aide des récentes projections de l'Eurosystème[3]. Dans chaque cas, une augmentation de la courbe signifie que les prix ou les coûts augmentent plus rapidement au

1 Les pays partenaires considérés sont les 26 autres membres de l'Union européenne et onze pays additionnels : la Suisse, la Norvège, les Etats-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 Etats-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 : Eurosystème 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 – Energie	-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

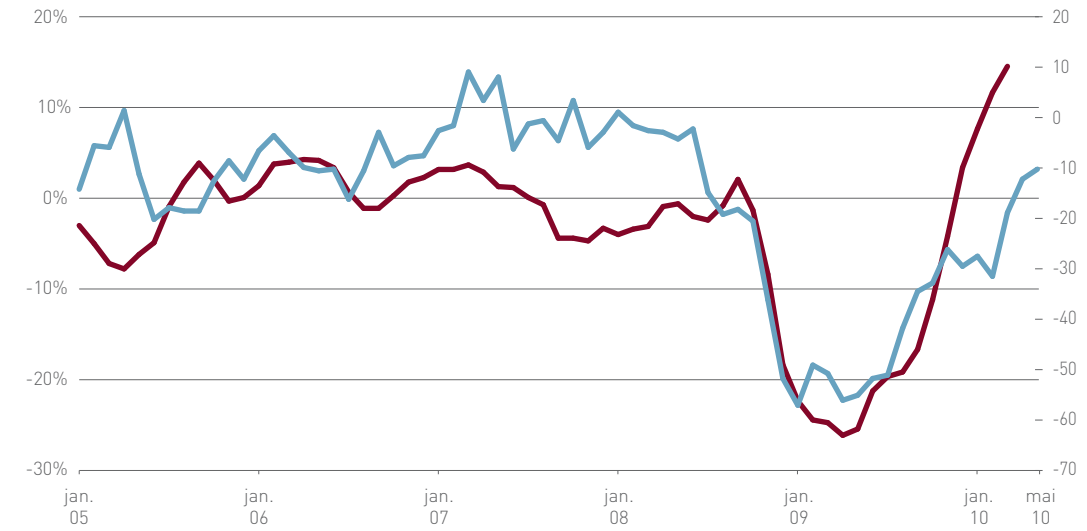
Source : STATEC

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 1er 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 1er et du 2e 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[1]	-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 1er 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_2. 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 (corrigé 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

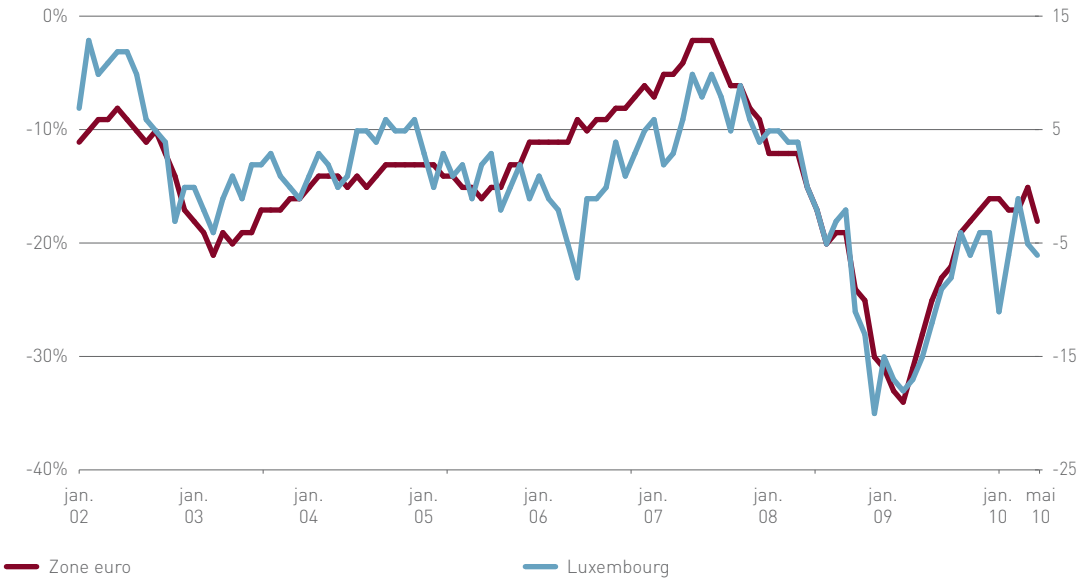
Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs[5] du Luxembourg a coïncidé avec l'apparition des turbulences sur les marchés financiers, soit au second semestre 2007. L'indicateur de confiance des consommateurs a atteint son minimum historique en décembre 2008. Il est apparu 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'épargner.

5 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[6] et de la hausse du taux de chômage[7] (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.

Encadré 1.2 :

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[1] 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[2]. 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[3].

Pour l'ensemble des méthodes considérées ici, la contraction du PIB réel observée en 2009 a changé le signe de l'écart de production[4], qui passe 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	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%
	Croissance du PIB réel	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 réelle	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'ensemble 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[5]. 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)[6].

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.

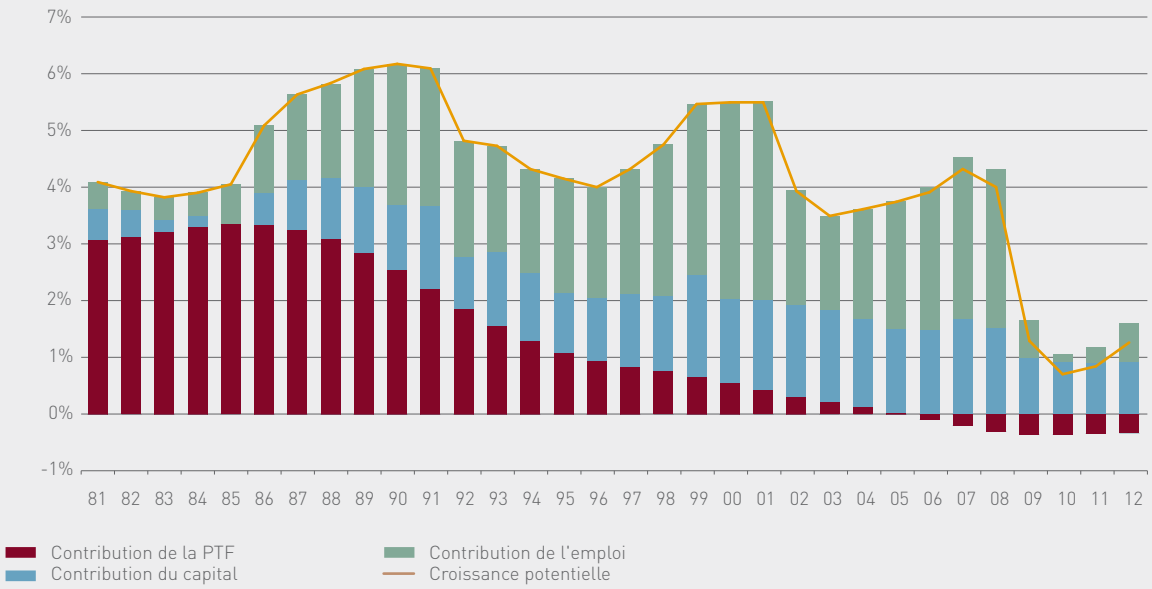
La contribution faiblement négative de la composante « heures travaillées » en 2010 correspond au recours massif au chômage partiel lors de la crise. La contribution systématiquement négative du taux de chômage correspond à la tendance haussière de cette variable depuis la fin des années 1980. La contribution 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.

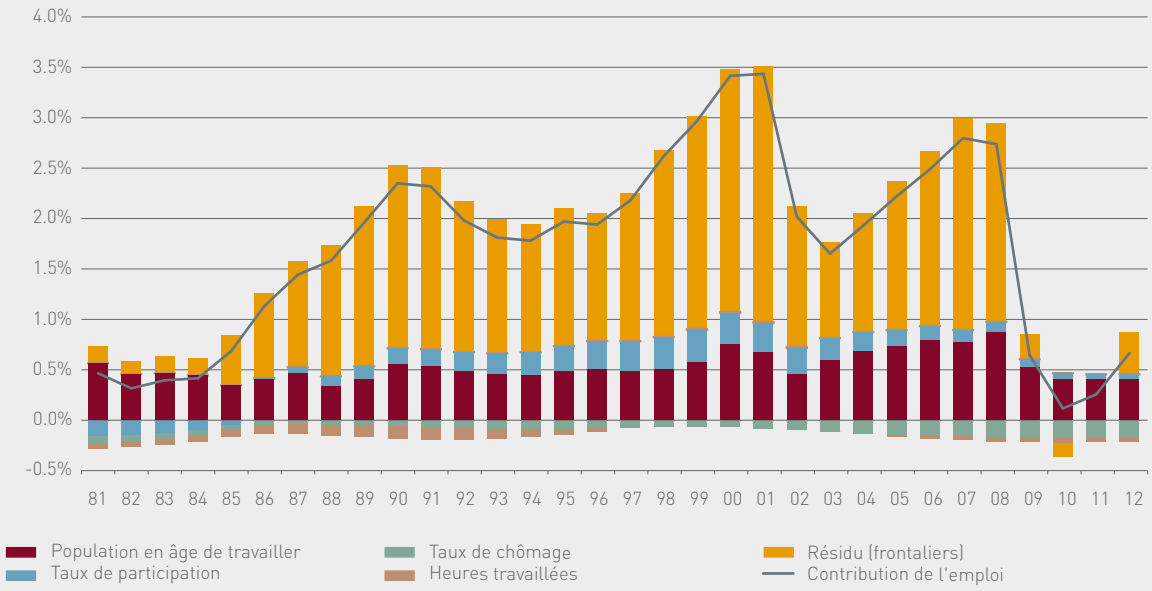
rapport OCDE pour le Luxembourg publié en mai propose plusieurs pistes pour améliorer le fonctionnement du marché du travail, visant notamment à mieux cibler les incitations des jeunes et des travailleurs plus âgés, et à mieux accompagner les catégories le plus exposées au risque de chômage de longue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

Graphique 1 : Comptabilisation de la croissance potentielle



Sources : données Statec, Banque mondiale, calculs BCL

Graphique 2 : Décomposition de la contribution de l'emploi



Sources : données Statec, 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 continuelle 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 [1]
				2008/12 - 2009/12		2009/12 - 2010/03		
	2008/12	2009/12	2010/03	en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2010/03
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 [1]
				2008/12 - 2009/12		2009/12 - 2010/03		
	2008/12	2009/12	2010/03	en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2010/03
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 [1]
				2008/12 - 2009/12		2009/12 - 2010/03		
	2008/12	2009/12	2010/03	en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2010/03
Total	**64 722**	**62 936**	**65 273**	**-1 786**	**-2,8**	**2 338**	**3,7**	**100,0**
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 (ISBLSM) 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 [1]
				2008/12 - 2009/12		2009/12 - 2010/03		
	2008/12	2009/12	2010/03	en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2010/03
Total	**166 157**	**145 469**	**150 870**	**-20 688**	**-12,5**	**5 401**	**3,7**	**100,0**
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 économico-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 graphique 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-

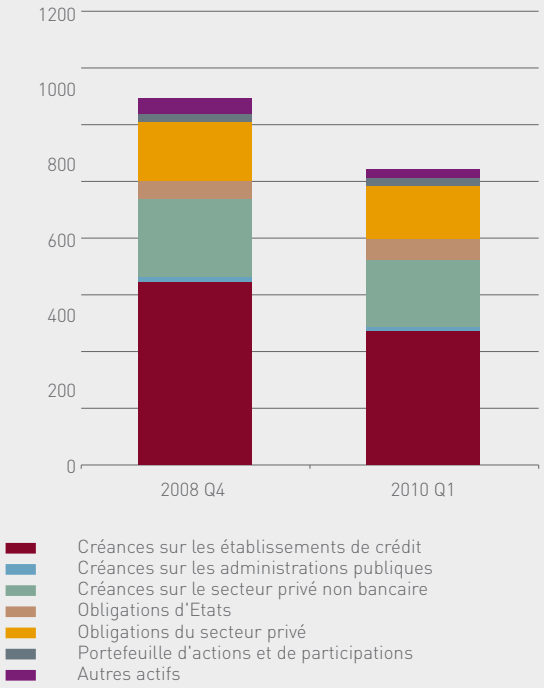
Graphique 1 : Levier d'endettement du secteur bancaire luxembourgeois
(Actif total / fonds propres[1])

[1] 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).

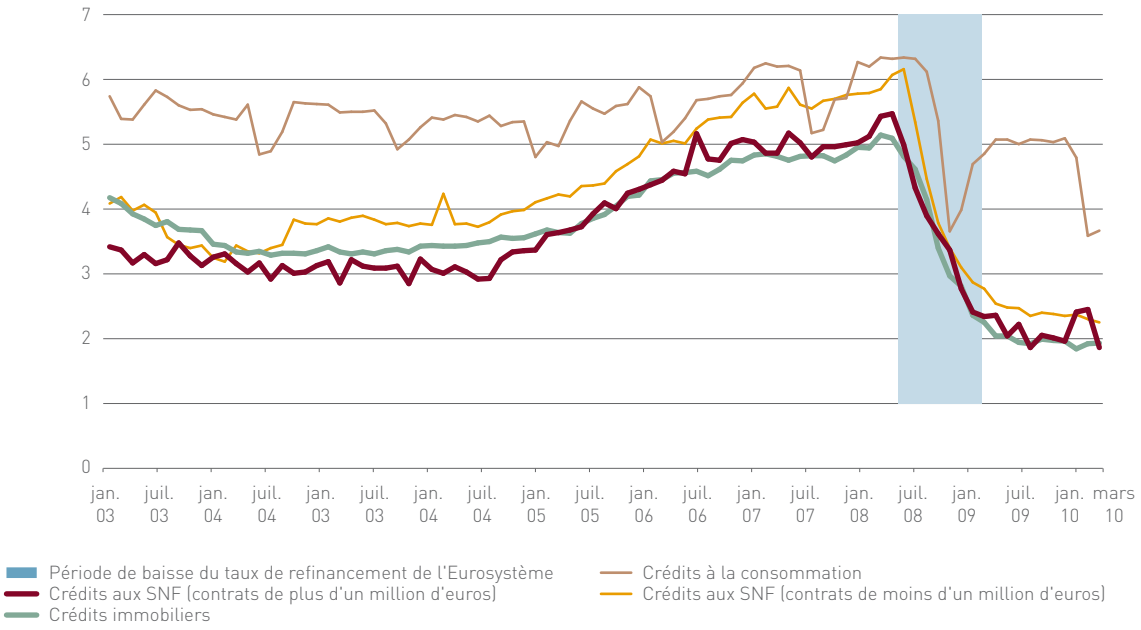
Suite à une baisse du coût des crédits à la consommation au début de l'année 2009, ces derniers enregistrent une hausse avant de se stabiliser autour d'un taux de 5 % entre le second trimestre 2009 et la fin de l'année 2009. Ce taux enregistre une nouvelle baisse au début de l'année 2010 sous l'influence 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

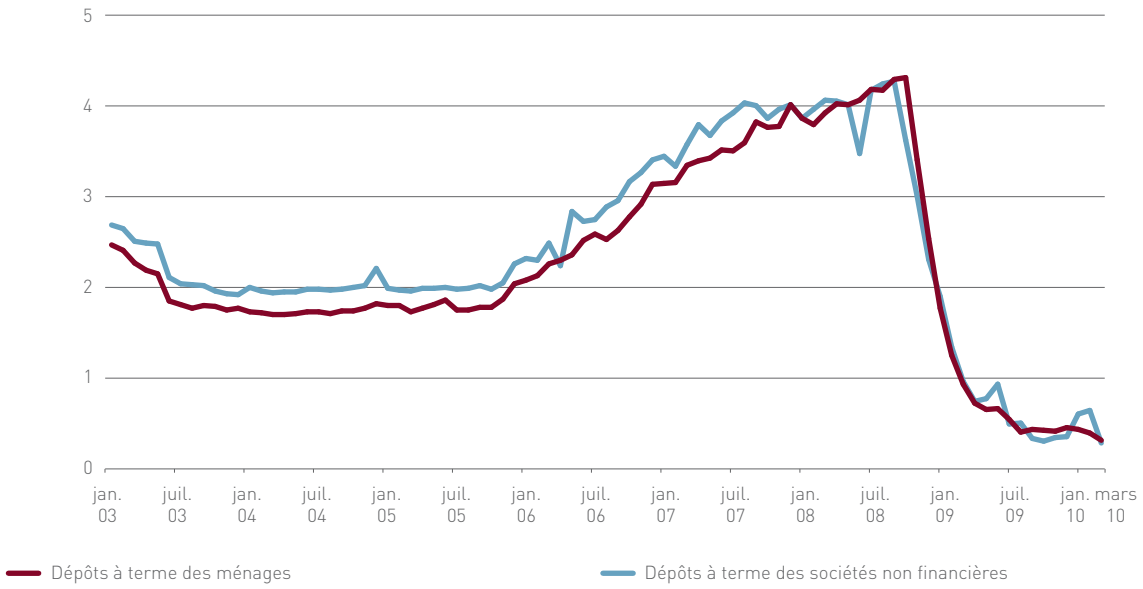
Les crédits aux sociétés non financières, pour des nouveaux contrats d'un montant inférieur à un million d'euros, ont vu leur coût diminuer de 213 points de base entre décembre 2008 (4,54 %) et décembre 2009 (2,41 %), puis de 9 points de base entre décembre 2009 et mars 2010 (2,32 %). Pour sa part, le 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

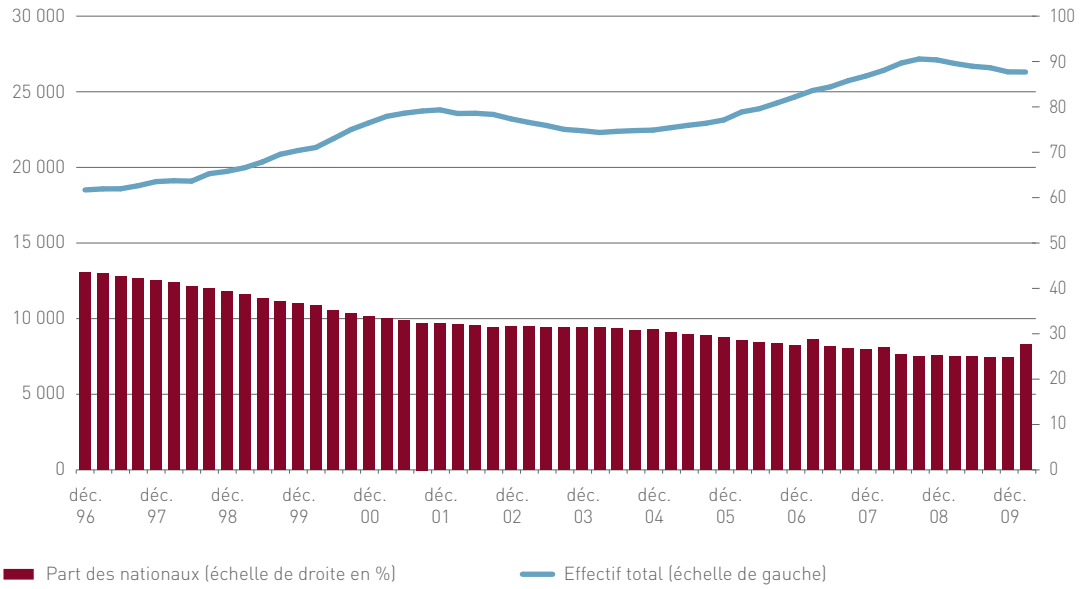
1.2.5.3 L'emploi dans les banques

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
14	**Résultats avant dépréciations, provisions et impôts**	**5 985**	**6 190**	**205**	**3,4**
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
18	**Résultat net**	**177**	**2 627**	2 450	1 384,2

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)

						Variation en pourcent			Variation en termes bruts		
	Rubrique des débits et des crédits	2009/03	2009/06	2009/09	2009/12	Variation du 1er au 2eme trimestre	Variation du 2eme au 3eme trimestre	Variation du 3eme au 4eme trimestre	Variation du 1er au 2eme trimestre	Variation du 1er au 2eme trimestre	Variation du 1er au 2eme 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.

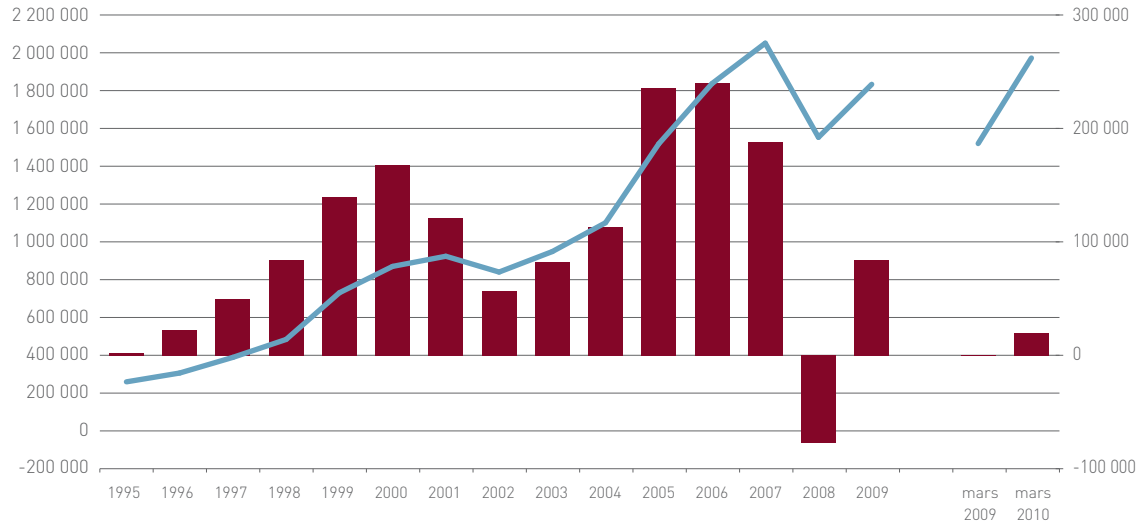
A la fin de l'année 2009, le nombre de compartiments était de 12 232, soit une baisse de 93 unités par rapport à la même date de l'année précédente. Toutefois, au cours du premier trimestre 2010, on constate un redressement de cette tendance à la baisse avec la création de 281 nouveaux compartiments.

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 comparts.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital[1] [2]	Variation des marchés financiers[2] [3]	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
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		
2009									
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
2010									
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.

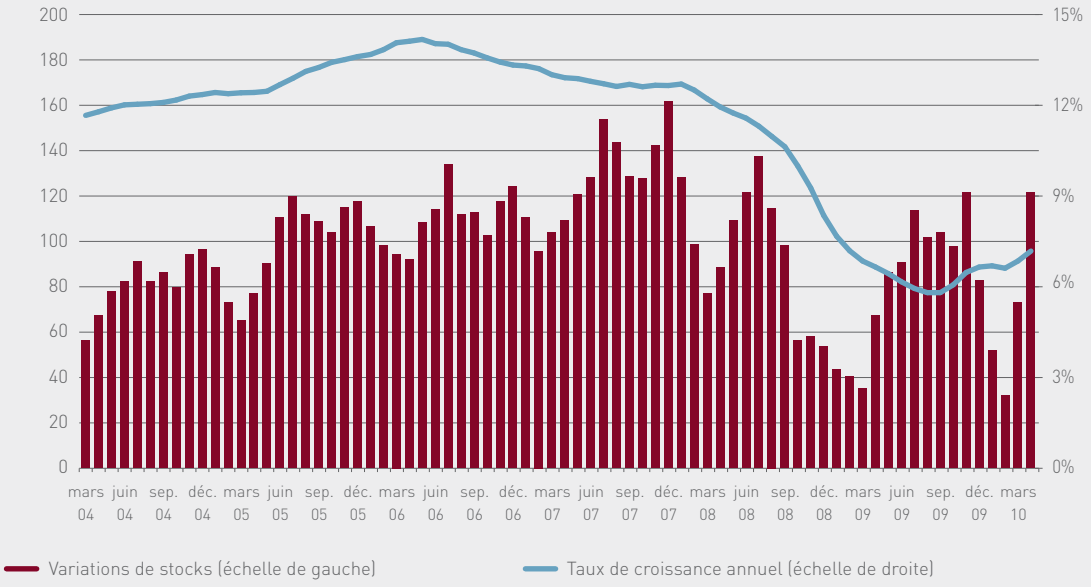
Remarque : Pour l'interprétation des différentes séries représentées dans les graphiques, il est impératif de tenir compte des échelles. Les flux (variations de stocks) de janvier 2007 et les taux de croissance annuels des encours de crédit pour l'année 2007 ont été ajustés pour corriger un effet statistique. 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[1] (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

1 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.

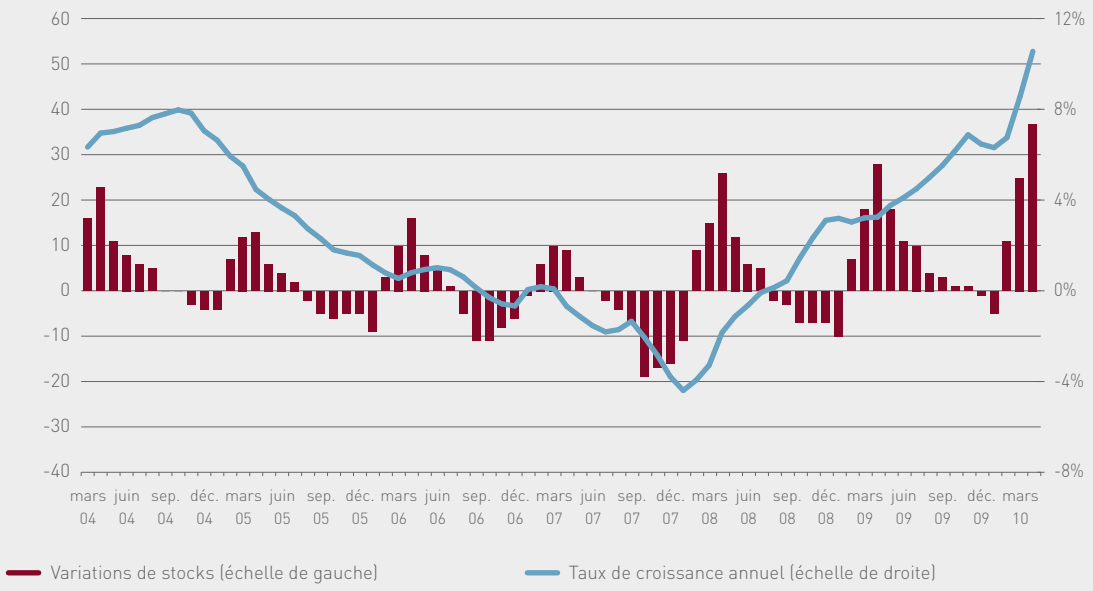
Si les informations disponibles dans le cadre de la collecte *MIR* confirment les tendances sous-jacentes notées ci-dessous, les volumes de nouveaux crédits accordés en 2009 sont relativement élevés par rapport aux années précédentes. Dans ce contexte, il convient de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte *MIR* et la collecte *BSI*[2].

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). Etant 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.

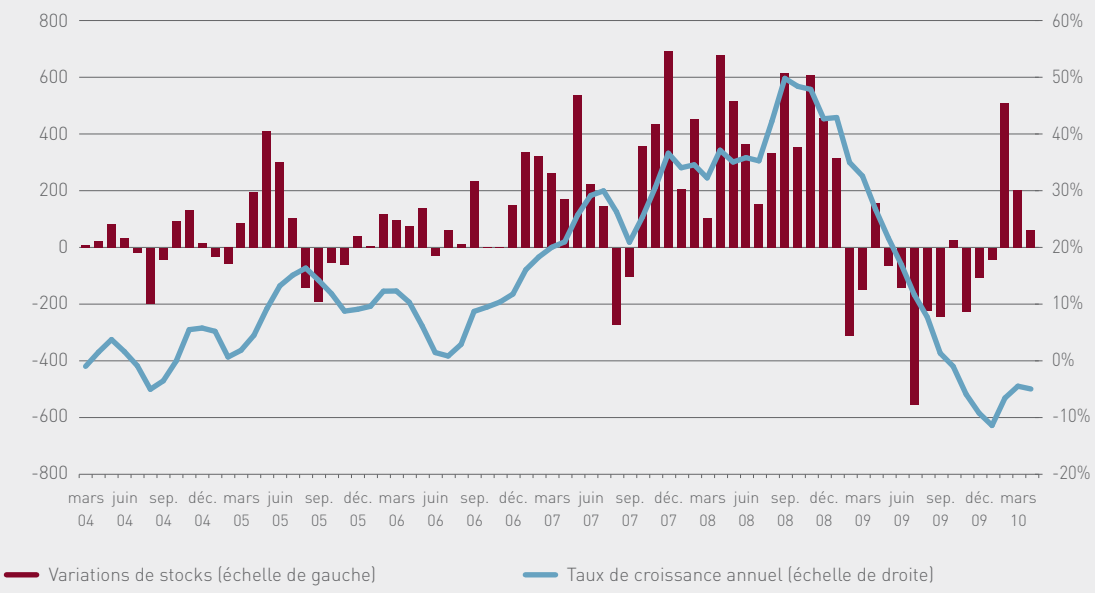
Quant à la progression annuelle des crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors-Luxembourg, elle a chuté tout au long de la période sous revue pour devenir négative au dernier trimestre 2009. La chute s'est poursuivie en 2010. Si début 2009 les flux mensuels étaient encore relativement élevés, ils 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.

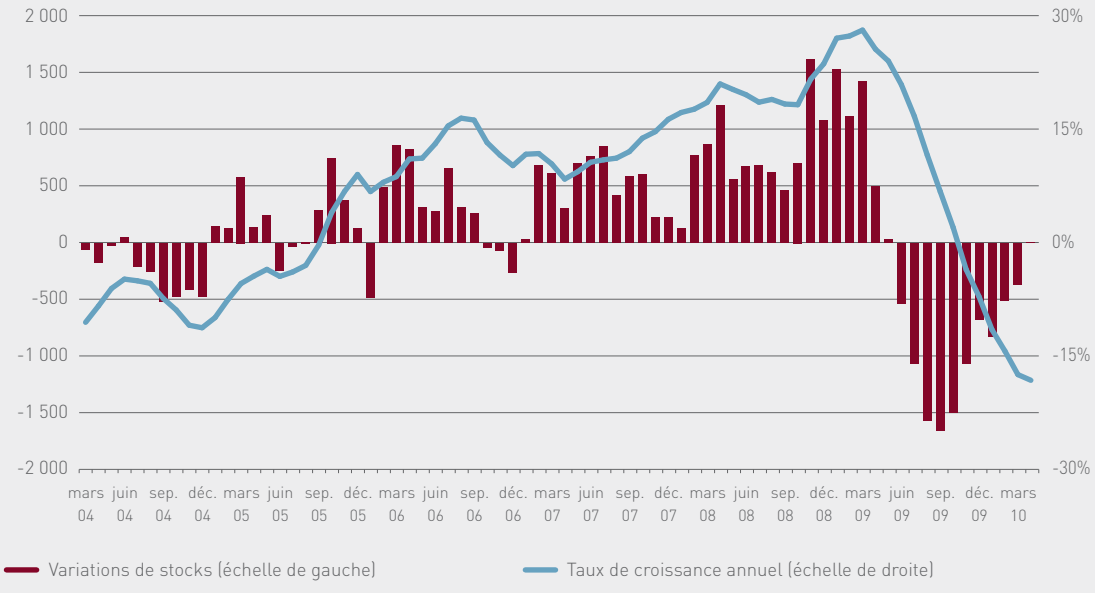
Les taux variables appliqués aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros ont continué à se replier progressivement au cours de la période sous revue. En avril 2010, le taux variable offert aux SNF pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros s'est inscrit à 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

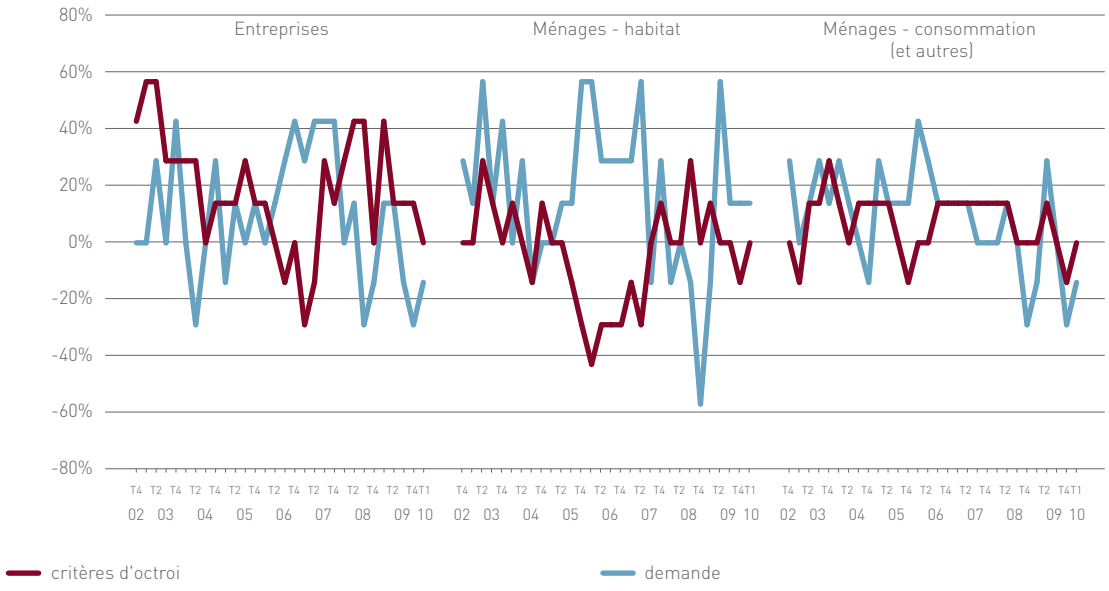
pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse. A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques. Les données sont donc à interpréter avec précaution.

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.

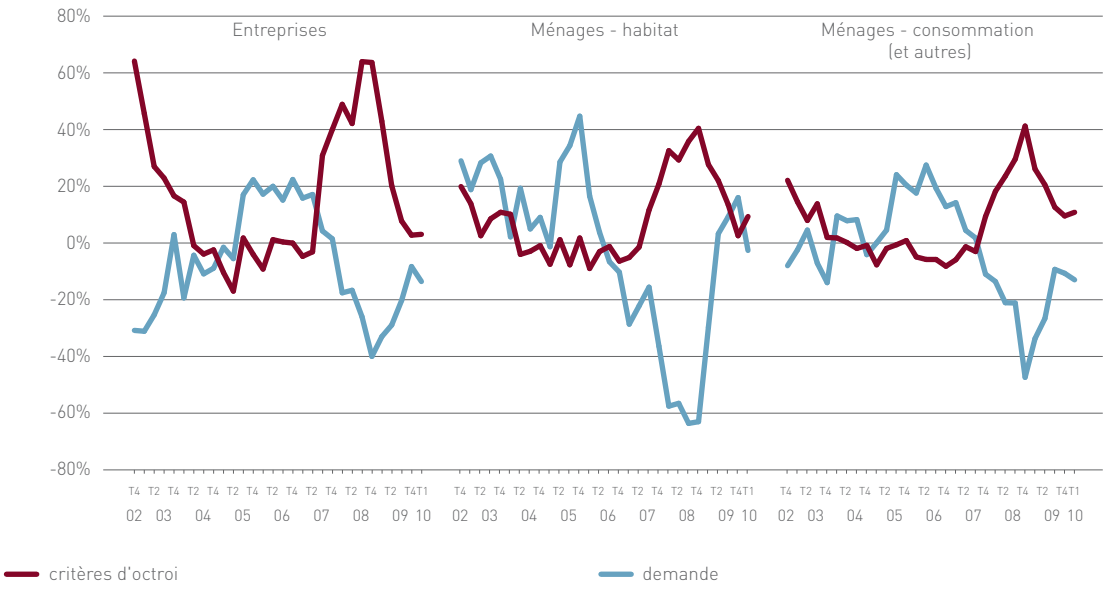
Pour les résultats dérivés des questions régulières de l'enquête, les graphiques représentent l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs.

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 crédit 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.

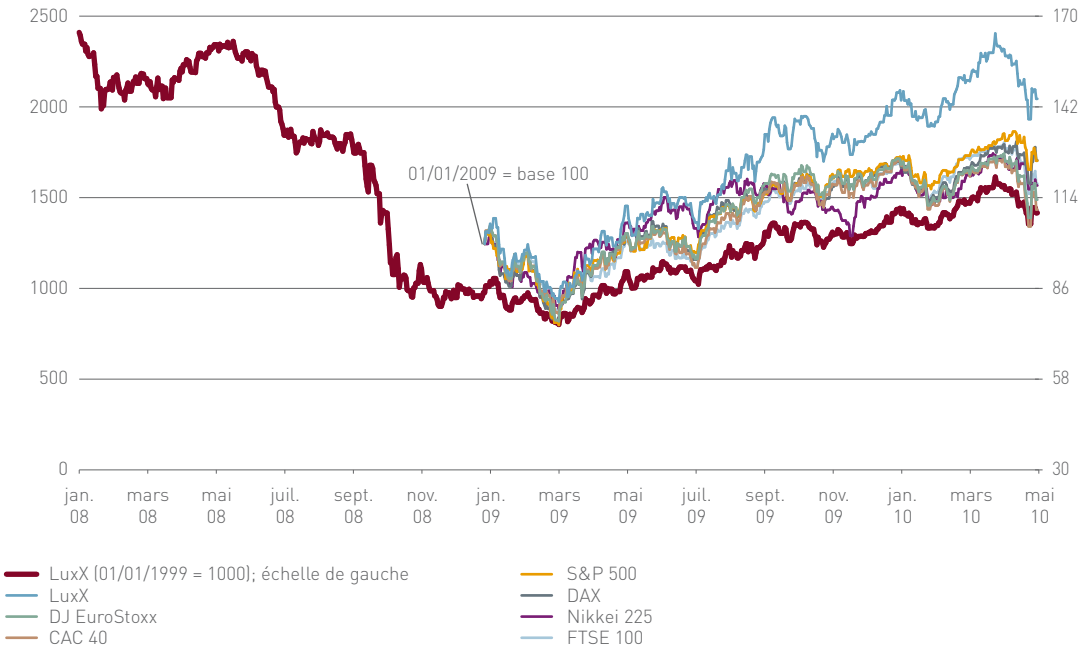
Finalement, une des questions récurrentes porte sur l'impact des turbulences financières sur les fonds propres des banques, ainsi que sur la propension à accorder des prêts. Si au Luxembourg l'incidence des tensions financières fut relativement faible, l'impact fut plus marqué en ce qui concerne la zone 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)

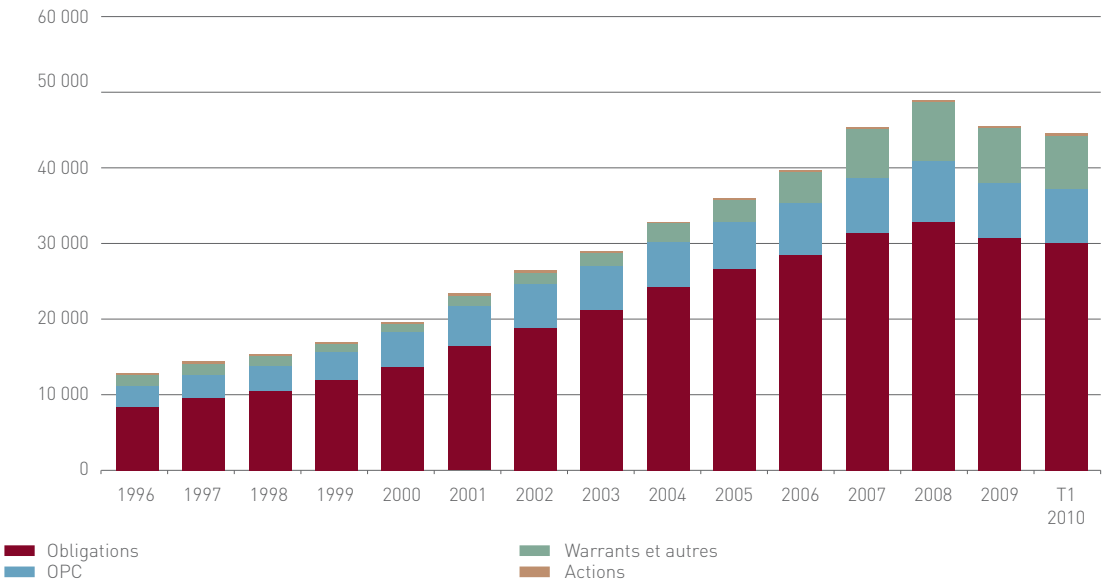


Source : Bloomberg

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[8]. 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%
aoû-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 4ème trimestre de 2009 par rapport à la même période de l'année précédente[9]. 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 4ème trimestre de 2009.[10]

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. A 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[11]. 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

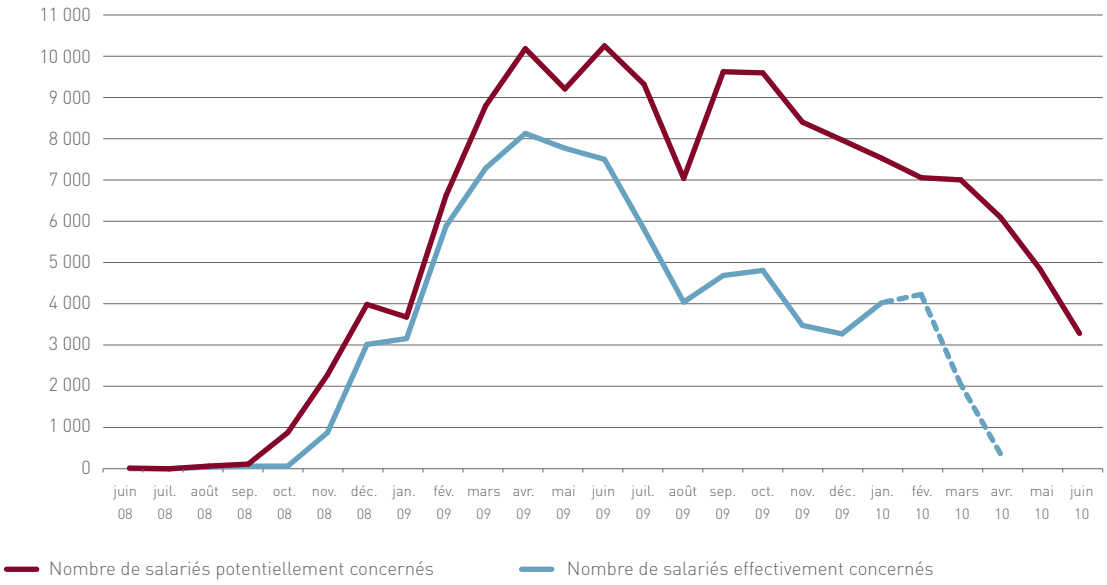
9 En termes annuels, l'emploi privé total a connu une quasi-stagnation par rapport à 2008 et une nette décélération du taux de croissance, qui est passé de 5,5 % en 2008 à 0,0 % en 2009 (5,1 % à 0,0 % de 2008 à 2009 pour l'emploi salarié)

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)



Remarque : les données en pointillé correspondent à des données provisoires

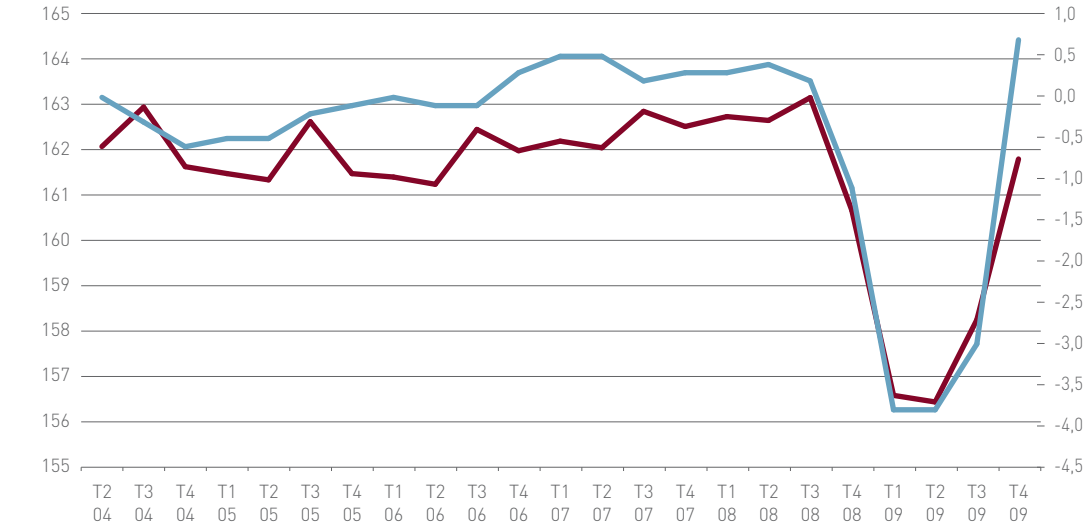
Sources : ADEM, Statec

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[12].

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 13ème semaine. Ce changement implique que ces heures, bien qu'elles ne soient pas travaillées, sont comptabilisées en tant qu'heures ouvrées (jusqu'à la 13ème 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

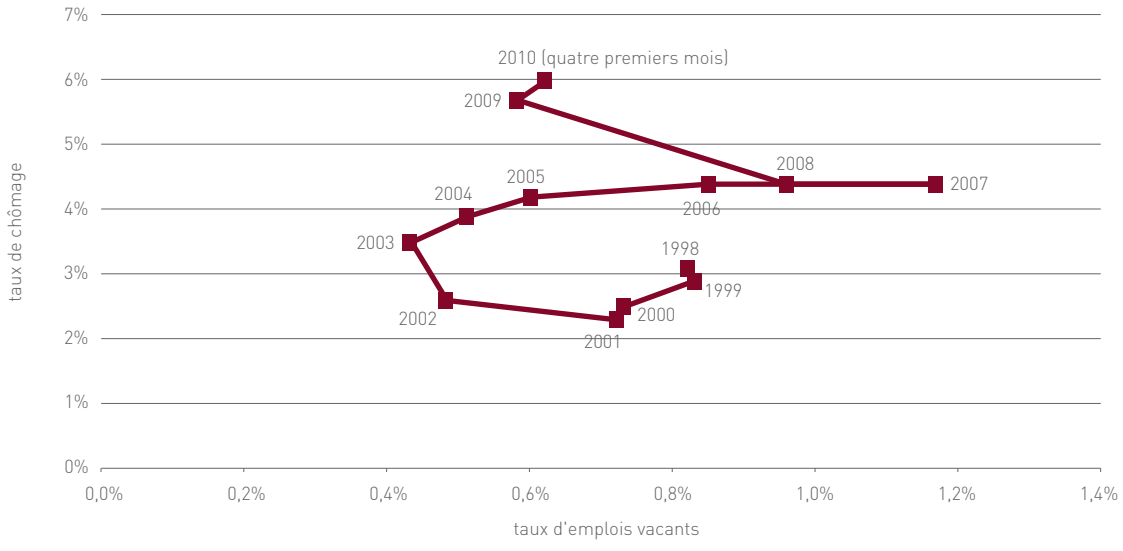
Cette stagnation du taux de chômage strict désaisonnalisé autour des 6,0 % pourrait en partie s'expliquer par le chômage partiel, même si, comme énoncé précédemment, ce dispositif n'a pas permis d'éviter durablement des pertes d'emplois dans certains secteurs tels que l'industrie. Des facteurs supplémentaires 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

qu'en moyenne, le nombre de personnes bénéficiant de mesures de soutien à l'emploi ait baissé en 2009 (en passant de 3 108 personnes en 2008 à 3 097 en 2009), le nombre de personnes concernées n'a cessé d'augmenter depuis décembre 2009[13].

Un autre facteur est lié au fait que du fait de leur plus grande présence dans les secteurs les plus exposés à la concurrence internationale, les frontaliers ont davantage subi les conséquences de la crise que les résidents. Or ces frontaliers ayant perdu leur emploi ne sont pas pris en compte dans le taux de chômage national.

L'aggravation puis la stabilisation du taux de chômage au cours de l'année 2009 trouve également son reflet dans les offres d'emploi non satisfaites (OENS) et les demandes d'emploi non satisfaites (DENS) enregistrées auprès de l'ADEM. L'augmentation du chômage enregistré dans le sillage de la crise reflète ainsi non seulement le fait que les licenciements s'accumulent, mais aussi qu'il est devenu nettement plus difficile de trouver un emploi, de sorte que les personnes qui s'inscrivent au chômage risquent d'y rester bien plus longtemps qu'en période ordinaire. Aussi, le chômage affecte de plus en plus des personnes avec un niveau de qualification élevé, qui avant la crise éprouvaient moins de difficultés à trouver un emploi. Toutefois, il convient de noter que même si la croissance des DENS reste extrêmement élevée en ce début d'année 2010, on remarque une légère décélération de cette tendance en variation annuelle, après le pic observé en juillet 2009. Cette décélération est particulièrement prononcée depuis décembre 2009. Parallèlement, après avoir connu un creux en juillet 2009, la baisse des OENS connaît une décélération depuis lors. En avril 2010, et ceci pour le deuxième mois consécutif, les OENS ont même atteint un taux de croissance positif. Toutefois, on ne peut exclure que ce rebond soit dû à un effet saisonnier.

Graphique 1.28 : Courbe de Beveridge



Sources : Adem, IGSS

13 3 849 personnes ont été concernées par ces mesures en avril 2010.

La diminution marquée du nombre de postes de travail offerts jusqu'au 2ème 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[14] 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[15].

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.

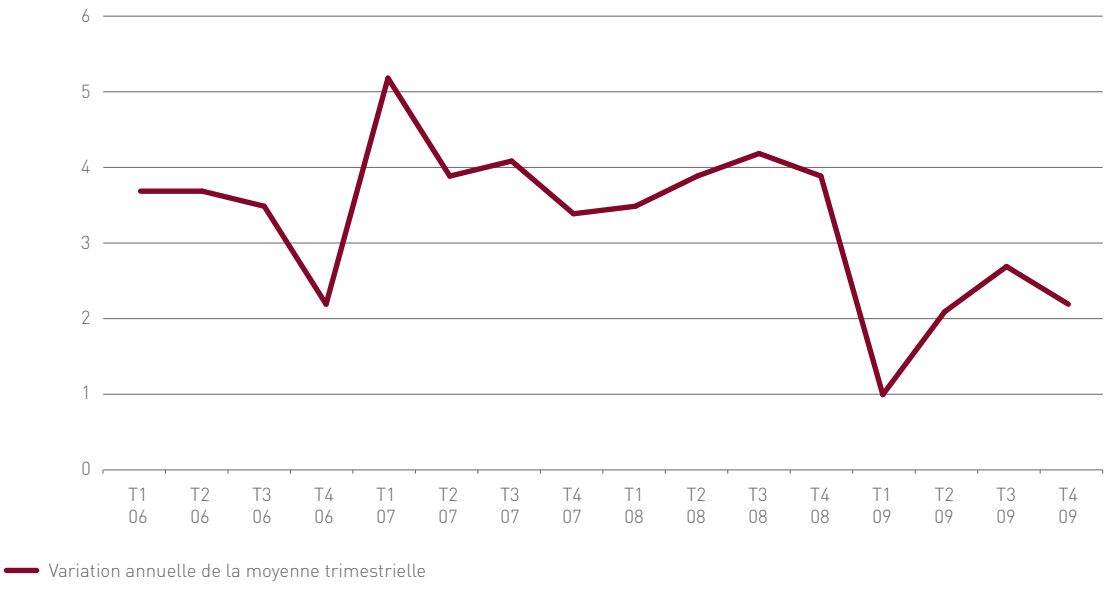
Dans le contexte de la crise, le renouvellement successif de certains accords salariaux actuellement en vigueur devrait induire une nette décélération des salaires et ceci malgré la prochaine tranche indiciaire.

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 allégement de cotisations (du coté des employeurs dans ce cas) envisageable ciblerait les salariés peu qualifiés, qui sont particulièrement exposés au risque d'enlisement 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.

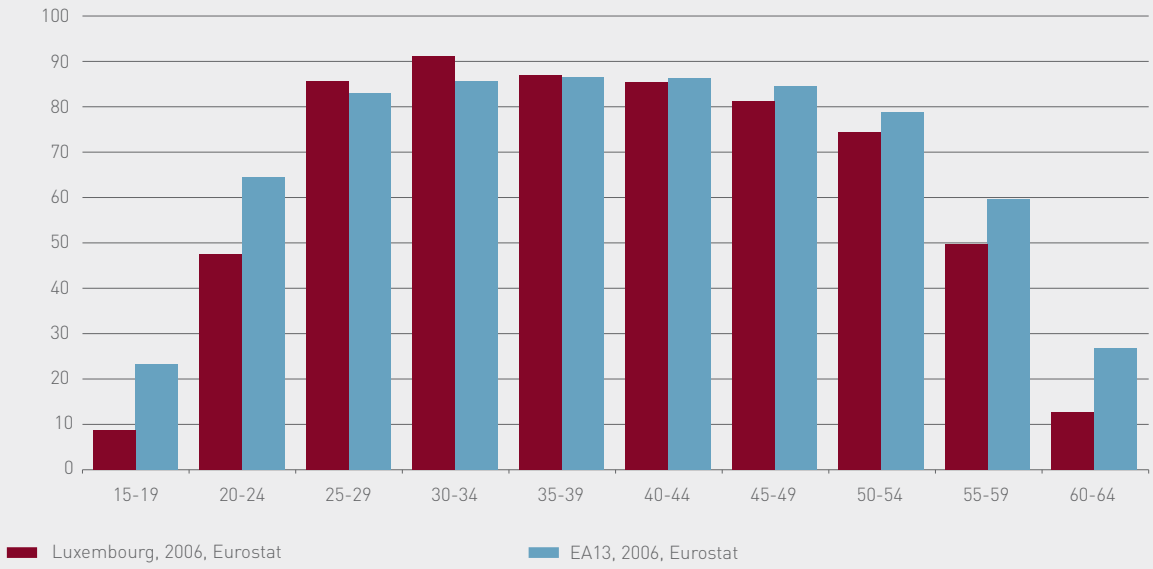
Mesure 1 : Taux d'activité des travailleurs âgés

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.[1] 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).

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.[2] 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).

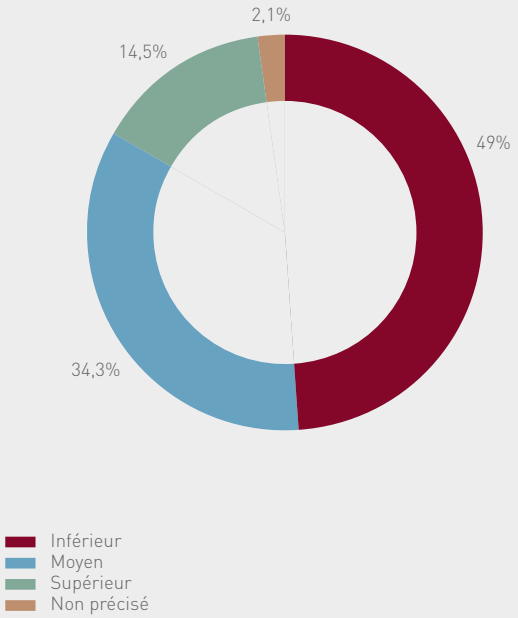
2 Dans les mesures budgétaires annoncées récemment, le gouvernement ne propose qu'une suspension partielle et provisoire, et donc aux effets très limités.

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

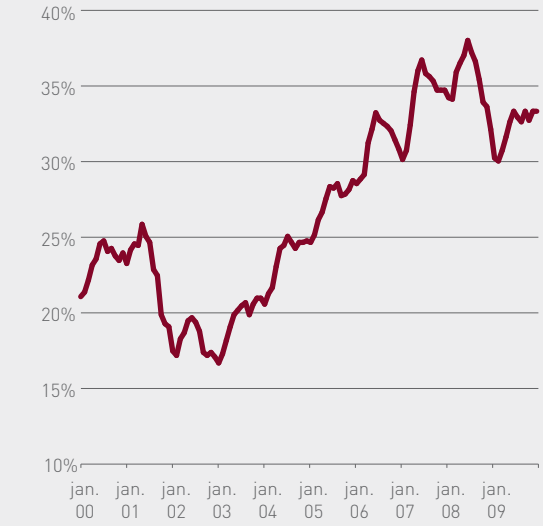
Au Luxembourg (mais ce phénomène n'est certainement pas typiquement luxembourgeois), les peu qualifiés représentent quasiment 50 % des chômeurs (voir le graphique 2). Suite au développement de « l'économie de la connaissance », on peut supposer que la demande de travail qualifié a fortement augmenté, 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)[3], 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.[4]

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.[5] 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).

5 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 allégements 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 décru de 13 %, de 17 %, de14 % 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)

	Exportations		Importations		Solde	
Période	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 %
2008	**11 890,4**	**0,4%**	**17 290,3**	**6,0 %**	**-5 399,9**	**21,0 %**
1er trim	3 062,0	-1,9%	4 108,1	1,4 %	-1 046,1	12,0 %
2e trim.	3 226,8	6,6%	4 543,9	6,1 %	-1 317,1	5,8 %
3e trim.	3 040,5	10,1%	4 553,0	16,5 %	-1 512,5	32,1 %
4e trim.	2 561,1	-12,8%	4 085,3	0,3 %	-1 524,2	31,6 %
2009	**9 145,2**	**-23,1%**	**13 345,3**	**-22,8 %**	**-4 200,1**	**-22,2 %**
1er trim	2 243,1	-26,7%	3 308,3	-19,5 %	-1 065,1	1,8 %
2e trim.	2 167,5	-32,8%	3 213,4	-29,3 %	-1 042,8	-20,6 %
3e trim.	2 395,0	-21,2%	3 216,4	-29,4 %	-821,4	-45,7 %
4e trim.	2 339,5	-8,7%	3 607,2	-11,7 %	-1 267,7	-16,8 %
2010						
1er trim	2 429,2	8,3%	3 514,5	6,2 %	-1 085,4	1,9 %

Source : STATEC

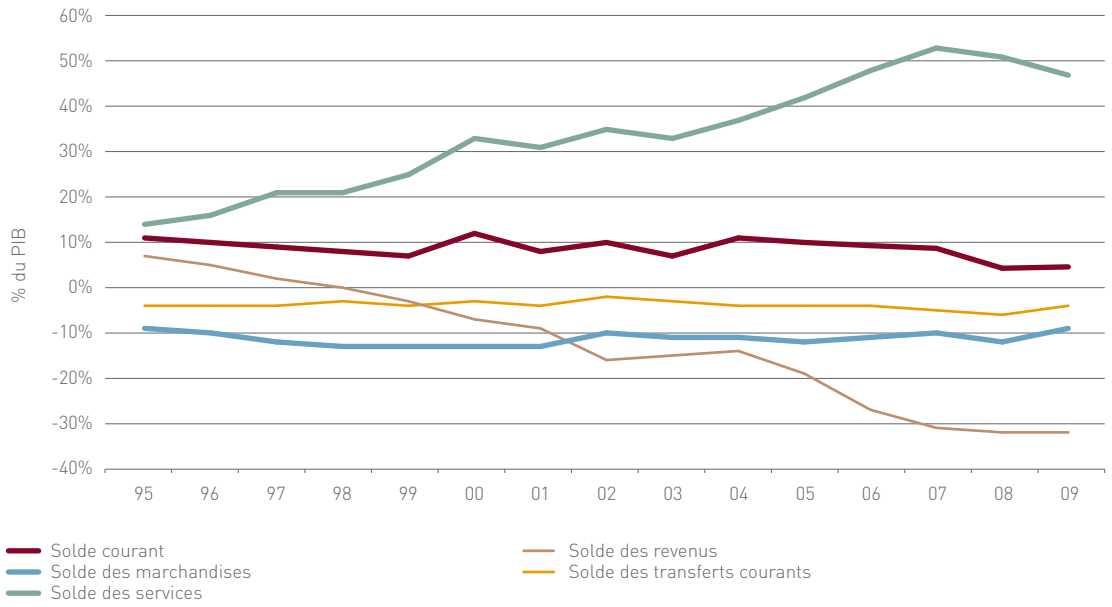
La ventilation par catégorie de biens montre que la baisse de la demande mondiale a largement affecté les exportations de produits sidérurgiques qui ont successivement chuté de 41 %, de 51 %, de 48 % et de 19 % au premier, au deuxième, au troisième et au quatrième trimestre de 2009. La baisse atteint 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-monétaire, 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-monétaire, 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-monétaire, 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[1] : Million EUR	2008			2009		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	**205 127**	**203 027**	**2 100**	**160 396**	**158 265**	**2 130**
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
COMPTE DE CAPITAL	**100**	**335**	**-235**	**106**	**374**	**-268**
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER[2]			**-1 892**			**-1 841**
Investissements directs[3]	-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
Investissements de portefeuille	**120 915**	**-97 492**	**23 423**	**-113 216**	**115 239**	**2 023**
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
Produits financiers dérivés			**-14 247**			**-10 367**
Autres investissements	**-25 260**	**37 911**	**12 651**	**53 457**	**-31 275**	**22 182**
Avoirs de réserve			**-90**			**-64**
ERREURS ET OMISSIONS			**27**			**-21**

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 resérve, un signe négatif indique une entrée, un signe positif une diminution.
3) Pour les investissement directs, les avoirs se réfèrent aux investissements directs à l'étranger et les engagements aux investissements directs au Luxembourg.

Source : BCL/STATEC

1.2.11 Projections macroéconomiques générales

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2009[16] 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 %. Evaluée 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.

16 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-entretenue.

Tableau 1.23 : Projections des institutions internationales et hypothèses techniques (taux de variation annuels)[1)]

	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 [2)]	62	79 (-2)	84 (-2)	86
Taux de change $/€ [3)]	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 [4)]	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

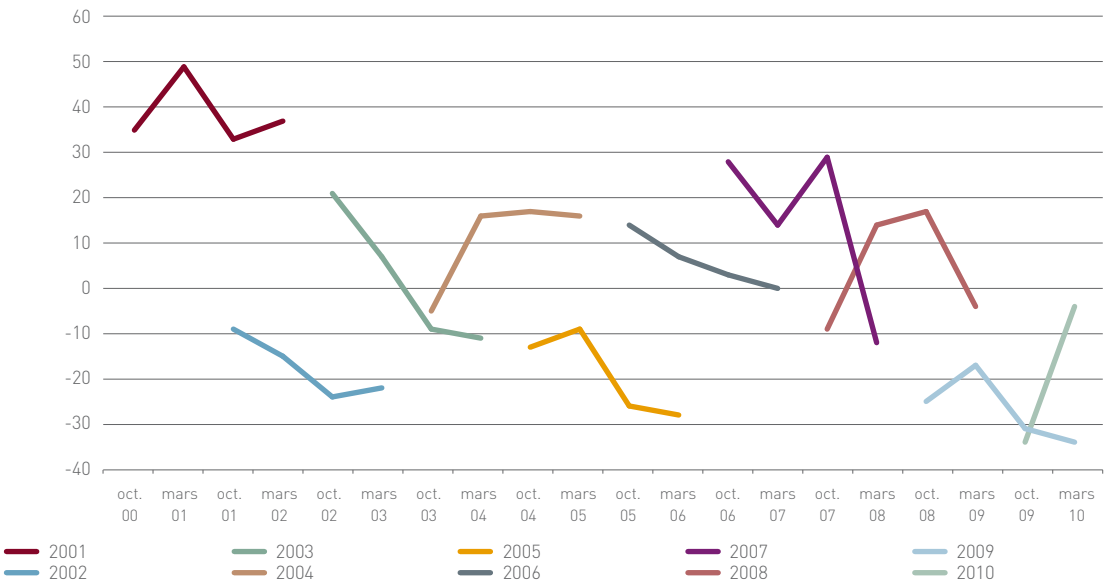
Au Luxembourg précisément, le sursaut enregistré au deuxième semestre 2009 et la poursuite de la croissance au début de l'année 2010 donnent lieu à un scénario qui se présente plus favorablement que lors de l'exercice de décembre 2009. La fin de la récession se manifesterait finalement aussi dans les 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'accélérerait 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'accéléreraient 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'accéléreraient 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'accélérer 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'accélérerait 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

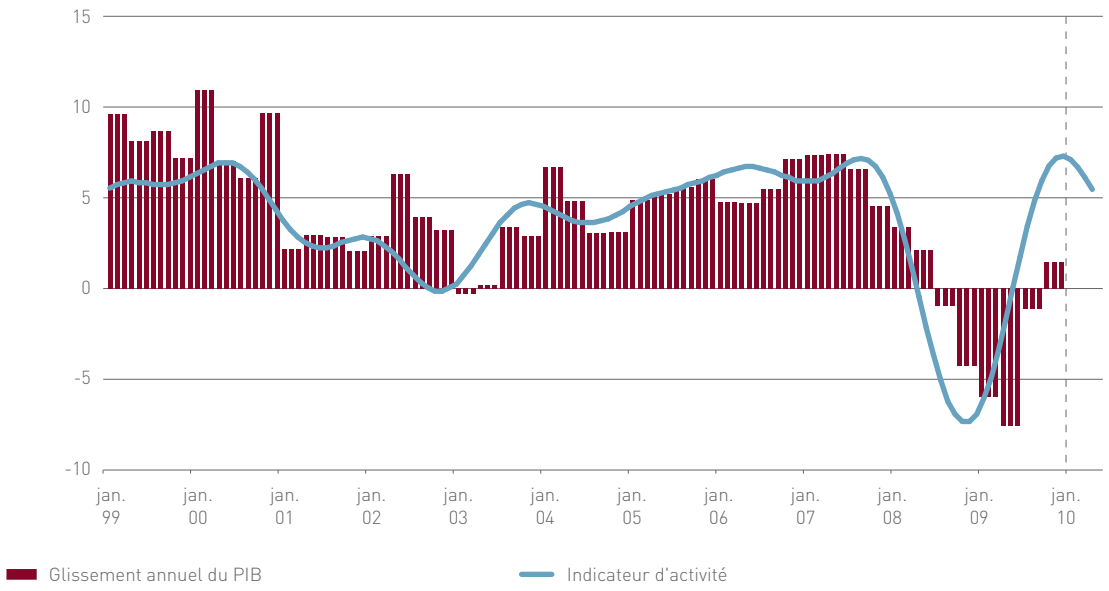
Compte tenu de la multitude des chocs qui ont frappé l'économie mondiale et luxembourgeoise – la crise financière et l'assainissement des bilans par certaines banques, l'effondrement et puis le rebond du commerce mondial, l'ajustement du marché de l'emploi, le tour expansionniste des politiques économiques 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 Etats-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 immanquablement 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.[17] 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.

17 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.

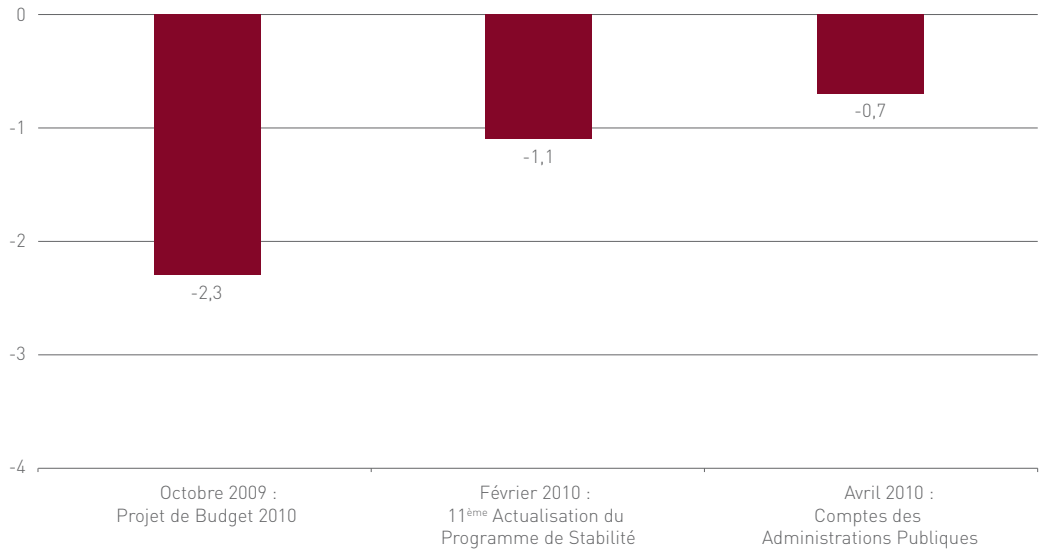
1.2.12 Les finances publiques

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 : 11ème 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 Administration 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-clefs 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
Recettes	**9 276,9**	**8 468,8**	**-8,7%**
Recettes courantes	9 188,7	8 398,7	-8,6%
Recettes en capital	88,2	70,1	-20,5%
Dépenses	**9 264,7**	**9 793,8**	**5,7%**
Dépenses courantes	8 327,1	8 850,9	6,3%
Dépenses en capital	937,6	942,9	0,6%
Solde	**12,2**	**-1 325,0**	**--**
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'accentuerait encore de 2008 à 2010. Alors que les dépenses programmées des fonds et assimilés progresseraient en deux ans de quelque 33 %,[18] la croissance des dotations précitées n'excéderait pas 3,5 %, toujours sur l'horizon de deux ans 2008-2010[19].

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[20] 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 décru 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[21] 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.[22] Cette diminution prononcée s'explique par l'impact de la crise financière sur l'industrie des fonds. Les droits d'enregistrement ont également subi une 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[23]. 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.

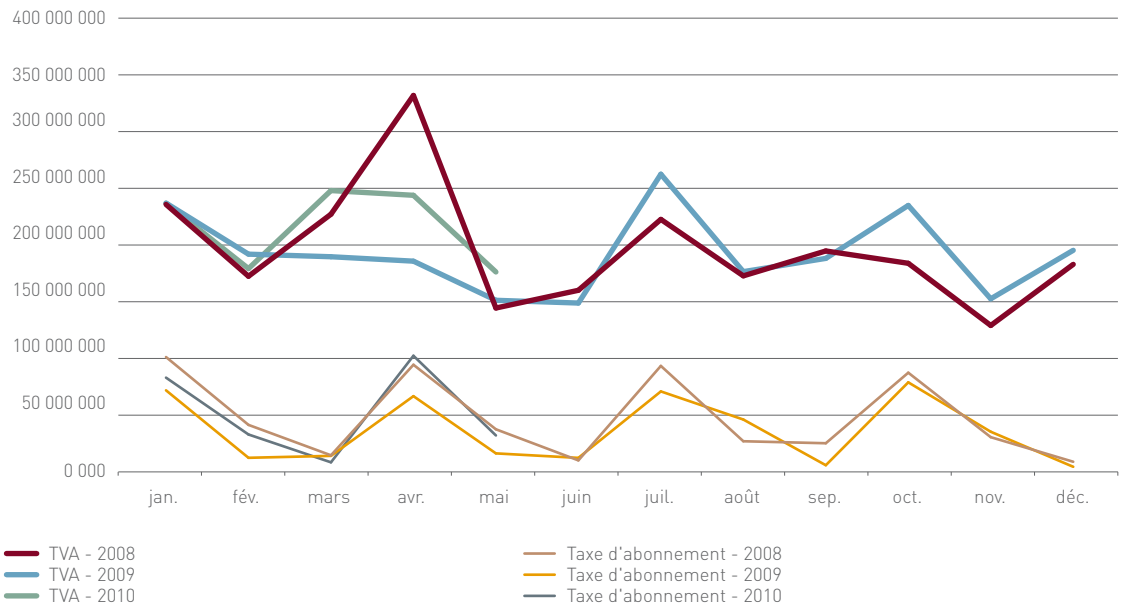
Comme indiqué supra, les recettes en provenance de la TVA ont été peu dynamiques en 2009. Une certaine progression par rapport à 2009 semble s'être manifestée au cours des cinq premiers mois de 2010[24]. Si les recettes de TVA sont supérieures aux recettes correspondantes encaissées en 2009, elles restent 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[25] 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[26]. 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[27].

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[28]:

- 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)

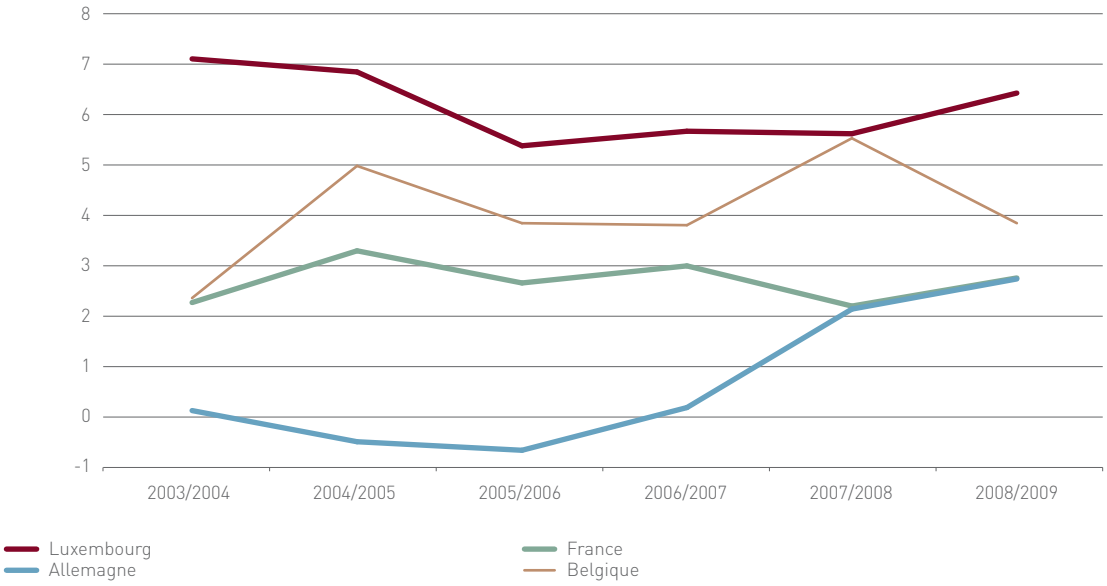
	Données officielles avril 2010						Projections BCL juin 2010		
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Transferts sociaux	21,0	20,5	19,2	18,3	19,1	21,9	21,6	21,6	21,7
Investissements publics	4,3	4,5	3,6	3,3	3,2	3,6	3,5	3,4	3,2
Dépenses de consommation[1)]	11,5	11,3	10,4	10,0	10,4	11,5	11,7	11,9	12,0
Subsides[2)]	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.

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

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

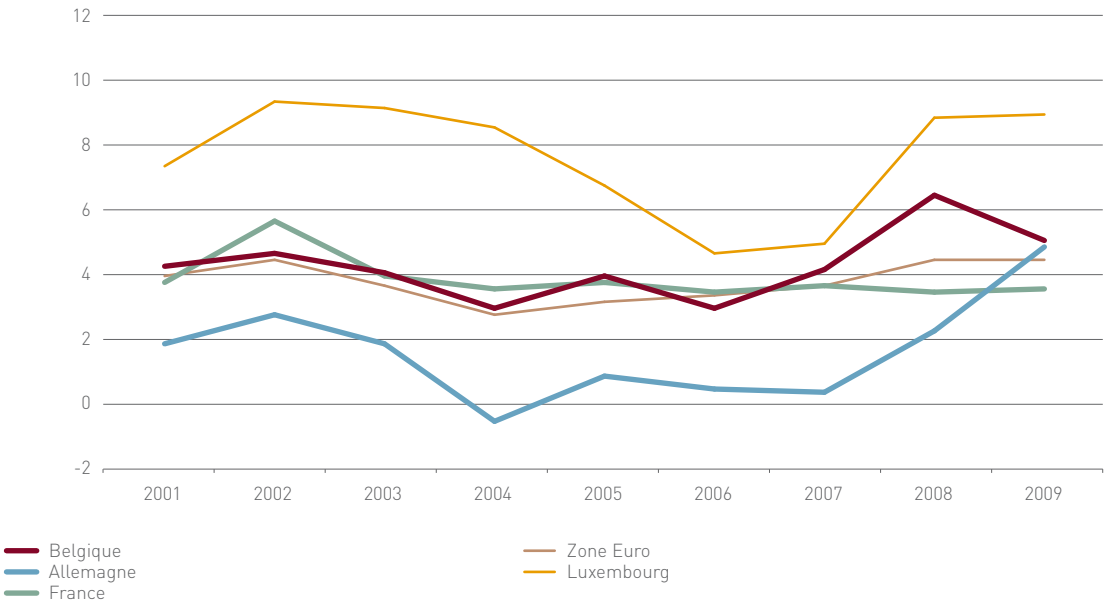
De plus, la progression nominale des dépenses courantes totales a elle aussi été fort dynamique par le passé. En 2009, le Luxembourg continue à afficher une progression nominale des dépenses courantes nettement plus élevée que dans les pays limitrophes ou dans l'ensemble de la zone euro, même si une 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[29]. 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

29 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[30].

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[31] - qui ont été renforcées par les mesures annoncées par le Premier ministre le 6 mars 2009 (transcrites au Budget 2010)[32]. 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[1)]	-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 ammène 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 1er 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[33]. 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[34], 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.

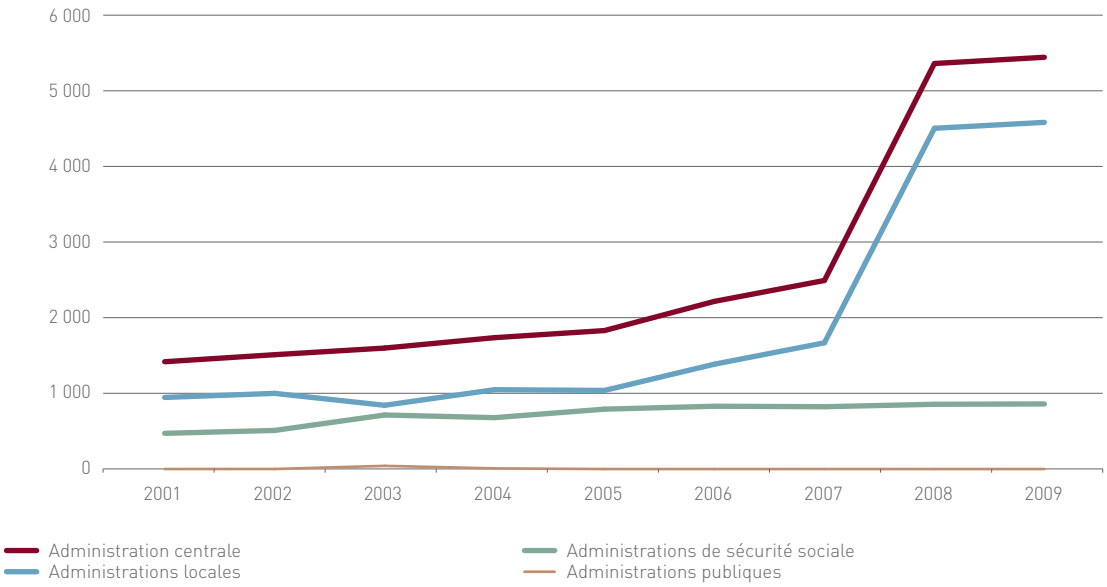
33 L'opération Fortis Luxembourg a exercé un impact direct et immédiat sur la dette publique, mais n'a pas eu d'impact négatif sur le solde de l'administration publique en 2008 (transaction assimilée à une opération financière n'affectant pas le solde, conformément aux règles régissant la comptabilité 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[35], 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.

35 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[36].

36 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.

Encadré 1.6 :

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[1]. 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 conséquente 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[2]. 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 Ilzetzki, 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
1	**Investissements publics (administration centrale)** plafonnés au niveau de l'année 2009 (768,6 mill EUR)	**96**	**70**
2	**Réduction des transfers en capital (investissements)**	**10**	**10**
3	**Réduction des frais de fonctionnement de l'Etat**	**28,5**	**29,4**
	- 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
4	**Transferts aux ménages**	**85,5**	**49,5**
	- 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
5	**Réduction globale de 10% des subventions aux entreprises**	**4**	**4**
6	**Baisse du cofinancement de l'Etat aux stations d'épuration de 90 à 75% (pas d'impact sur le solde des adm. publiques)**		
	Total dépenses	**224**	**163**
	Recettes	2011	2012
1	Nouveau taux d'imposition de 39% (impôt sur les traitements et salaires) à partir de 83 586 euros	26	39
2	Hausse de l'impôt de solidarité de 2,5% à 4% et à 6% pour revenus imposables > 300000 euros	40	42
3	Introduction d'un impôt de crise de 0,8%	80	82
4	Hausse de l'impôt de solidarité pour entreprises de 1%	12	12
5	Montant des frais de déplacement réduit de moitié à partir de 2011	50	50
6	Réduction de droits d'enregistrement et de transcription pour l'acquisition d'habitations pers. (Bëllegen Akt)	70	70
7	Pas d'adaption des barèmes d'impôts à l'inflation		
8	L'impôt sur les sociétés ne sera pas réduit comme prévu		
9	Définition des plafonds pour les déductions fiscales pour les entreprises en cas de payement de bonis		
10	Introduction d'un forfait à payer pour certains types de sociétés (expl: Société de participation financière)		
11	Modification du taux assurance accident avec l'introduction d'un taux de contribution unique de 1,25% pour tous les secteurs d'activité.		
	Total recettes	**278**	**295**
	Impact sur le solde budgétaire des administrations publiques	**502**	**458**

Note importante: Il s'agit de l'impact net par an par rapport au scenario 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 solaire 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 contracycliques 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 scenario 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):		
Solde des Administrations publiques	**1,18**	**1,07**

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 (déviation 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[1]. 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

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

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[2]. 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. A 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 presqu'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.

A 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.

2 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)[1] 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 **salaire 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.[2] 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

2 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'Etat 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

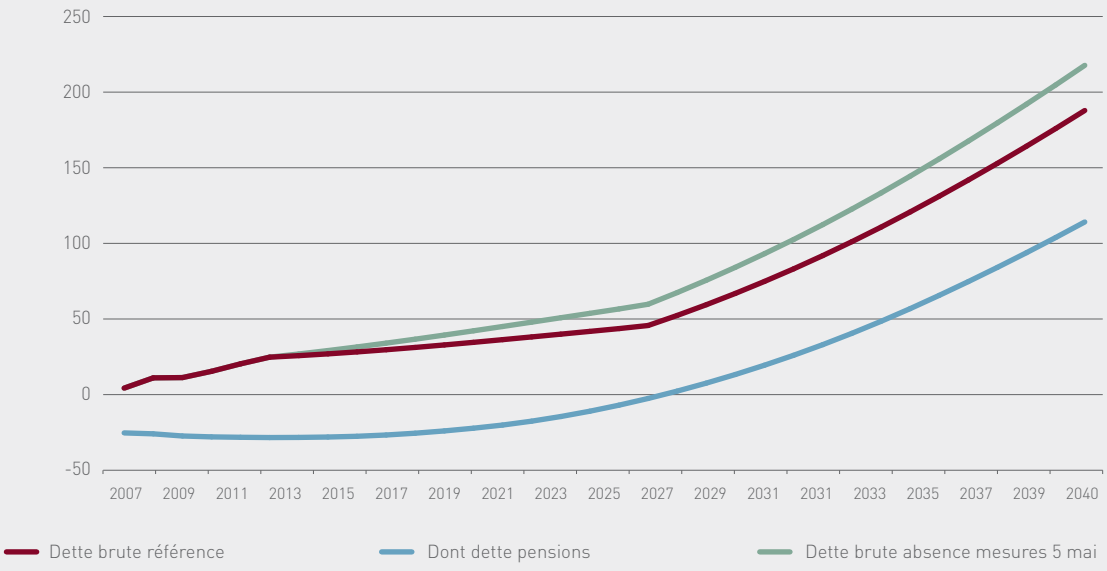
	2012	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Recettes totales	**39,9**	**40,2**	**40,3**	**40,2**	**39,9**	**40,0**	**40,2**	**40,4**
Impôts directs	13,0	13,2	13,4	13,5	13,6	13,8	14,0	14,1
Impôts indirects	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Cotisations sociales	11,8	11,9	11,9	11,9	12,0	12,1	12,2	12,3
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
Dépenses totales	**42,4**	**43,0**	**43,4**	**45,4**	**48,1**	**51,5**	**55,8**	**59,7**
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
Déficit (+) ou surplus (-)	**-2,5**	**-2,8**	**-3,1**	**-5,1**	**-8,3**	**-11,5**	**-15,5**	**-19,3**
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 déficits croissants, qui excéderaient largement la valeur de référence de 3 % du PIB durant l'essentiel de l'horizon de projection. A 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.

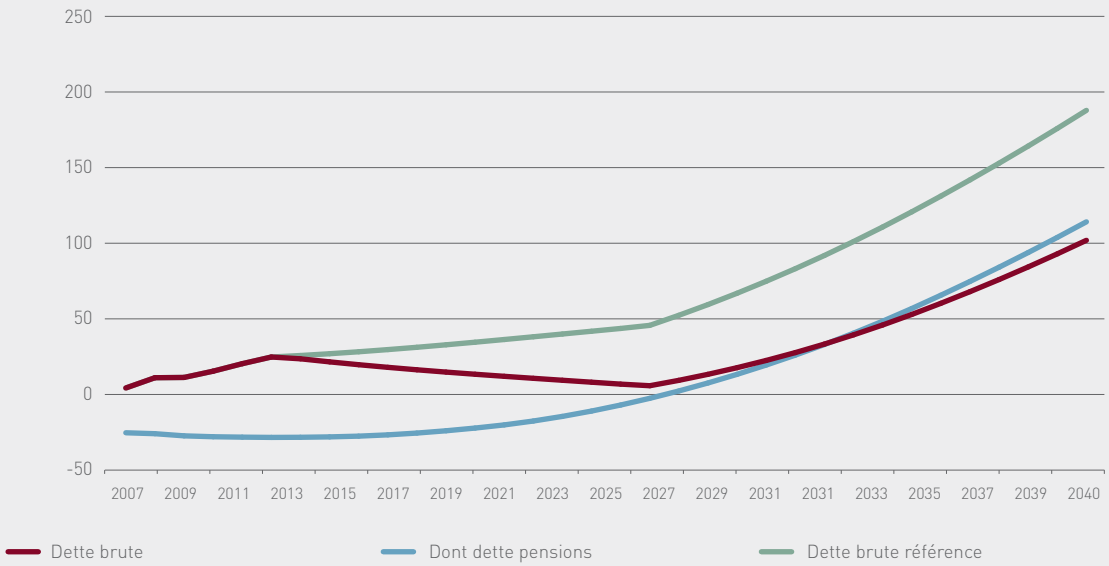
Le graphique ci-dessus montre que si les mesures annoncées par le Premier ministre le 5 mai sont de nature à améliorer significativement la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises, elles ne changent pas radicalement la donne à cet égard (comparaison entre la courbe brune – illustrant 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 11ème 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 11ème 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 11ème 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

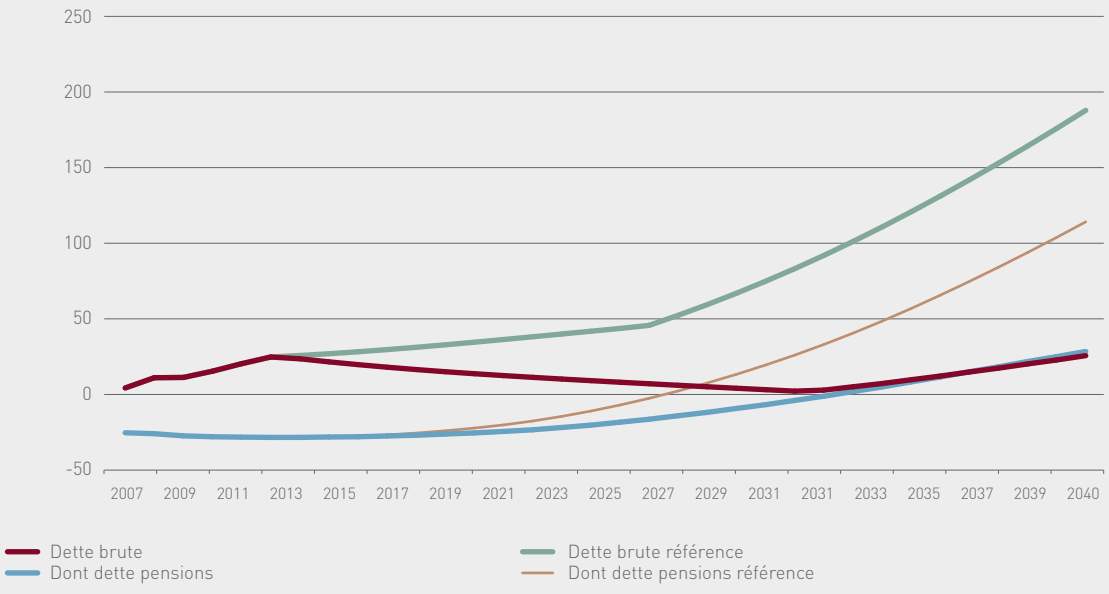
cidence des mesures du 5 mai, permettrait dans un premier temps d'améliorer la situation budgétaire des Administrations publiques. Le ratio de dette des Administrations publiques tendrait même à reculer d'ici 2025. Cependant, sous l'effet de la forte hausse tendancielle des transferts sociaux, en particulier 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 11ème 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 11ème 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 atteignaient 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.

02 LES OPÉRATIONS DE LA BCL

2
LES OPÉRATIONS DE LA BCL

2.1 OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Au Luxembourg, la BCL est responsable de l'exécution de la politique monétaire telle qu'elle est définie par la Banque centrale européenne (BCE) pour l'ensemble de la zone euro. Depuis le 8 juillet 2009, la Banque européenne d'investissement (BEI) est devenue une contrepartie éligible aux opérations de politique monétaire de la BCL.

La politique monétaire recourt à divers instruments, répartis en trois grandes catégories : les opérations d'open market, les facilités permanentes et les réserves obligatoires. A ces instruments traditionnels se sont ajoutées les mesures non conventionnelles adoptées entre 2007 et 2009. Celles-ci comprennent :

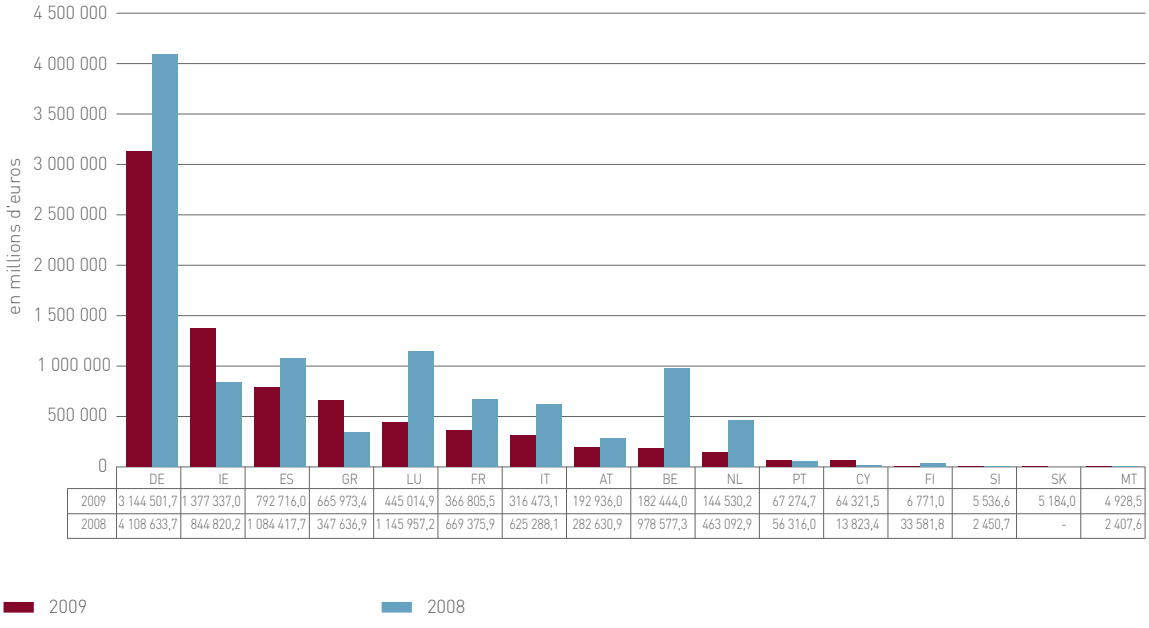
2.1.1 Opérations d'open market

2.1.1.1 Opérations principales de refinancement (OPR) en 2009

Depuis octobre 2008, la BCE a alloué les soumissions aux OPR au taux directeur décidé par le Conseil des gouverneurs, la totalité des soumissions étant servie. Cette mesure non conventionnelle est restée en vigueur pendant toute l'année 2009. Il est prévu que ce système d'allocation soit maintenu tant que cela sera nécessaire et au moins jusqu'au 12 octobre 2010, fin de la neuvième période de maintenance des réserves obligatoires.

Graphique 2.1 :
OPR 2009 – Volume demandé et alloué dans la zone euro

Graphique 2.2 :
OPR 2009 – Volume cumulé adjugé dans la zone euro comparé à 2008



	DE	IE	ES	GR	LU	FR	IT	AT	BE	NL	PT	CY	FI	SI	SK	MT
2009	3 144 501,7	1 377 337,0	792 716,0	665 973,4	445 014,9	366 805,5	316 473,1	192 936,0	182 444,0	144 530,2	67 274,7	64 321,5	6 771,0	5 536,6	5 184,0	4 928,5
2008	4 108 633,7	844 820,2	1 084 417,7	347 636,9	1 145 957,2	669 375,9	625 288,1	282 630,9	978 577,3	463 092,9	56 316,0	13 823,4	33 581,8	2 450,7	-	2 407,6

En 2009, la participation des contreparties luxembourgeoises aux opérations principales de refinancement a progressivement diminué. Par rapport à la participation des contreparties dans l'Eurosystème, la participation des contreparties luxembourgeoises s'est située soit en cinquième, soit en sixième place, voire ponctuellement en septième place, alors qu'elle occupait la deuxième position en 2008 et les années précédentes. Cette participation occupe la cinquième place pour le total du volume alloué sur l'année.

Dans l'ensemble, les contreparties luxembourgeoises ont eu moins recours aux opérations principales de refinancement, car elles disposaient de liquidités suffisantes.

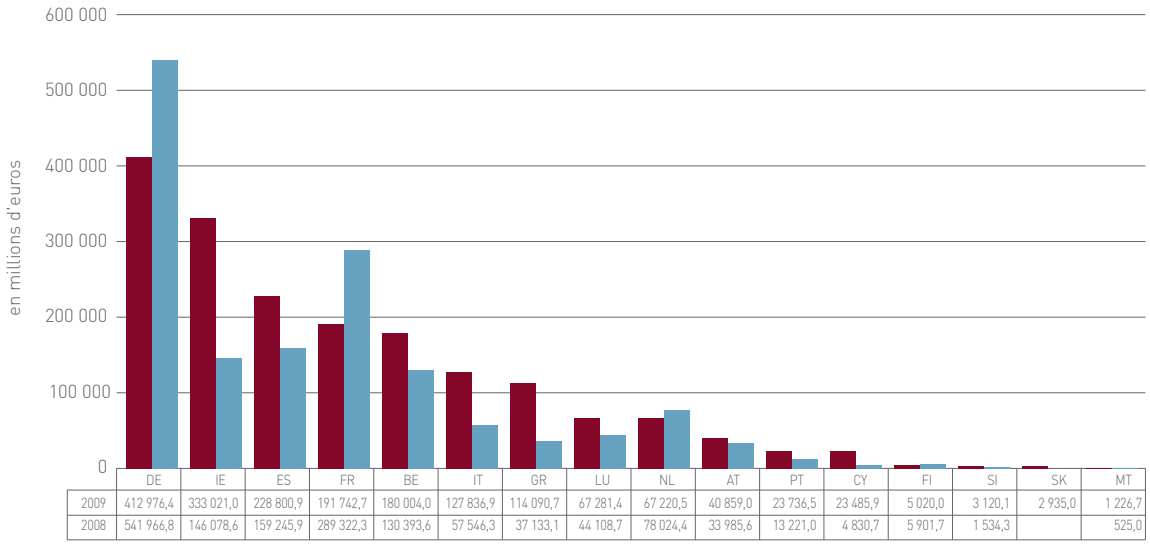
2.1.1.2 Opérations de refinancement à plus long terme (ORLT) en 2009

Conjointement aux opérations traditionnelles à 3 mois, les opérations supplémentaires à 3 et 6 mois d'une période de maintenance mises en place en août 2007 et en septembre 2008 ont été reconduites en 2009. Dans toutes ces opérations la totalité des soumissions a été servie à taux fixe.

Par ailleurs, trois opérations à un an ont été ajoutées, en juin, septembre et décembre. Les deux premières ont fait l'objet d'une allocation intégrale à taux fixe, tandis que la dernière a été allouée à un taux révisable. Celui-ci sera calculé à l'échéance, et sera fixé à la moyenne des taux minimum de soumission aux opérations principales de refinancement sur la durée de vie de l'opération.

Par rapport à 2008, les contreparties luxembourgeoises ont accru le volume total de leur participation dans les opérations de refinancement à long terme en 2009. Malgré cela, le Luxembourg conserve la huitième place.

Graphique 2.3 :
ORLT 2009 – Volume cumulé adjugé dans la zone euro comparé à 2008



	DE	IE	ES	FR	BE	IT	GR	LU	NL	AT	PT	CY	FI	SI	SK	MT
2009	412 976,4	333 021,0	228 800,9	191 742,7	180 004,0	127 836,9	114 090,7	67 281,4	67 220,5	40 859,0	23 736,5	23 485,9	5 020,0	3 120,1	2 935,0	1 226,7
2008	541 966,8	146 078,6	159 245,9	289 322,3	130 393,6	57 546,3	37 133,1	44 108,7	78 024,4	33 985,6	13 221,0	4 830,7	5 901,7	1 534,3		525,0

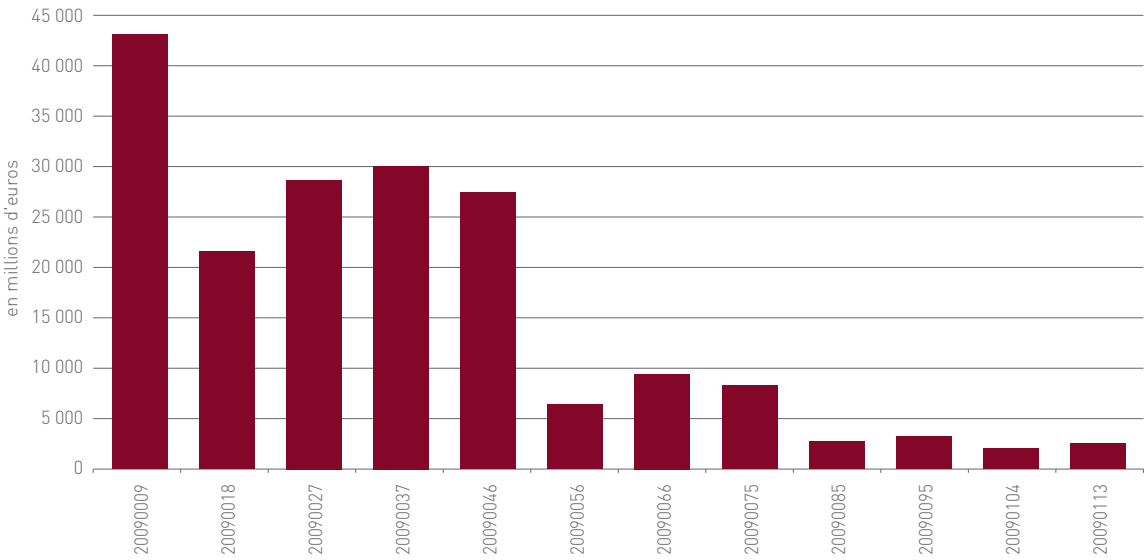
En 2009, l'Eurosystème a eu beaucoup recours aux opérations à long terme pour rétablir la confiance sur les marchés monétaires, avec un total alloué de 1823,3 milliards d'euros (1543 en 2008). Au total, 51 opérations ont été conduites en 2009 (53 en 2008), parmi lesquelles 12 opérations conventionnelles à 3 mois. Les 39 autres étaient des opérations supplémentaires, dont 12 pour une durée d'une période de maintenance, 12 opérations supplémentaires à 3 mois, 12 opérations supplémentaires à 6 mois et enfin 3 opérations supplémentaires à un an, menées en juin, septembre et décembre.

Au fil de l'année, les conditions de liquidité et la confiance s'améliorant, ces opérations ont été moins utilisées. En revanche, la première opération à 1 an (juin 2009) a récolté un montant considérable (442 milliards d'euros).

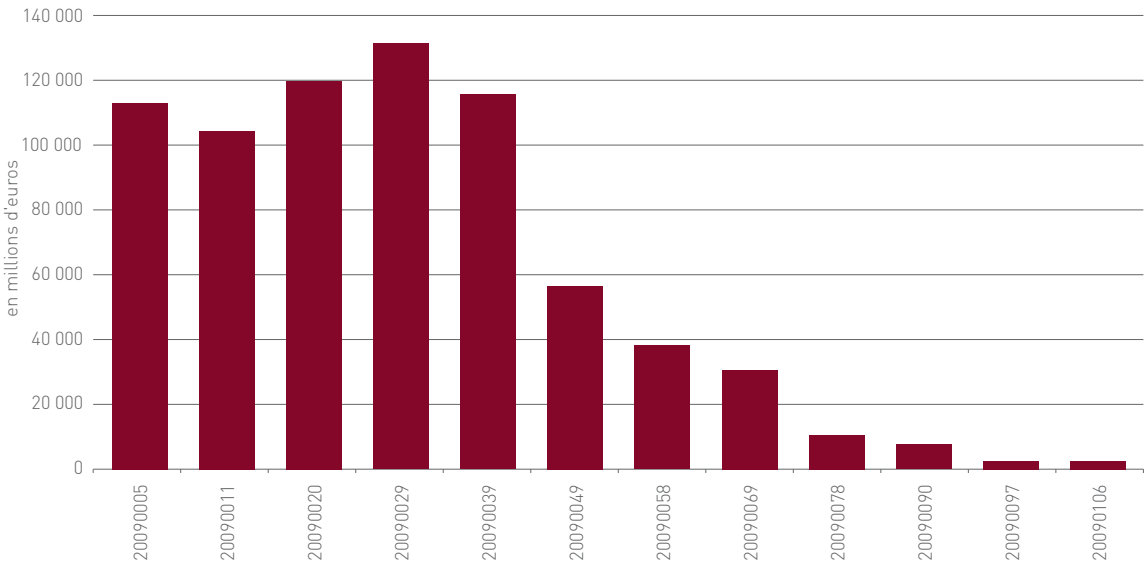
Dans le cadre du plan de sortie de crise (« exit strategy »), il est prévu que les opérations d'une période de maintenance seront allouées en quantité illimitée et à taux fixe jusqu'au 12 octobre 2010 au moins. Suite aux nouvelles turbulences apparues en avril 2010, le retour à une procédure à taux variable pour les ORLT normales à 3 mois (qui avait initialement été prévu à partir du 28 avril 2010), a été suspendu pour les deux ORLT normales à 3 mois adjugées les 26 mai et 30 juin 2010. En outre, il a été décidé d'exécuter une opération additionnelle à 6 mois le 12 mai 2010 (la dernière opération à 6 mois était initialement prévue pour le 31 mars 2010). En décembre 2009, a eu lieu la dernière opération à 1 an. Les opérations supplémentaires à 3 mois n'ont plus été renouvelées en 2010.

Les graphiques suivants montrent les montants alloués par opération pour l'ensemble de la zone euro.

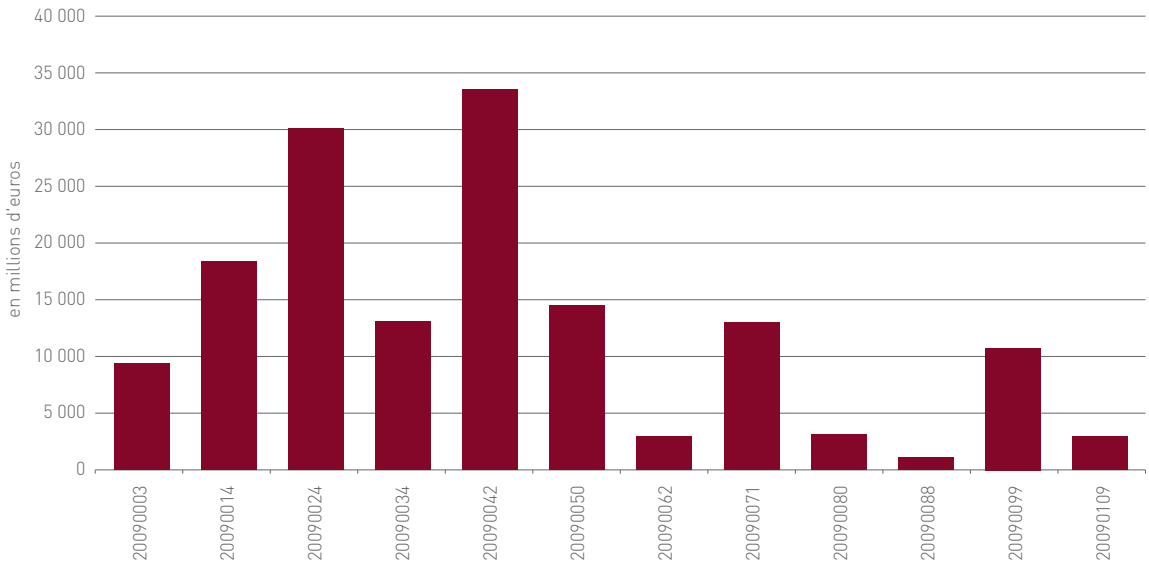
Graphique 2.4 :
ORLT 3 mois – Montants alloués en 2009 dans la zone euro



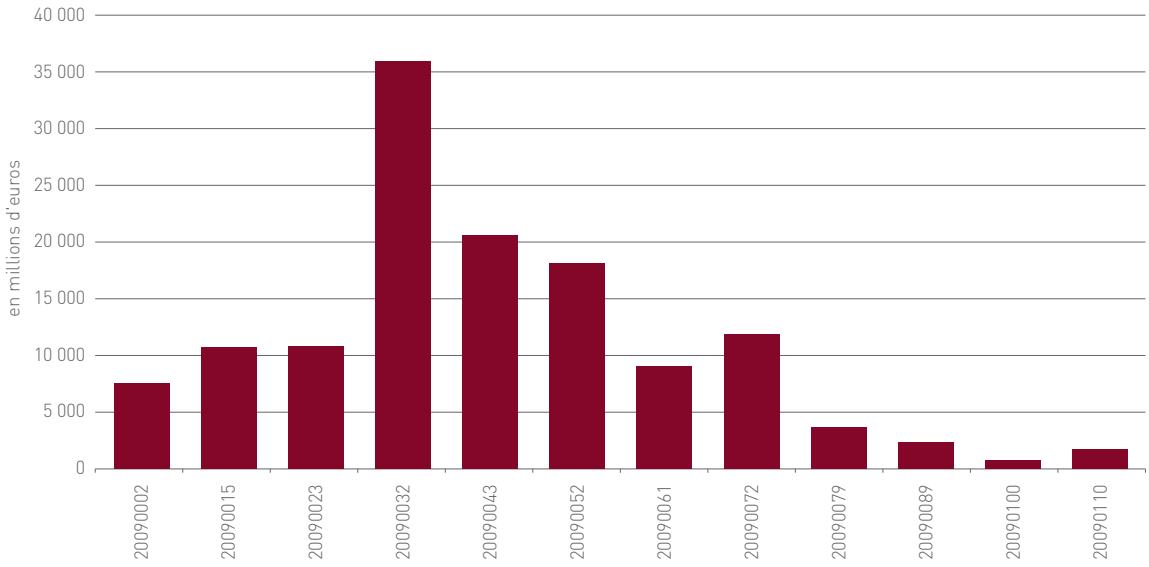
Graphique 2.5 :
SLTRO 1MP – Volume alloué en 2009 dans la zone euro



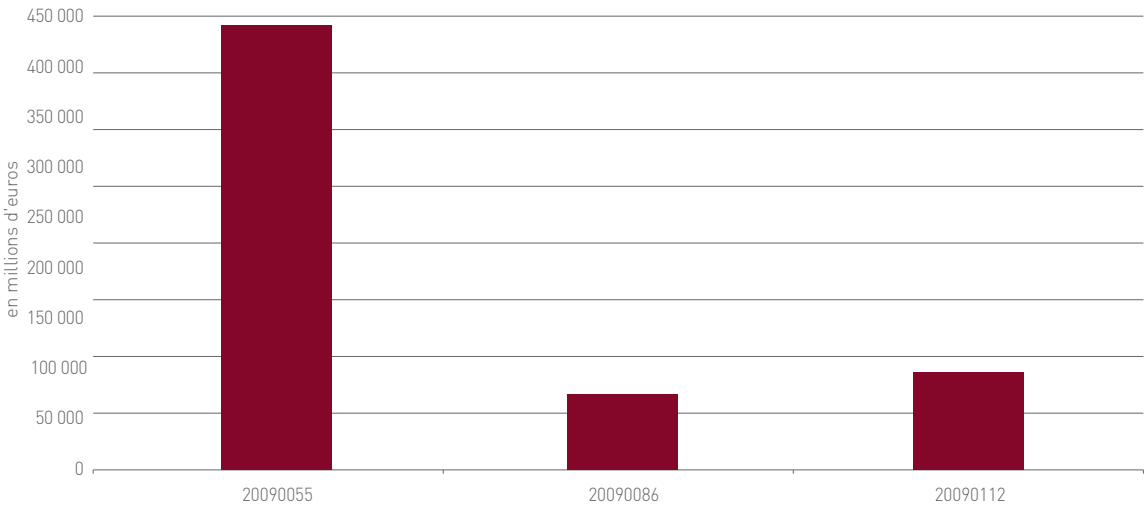
Graphique 2.6 :
SLTRO 3M – Volume total alloué en 2009 dans la zone euro



Graphique 2.7 :
SLTRO 6M – Volume total alloué en 2009 dans la zone euro



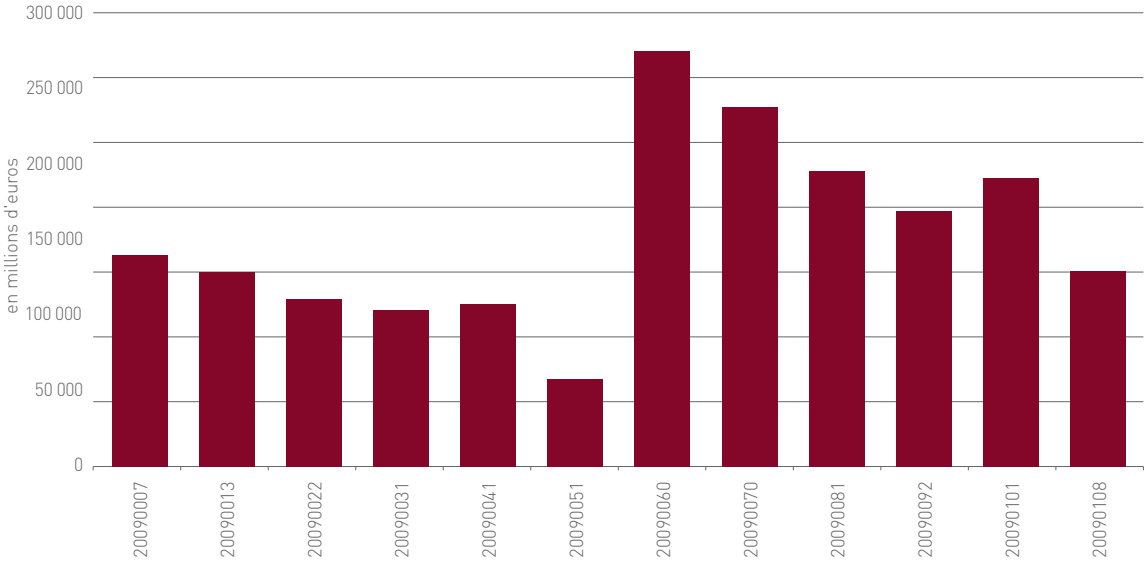
Graphique 2.8 :
SLTRO 12M – Volume total alloué en 2009 dans la zone euro



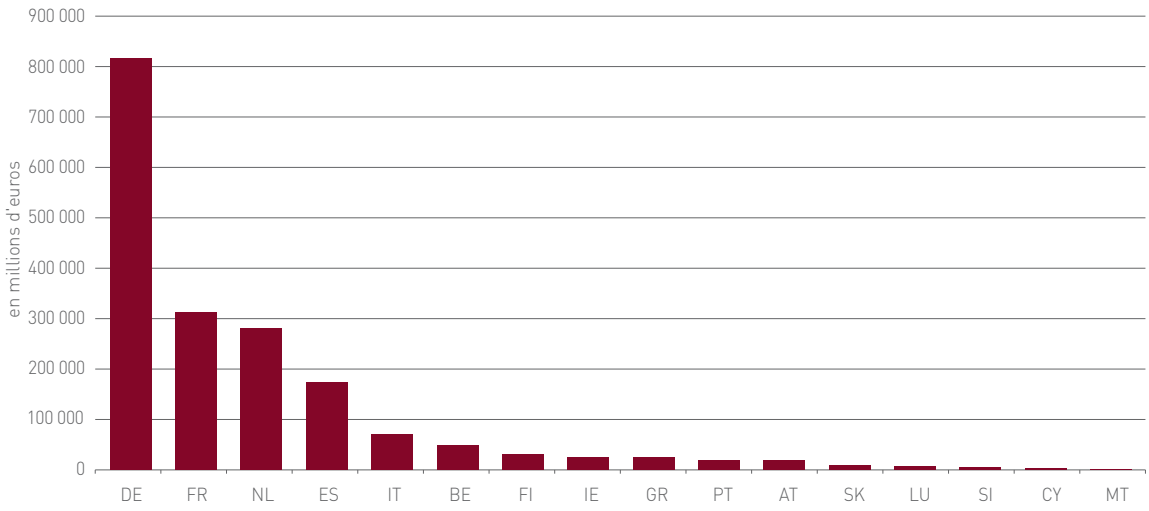
2.1.1.3 Opérations de réglage fin en 2009

Depuis 2008, ce type d'opérations est ouvert à toutes les contreparties. En 2009, les opérations de réglage fin ont été utilisées uniquement le dernier jour de la période de maintenance de réserve pour absorber l'excès de liquidité, et aucune opération visant à fournir de la liquidité n'a été mise en place. Elles ont globalement augmenté en volume au cours de l'année.

Graphique 2.9 :
Opérations de réglage fin – Montant total absorbé en 2009 dans la zone euro



Graphique 2.10 :
Opérations de réglage fin – Volume absorbé en 2009



2.1.2 Facilités permanentes

Les contreparties luxembourgeoises ont la possibilité de recourir auprès de la BCL à des facilités permanentes journalières de dépôt ou de prêt, à un taux fixé préalablement. Ces taux sont en relation avec le taux de référence de la Banque centrale européenne et constituent en principe un corridor pour le taux au jour le jour et remplissent dès lors une fonction importante pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Le 15 janvier 2009, à la suite d'une décision adoptée le 18 décembre 2008 par le Conseil des gouverneurs, le corridor formé par ces deux taux est passé de 100 à 200 points de base symétriquement autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Le 7 mai 2009, le corridor a été resserré à 150 points de base, lorsque le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement a été abaissé à 1 %. Cette mesure a été prise pour s'assurer que le taux de la facilité de dépôt reste supérieur à zéro, continuant de ce fait à encourager l'activité sur le marché au jour le jour des opérations en blanc (unsecured). Parallèlement, le corridor est demeuré symétrique autour du taux fixe des opérations principales de refinancement.

Au premier semestre 2009, les contreparties luxembourgeoises ont moins eu recours à la facilité de dépôt, grâce notamment au retour de la confiance sur les marchés monétaires. Néanmoins, suite au montant considérable de liquidités récoltées lors de la première opération à un an conduite en juin, le recours à la facilité de dépôt a connu un regain de faveur important au second semestre 2009.

La facilité de crédit journalière n'a été utilisée que par peu de contreparties luxembourgeoises.

2.1.3 Réserves obligatoires

Les contreparties de l'Eurosystème ont l'obligation de constituer des réserves auprès de la banque centrale de leur pays de résidence. Ces obligations sont à respecter en moyenne sur une période mensuelle. Les contreparties peuvent utiliser librement leurs liquidités tout au long de la période, ce qui permet de stabiliser le marché.

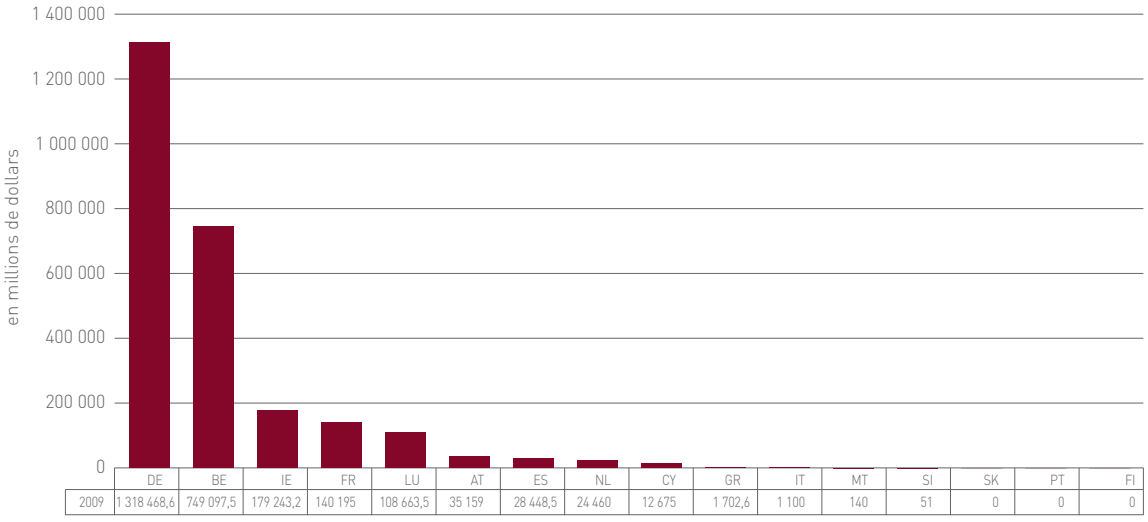
En 2009, les montants de réserves excédentaires ont sensiblement diminué en moyenne par rapport à 2008 – année atypique en la matière - mais restent plus élevés en moyenne qu'avant la crise.

2.1.4 Adjudications temporaires de devises

Fin 2007, constatant que les banques de la zone euro avaient des difficultés à se procurer des dollars, la BCE avait mis en place un accord de swap (*US dollar term auction facility*) avec le Système fédéral de réserve. La BCE fournissait des liquidités en dollars contre des garanties éligibles pour les opérations habituelles. Les opérations avaient la forme d'opérations de mise en pension (cession temporaire contre garanties) avec des maturités de 7, 28 et 84 jours. En 2009, toutes les offres ont été satisfaites à un taux fixe, annoncé préalablement. De telles opérations avaient également été mises en place avec la Banque nationale suisse pour la fourniture de francs suisses. Le montant alloué qui avait été fixé à 20 milliards d'euros en 2008 a été revu à la hausse à 25 milliards dès février 2009 et maintenu à ce niveau pour le reste de l'année. Toutefois, dès le mois de juin, le montant total demandé a diminué significativement, les contreparties rencontrant progressivement moins de problèmes pour accéder à cette devise.

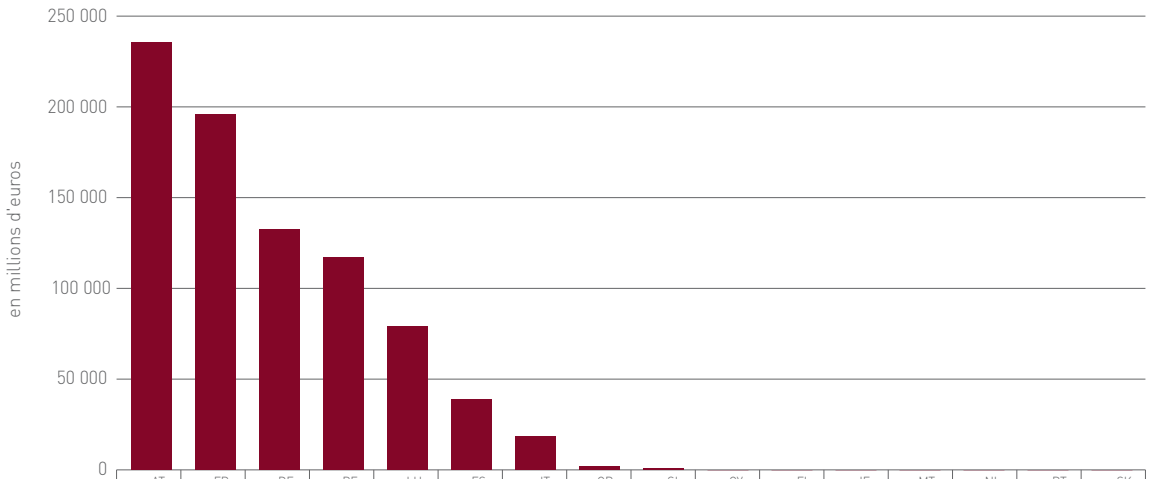
Les opérations en devises ont été menées tout au long de 2009 avant d'être suspendues le 1er février 2010 suite aux améliorations constatées dans le fonctionnement des marchés financiers au cours de l'année 2009. Suite à la réapparition des tensions sur les marchés en devises il a été décidé en mai 2010 d'offrir à nouveau aux contreparties de l'Eurosystème l'accès aux facilités de swap temporaires en USD. Pour ce faire, la BCE a réactivé sa ligne de swap avec la Réserve Fédérale. Les opérations, qui sont conclues pour des échéances de 7 ou 84 jours, sont réalisées à taux fixe et allouées à 100 %.

Graphique 2.11 :
Opérations en USD – Volume cumulé alloué en 2009 dans la zone euro



	DE	BE	IE	FR	LU	AT	ES	NL	CY	GR	IT	MT	SI	SK	PT	FI
2009	1 318 468,6	749 097,5	179 243,2	140 195	108 663,5	35 159	28 448,5	24 460	12 675	1 702,6	1 100	140	51	0	0	0

Graphique 2.12 :
CHF Swaps – Montants cumulés alloués en 2009 dans la zone euro



	AT	FR	DE	BE	LU	ES	IT	GR	SI	CY	FI	IE	MT	NL	PT	SK
2009	236 328,45	196 817,81	132 767,17	117 363,31	79 341,74	38 754,43	18 683,03	2 031,56	638,32	0	0	0	0	0	0	0

2.1.5 Programme d'achat d'obligations sécurisées

Le Conseil des gouverneurs a décidé en mai 2009 d'instaurer un programme d'achat ferme d'obligations sécurisées à des fins de politique monétaire. L'Eurosystème a annoncé qu'il entendait acheter des obligations sécurisées libellées en euros pour un montant de 60 milliards d'euros entre juillet 2009 et fin juin 2010. Le volume d'achats au sein de l'Eurosystème a été défini en fonction de la taille du marché des différents pays. La BCL participe au montant affecté aux banques centrales nationales à hauteur de sa clé de répartition dans le capital de la BCE (celle-ci réalisant également une partie des achats). Pendant la mise en œuvre de ce programme d'achats, deux nouvelles lettres de gage ont été émises au Luxembourg. Il s'agissait des deux premières transactions significatives sur le marché primaire depuis plus de deux ans.

2.2 GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE PAR LA BCL

Les réserves de change de la Banque centrale européenne (BCE) sont gérées de manière décentralisée par les Banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème depuis janvier 1999. Conformément aux règles de l'Eurosystème et en fonction d'une clé correspondant à sa part dans le capital de la BCE, la BCL a initialement transféré des avoirs de réserve de change à la BCE, pour un montant équivalent à 74,6 mio d'euros. Suite à l'élargissement de l'Union européenne et l'augmentation relative du Produit intérieur brut (PIB) et de la population au Luxembourg, la pondération de la BCL dans la clé de répartition du capital de la BCE est de 0,1747 % depuis le 1er janvier 2009. Au 31 décembre 2009, la valeur totale de marché des réserves de la BCE gérées par la BCL représentait 273,1 mio d'euros. Un des objectifs de la gestion de ses réserves de change est que la BCE dispose à tout moment d'un montant suffisant de liquidités pour d'éventuelles interventions sur les marchés des changes. La sécurité et la liquidité sont donc des exigences essentielles pour la gestion de ces réserves.

La « valeur de référence tactique » (*tactical benchmark*) est établie pour chaque devise en tenant compte de la « valeur de référence stratégique » (*strategic benchmark*). Elle reflète les préférences à moyen terme de la BCE en matière de revenus et de risques en fonction des conditions de marché.

Une modification de la valeur de référence tactique peut affecter différentes catégories de risques (par exemple la duration modifiée ou le risque de liquidité). La valeur à risque (VaR - Value at Risk) de la valeur de référence tactique peut différer de celle de la valeur de référence stratégique dans le cadre des marges de fluctuation annoncées au préalable par la BCE.

Pour la gestion de ce portefeuille, la première tâche de la BCL – dans les marges de fluctuation prévues ainsi que dans les limites de risque fixées – est d'investir les réserves de change que la BCE lui a confiées, avec comme objectif une maximisation des revenus. Le montant des avoirs en or qui font l'objet d'une gestion active, est fixé par la BCE en tenant compte de considérations stratégiques ainsi que des conditions du marché.

2.3 GESTION DES AVOIRS DE LA BCL

2.3.1 Structure institutionnelle

La gestion des avoirs repose sur une structure impliquant cinq niveaux d'intervention, outre le contrôle des risques :

- Le Conseil (niveau 1)
- La Direction (niveau 2)
- Le Comité de gestion actif-passif (ALCO) (niveau 3)
- Les Comités tactiques (niveau 4)
- Le gestionnaire (niveau 5)

Niveau 1 : Le Conseil

Le Conseil approuve les lignes directrices du cadre de gestion des avoirs. Il a ainsi autorisé la BCL à s'engager dans la gestion d'avoirs de tiers et à constituer des portefeuilles propres afin d'assurer la diversification des revenus de la Banque. Parmi ces lignes directrices figure également le cadre du contrôle des risques appliqué pour la gestion des avoirs.

Niveau 2 : La Direction

La Direction définit et chiffre le cadre de gestion des risques. Elle établit ainsi le risque maximal pris dans la gestion des avoirs de la BCL en fixant la *Maximum Risk Allowance* (MRA). La Direction détermine les mesures de gestion des risques comme la méthode de calcul de la VaR et l'application des scénarios de tests de résistance aux risques (*stress testing*). Elle fixe aussi les seuils d'alerte qui génèrent la convocation de réunions d'urgence à des fins d'évaluation et d'arbitrage.

La Direction détermine ainsi le cadre annuel chiffré.

Niveau 3 : Le Comité de gestion actif-passif appelé ALCO

ALCO détermine la valeur de référence stratégique dans le respect du cadre annuel fixé par la Direction en étudiant l'impact de chaque profil de risque (risque de marché, de crédit, de liquidité) engendré par les politiques d'investissement proposées, non seulement sur l'ensemble des lignes de l'actif et du passif mais également sur le compte de résultats de la BCL.

Au cours de l'année, l'ALCO a régulièrement évalué les résultats de la politique d'investissement.

Niveau 4 : Les comités tactiques

Les comités tactiques suivent les évolutions des portefeuilles à plus court terme et élaborent des propositions de valeurs de référence tactiques, dans le respect des marges autorisées par rapport à la valeur de référence stratégique.

Les comités tactiques sont les suivants :
- Le Comité de gestion ;
- Le Comité réserves de change de la BCE ;
- Le Comité de référence tactique du fonds de pension.

Niveau 5 : Les gestionnaires

Les gestionnaires effectuent les transactions. Ils se conforment à l'ensemble des limites couvrant tant l'intégralité du portefeuille que l'investissement particulier.

2.3.2 Contrôle des risques

Le gestionnaire de risques a suivi l'ensemble des positions de tous les portefeuilles afin d'en estimer les risques et de contrôler le respect des limites prédéfinies. Ce suivi a été effectué quotidiennement et indépendamment du *front-office*. La structure de contrôle des risques a été complétée par le biais de missions spécifiques à différents niveaux de l'organisation et par le contrôle des *middle* et *back-offices*.

2.3.3 Cadre conceptuel

Les objectifs de la politique d'investissement

Les principaux objectifs sont de générer un revenu élevé régulier et d'assurer, à long terme, un rendement tenant compte de considérations de sécurité du capital, de stabilité des valeurs et de liquidité. En vue et dans le respect du principe de la répartition des risques, la BCL applique une politique d'investissement coordonnée, progressive et proactive, fondée sur la théorie moderne de gestion de portefeuilles.

L'approche d'investissement tient compte de :
- l'analyse des économies et des marchés financiers internationaux ;
- la décision d'allocation des actifs sous gestion par une appréciation des rendements sur les différents marchés internationaux ;
- l'élaboration d'une stratégie clairement définie ;
- la conservation de la valeur en capital des avoirs par une politique de diversification des risques et le maintien d'une exigence de qualité particulière en matière d'investissement ;
- l'application de mesures strictes de contrôle des risques.

Les décisions d'investissement se font sur base d'analyses techniques et fondamentales, de même que sur base d'évaluations quantitatives. Les décisions d'investissement sont prises en tenant compte :
- des risques de marché (les taux d'intérêt, les cours de change, les cours des actions, les prix des matières premières) ;
- des risques de crédit (critères de notations minimales par les agences de notation internationales) ;
- des risques de liquidité (limites de concentration par secteur, par émetteur et par émission, effort de diversification géographique dans la gestion journalière).

La mesure de performance

La qualité des décisions d'investissement est mesurée en comparant les performances à des valeurs de référence externes élaborées par de grandes banques d'investissement. Ceci permet d'attribuer des performances relatives à tous les niveaux de décision (stratégiques, tactiques) ainsi qu'à la gestion journalière.

2.3.4 Structure des portefeuilles

La majeure partie des fonds propres de la BCL est investie dans des titres à revenus fixes libellés en euros. L'orientation stratégique permet une diversification vers d'autres catégories d'actifs.

La BCL gère sept types de portefeuilles : le portefeuille d'investissement, le portefeuille de liquidités, le portefeuille de réserves propres, le portefeuille du fonds de pension de la BCL, le portefeuille de réserve de la BCE, le portefeuille d'obligations sécurisées et les portefeuilles pour compte de tiers.

Portefeuille d'investissement

Ce portefeuille de fonds propres (caractère d'investissement à plus long terme) est composé d'obligations et d'actions. Le portefeuille d'investissement en euros a pour principal objectif de maximiser le rendement en fonction des contraintes de risque précitées (cf. point 2.3.2). Au 31 décembre 2009, la valeur totale de marché de ce portefeuille (intérêts courus inclus) représentait 1 734,3 mio d'euros.

Au cours de l'année 2009, la part des titres à revenus fixes de maturité supérieure à trois ans a été réduite de 34 % à 32 % du portefeuille, alors que le pourcentage des obligations d'échéance de un à trois ans a été augmenté de 28 % à 31 %. Par ailleurs, fin 2009 les obligations à taux variable et les titres à taux fixe de maturité inférieure à un an représentaient 37 % du portefeuille 1.

Les valeurs incluses dans ce portefeuille sont largement diversifiées tant au niveau des secteurs géographiques que des secteurs d'activité et des émetteurs.

Portefeuille de liquidités

Ce portefeuille représente les autres actifs constitués en grande partie sur base d'un accord au sein de l'Eurosystème en contrepartie des comptes TARGET et autres passifs.

Ce portefeuille poursuit également un objectif d'optimisation des revenus. Les instruments utilisés sont principalement des obligations à court terme à coupon fixe, des obligations à coupon variable et des billets de trésorerie (Euro Commercial Paper (ECP), à condition que ces instruments répondent à des exigences de notation strictes et prédéfinies). Au 31 décembre 2009, la valeur totale de marché du portefeuille de liquidités (intérêts courus inclus) représentait 4 332,4 mio d'euros.

Tableau 2.1 : Répartition des avoirs au 31 décembre 2009

Echéance	Portefeuille 1	Portefeuille 2
0-1 an	37 %	60 %
1-3 ans	31 %	34 %
3-10 ans	32 %	6 %

Portefeuille de réserves propres

Le portefeuille de réserves propres en devises a pour objectif principal la mise en place d'un portefeuille d'intervention en sus des réserves communes de change transférées à la BCE. Ainsi, ce portefeuille a pour principale exigence la sécurité et la liquidité. Au 31 décembre 2009, la valeur totale des actifs en devises représentait 181,8 mio d'euros.

Portefeuille du fonds de pension

La gestion de ce fonds est présentée dans la section 4.4.3 du présent Rapport.

Portefeuilles pour compte de tiers

La Banque offre des services non-standardisés de gestion discrétionnaire à des clients institutionnels (banques centrales et organisations internationales). La Banque figure aussi au sein de l'Eurosystème comme *Eurosystem service provider* (ESP), parmi six banques centrales de l'Eurosystème offrant une gamme de services de gestion des réserves en euros à des clients institutionnels (banques centrales, autorités publiques, organisations internationales), dans un cadre de services standardisés défini par la BCE, mis à jour en 2009.

Portefeuille du programme d'achat d'obligations sécurisées

La Banque participe au programme d'achat d'obligations sécurisées de la BCE. La mise en œuvre du programme a débuté en juillet 2009. Ce programme d'achat de 60 milliards d'euros vise à revigorer cet important segment du marché obligataire de la zone euro.

2.4 BILLETS ET PIÈCES

2.4.1 Production de signes monétaires

Les billets en euros sont produits en fonction des besoins exprimés par les BCN participantes et agrégés par la BCE. La production d'une même dénomination est assignée à une ou plusieurs BCN. En 2009, la BCL a ainsi assuré la production de 26,44 mio de billets de 20 euros pour les besoins de l'Eurosystème. La BCL a fait produire ces billets en ayant recours à un appel d'offres. Pour ses besoins propres la BCL a reçu des autres BCN 74,2 mio de billets

En vertu d'un accord conclu avec l'Etat luxembourgeois, la BCL est aussi en charge de la production des pièces luxembourgeoises en euros qu'elle met en circulation. Toujours suite à un appel d'offres, la BCL a fait produire 26,8 mio de pièces millésimées 2009 afin de couvrir les besoins des acteurs économiques et des numismates.

2.4.2 Circulation des signes monétaires

2.4.2.1 Signes monétaires en euros

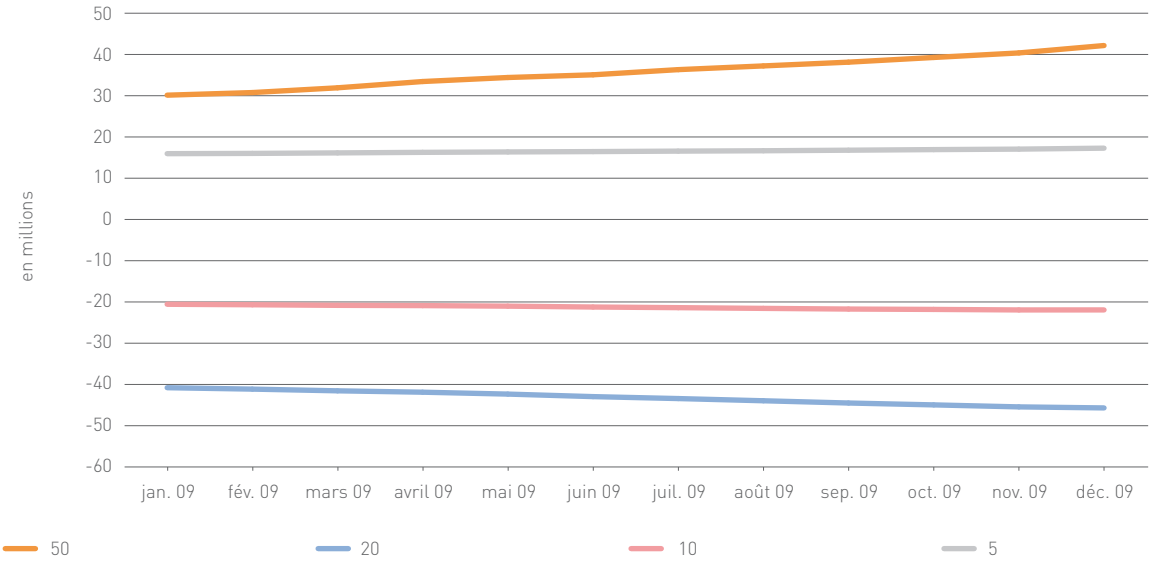
2.4.2.1.1 Les billets

Le volume global net des billets émis par la BCL au cours de l'année 2009 s'élève à 37 mio de billets contre 23 mio en 2008, soit une hausse de 21,7 %. Cette augmentation est en partie attribuable au prolongement de la crise financière de 2008. Par rapport à la zone euro, la BCL a contribué à hauteur de 2,6 % au volume global de billets mis en circulation contre 1,3 % en 2008.

A l'inverse, le nombre des billets de 10 et 20 euros remis à la BCL excède celui des billets émis. Les organismes financiers clients de la BCL ont versé davantage de ces billets qu'ils n'en ont prélevé auprès d'elle, étant donné l'apport de ces coupures par des touristes et des frontaliers venant de pays ou elles sont plus largement utilisées.

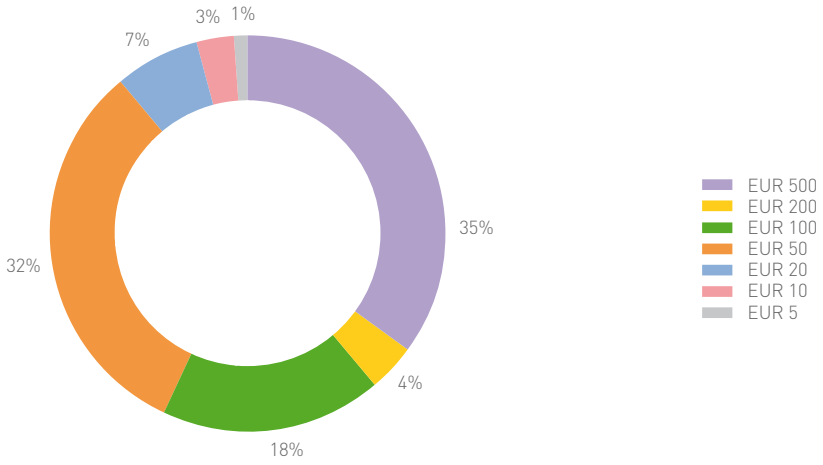
Le graphique ci-après illustre cette différence de tendance dans l'évolution de la circulation de dénominations utilisées principalement dans les transactions courantes :

Graphique 2.13 :
Évolution du nombre de billets de petites coupures en euros mis en circulation par la BCL



Au Luxembourg et dans la zone euro, tout comme en 2008, l'année 2009 a été marquée une demande soutenue des billets de dénominations élevées. La valeur totale des billets mis en circulation par l'Eurosystème a augmenté de 5,7 %, passant de 762,78 milliards d'euros en 2008 à 806,41 milliards d'euros à la fin 2009, avec la répartition suivante par dénomination :

Graphique 2.14 :
Répartition de la valeur des billets en euros mis en circulation par l'Eurosystème selon les dénominations



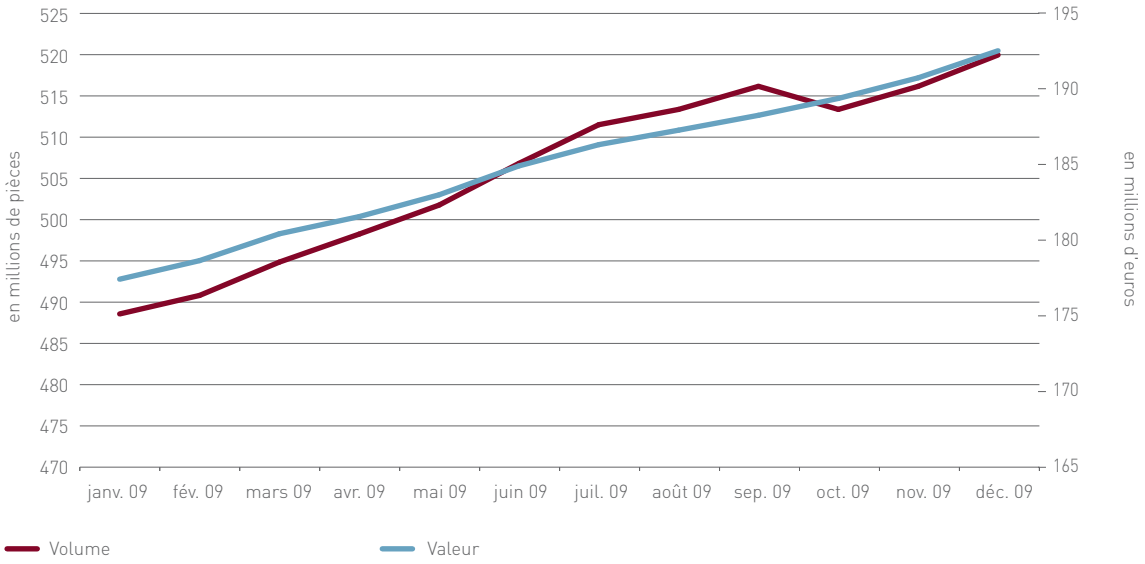
2.4.2.1.2 Les pièces

Les pièces luxembourgeoises en euros continuent à faire l'objet d'une forte demande de la part du public. La valeur totale des pièces mises en circulation a connu une croissance de 9,6 % en 2009 contre 9,2 % en 2008. Elle est passée de 175,7 mio d'euros à 192,6 mio d'euros.

Le volume de pièces mises en circulation au cours de 2009 a augmenté de 43,1 mio de pièces, affichant ainsi une croissance de 8,9 % pour atteindre un total de 528,5 mio de pièces luxembourgeoises en circulation à la fin 2009.

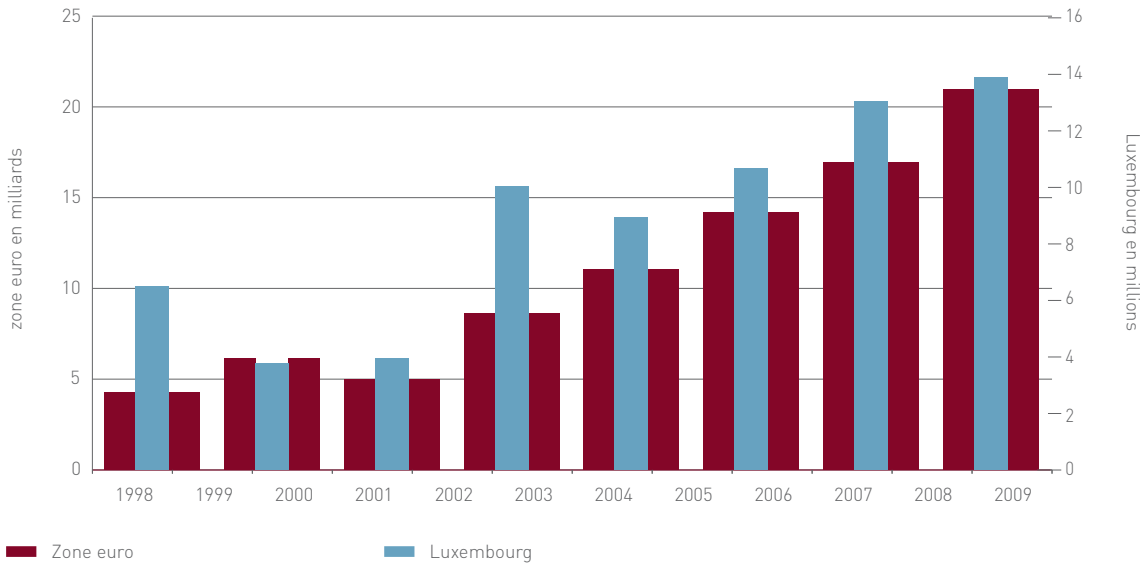
Le graphique ci-après montre l'évolution du volume et de la valeur des pièces luxembourgeoises en euros en circulation en 2009. La demande de pièces luxembourgeoises n'a cessé de croître regulièrement au cours de l'année.

Graphique 2.15 :
Volume et valeur totaux des pièces luxembourgeoises en euros mises en circulation



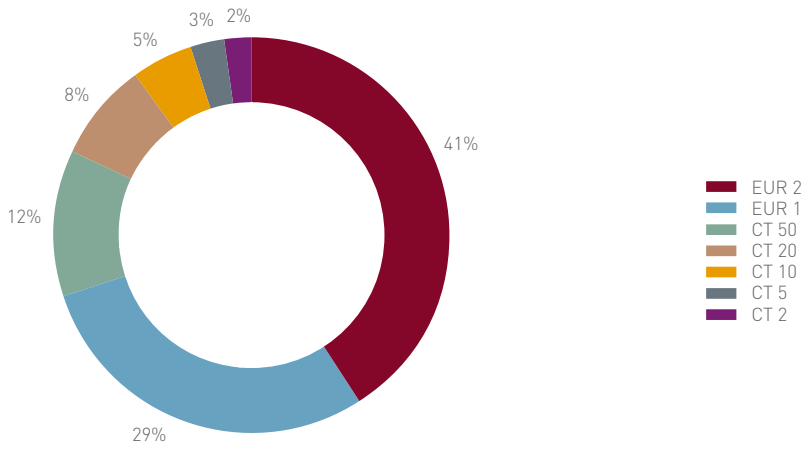
Au sein de la zone euro, le Luxembourg contribue pour 0,8 % à la valeur totale émise par toutes les autorités émettrices. La valeur moyenne des pièces luxembourgeoises en circulation s'élève à 36 cents, contre 24 cents en moyenne dans la zone euro. Le graphique ci-après montre la comparaison du volume de pièces mises en circulation au Luxembourg par rapport à la zone euro.

Graphique 2.16 : Comparaison du volume de pièces mises en circulation au luxembourg par rapport à la zone euro



La valeur totale des pièces en euros mises en circulation par l'Eurosystème est passée de 20,4 milliards d'euros en 2008 à 21,3 milliards d'euros en 2009, tandis que le nombre total s'élève à 87,46 milliards de pièces. Le graphique suivant montre la répartition de ce volume de la zone euro selon les dénominations.

Graphique 2.17 :
Répartition du volume des pièces de la zone euro en circulation selon les dénominations



2.4.2.2 Signes monétaires en francs luxembourgeois

En 2009, la valeur globale des billets en francs luxembourgeois émis par l'Institut Monétaire Luxembourgeois non présentés à l'échange, est passée de 211,4 mio à 209,8 mio, soit une diminution de 0,8 %. Les pièces en francs ne sont plus échangeables depuis fin décembre 2004. C'est la

détention du billet de 5 000 LUF qui a diminué le plus fortement, soit de 1,8 % tandis que celle du billet de 1 000 LUF diminuait de 0,6 % contre seulement 0,1 % pour le billet de 100 LUF, manifestement prisé des collectionneurs.

2.4.3 Gestion des signes monétaires

Le volume des billets en euros versés par les organismes financiers à la BCL a diminué de 1,6 % par rapport à l'année précédente passant de 79,4 mio de billets à 78,1 mio.

Le nombre de billets traités à l'aide des machines de tri a connu une diminution d'environ 7,3 %, passant de 82,4 mio en 2008 à 76 mio en 2009. Ces machines de tri effectuent des contrôles d'authenticité ainsi que des tests de propreté des billets. Toutes dénominations confondues, près de 16,9 mio de billets ont été détruits en raison de leur inaptitude à la circulation, soit un taux moyen de destruction de 22,6 %. Ce taux montre cependant de fortes variations selon les dénominations traitées et va de 8 % pour la dénomination de 500 euros à 57 % pour celle de 5 euros.

2.4.4 Répression de la contrefaçon

Dans le cadre de la répression de la contrefaçon de signes monétaires en euros, la BCL travaille en étroite collaboration avec la BCE et les autorités nationales compétentes.

2.4.5 Emissions numismatiques

Afin de répondre au grand intérêt porté par les collectionneurs, la BCL continue à mettre en vente des produits numismatiques à travers différents canaux. La vente directe au public a lieu à l'espace numismatique où plus de 4 300 opérations de vente ont été effectuées en 2009. De plus, la BCL a envoyé près de 3 000 colis à la clientèle numismatique utilisant l'achat par correspondance, ou via le site internet de la BCL (https ://eshop.bcl.lu).

Au cours de l'année 2009, la BCL a mis en circulation les produits numismatiques suivants :

- Deux pièces commémoratives de 2 euros frappées en 10 000 exemplaires et mises en vente en janvier 2009. La première représente les effigies du Grand-Duc Henri et de la Grande-Duchesse Charlotte, alors que la seconde est dédiée au 10e anniversaire de l'Union économique et monétaire.
- Le set BU 2009 proposant l'ensemble des pièces luxembourgeoises du millésime 2009 (y compris les deux pièces commémoratives de 2 euros) produit à 10 000 exemplaires.
- Le set BENELUX 2009 proposant 8 pièces du millésime 2009 de chacun des trois pays membres.
- Le set PROOF 2009, composé de 10 pièces, y compris les deux pièces commémoratives de 2 euros émis à 2 000 exemplaires.
- Une pièce en argent-niobium dédiée au Château de Vianden, émise en juin 2009 à 7 500 exemplaires et constituant le premier élément d'une nouvelle série consacrée aux châteaux luxembourgeois.
- Une pièce en argent et or nordique dédiée au faucon crécerelle, émise en octobre 2009 à 3 000 exemplaires et constituant le premier élément d'une nouvelle série consacrée à la faune et la flore du Luxembourg.
- Une pièce en or dédiée au cerf du refuge de l'Abbaye d'Orval, dans le cadre de la série « Histoire culturelle du Luxembourg » émise en octobre 2009 à 3 000 exemplaires.
- Un set de huit pièces slovaques en qualité de circulation courante (pièces de 1 cent à 2 euros), émis en janvier 2009 et célébrant l'entrée de la Slovaquie dans la zone euro au 1er janvier 2009.

2.5 DÉVELOPPEMENTS DANS LE DOMAINE STATISTIQUE

En octobre 2009, le Conseil de l'Union européenne a adopté un nouveau règlement concernant la collecte statistique de la BCE (Règlement du Conseil (CE) No 951/2009 modifiant le règlement du Conseil (CE) No 2533/98) qui permettra à l'Eurosystème de collecter l'ensemble des données nécessaires à l'exécution de ses missions, y inclus la stabilité financière, auprès de l'ensemble des acteurs du secteur financier.

A la suite de la crise, la BCL a participé, dans le cadre de l'Eurosystème, à l'analyse des besoins d'informations ; l'objectif est d'augmenter la transparence sur les nouveaux marchés financiers et d'améliorer le tissu statistique indispensable à l'analyse de la stabilité financière. Ces travaux vont aboutir à une mise à disposition plus rapide d'informations sur le secteur financier et par l'amélioration du tissu statistique, notamment en ce qui concerne les émissions et les détentions de titres ainsi que sur les produits dérivés.

Finalement, la BCL publie sur son site Internet un vaste ensemble de séries statistiques sur l'économie luxembourgeoise en général et sur le secteur financier en particulier. L'ensemble de ces séries statistiques est constamment adapté afin de refléter au mieux les développements de l'économie luxembourgeoise et pour améliorer la mise à disposition d'informations au grand public et aux professionnels du secteur financier.

2.5.1 Statistiques bancaires et monétaires

Au cours de l'année 2009, la BCL a adapté sa collecte statistique pour satisfaire aux nouveaux règlements adoptés par le Conseil des gouverneurs de la BCE (Règlements BCE/2008/32 et BCE/2009/7) tout en couvrant également les nouveaux besoins en matière de stabilité financière. La BCL a veillé à consulter préalablement les représentants du secteur bancaire en vue de la mise en œuvre des changements requis. Le premier recensement de ces données statistiques est prévu pour juin 2010 afin de laisser aux déclarants et aux banques centrales nationales le temps nécessaire pour réaliser les nouveaux schémas de recensement.

La BCL intervient dans la production des statistiques sur les émissions européennes à court terme (*Short Term European Paper* (STEP)) qui sont publiées quotidiennement sur le site de la BCE.

Elle participe par aillleurs aux travaux statistiques menés au sein de la Banque des règlements internationaux (BRI) et contribue aux statistiques bancaires internationales collectées et publiées par la BRI.

Enfin la BCL fournit des informations sur le système bancaire luxembourgeois au Fonds monétaire international (FMI) en vue de leur publication dans la revue mensuelle des statistiques financières internationales du FMI ainsi que dans le cadre de la norme spéciale de dissémination de données. (acronyme anglais : SDDS)

2.5.2 Statistiques extérieures

La BCL publie les statistiques trimestrielles de balance des paiements du Luxembourg ainsi que les statistiques de la position extérieure globale, de la dette extérieure et des avoirs de réserves sur son site Internet. En outre, la BCL et le STATEC diffusent trimestriellement un communiqué de presse commun qui informe des principales évolutions de la balance des paiements lors de la publication de nouvelles données.

La BCL a participé à l'enquête annuelle sur les investissements de portefeuille du FMI (plus connue sous son acronyme anglais CPIS). Les résultats de cette enquête sont également disponibles sur le site Internet de la BCL.

Au cours de l'année sous revue, la BCL et le STATEC ont allégé la collecte directe « balance des paiements » auprès des établissements de crédit concernant en particulier les flux relatifs aux titres de créance et aux titres de participation ainsi que l'ensemble des flux relatifs aux organismes de placement collectif (OPC). Dans ce contexte, il convient de noter que cet allègement a été rendu possible à la suite de la mise en place d'une collecte titre par titre auprès des OPC et des établissements de crédit. Les données collectées sur base de cette nouvelle collecte titre par titre sont utilisées pour l'établissement de la balance des paiements et de la position extérieure globale du Luxembourg.

2.5.3 Statistiques économiques et financières

Au cours de l'année 2009, la BCL a commencé la collecte statistique auprès des OPC non monétaires qui ont remis les premiers rapports en janvier 2009. L'objectif de cette collecte est de mettre à la disposition des utilisateurs un set de données complet et détaillé sur les actifs et les passifs des OPC luxembourgeois. Dans ce contexte, il importe également de mentionner que la BCL a contribué à l'établissement de la liste des OPC des pays de la zone euro, ventilés en fonction de leur politique d'investissement qui est régulièrement publiée par l'Eurosystème.

La BCL a également poursuivi les travaux de mise en œuvre d'une nouvelle collecte statistique auprès des véhicules de titrisation qui a débuté fin 2009 et qui devra lui permettre de répondre aux exigences fixées par le Conseil des gouverneurs de la BCE dans le règlement BCE/2008/30. Il est également prévu de publier une liste des véhicules de titrisation de la zone euro au cours du premier trimestre de l'année 2010.

Le 27 janvier 2010, un accord de coopération entre la BCL et le STATEC a été signé ; un accord qui s'inscrit dans le cadre des dispositions légales, en vigueur ou en projet, selon lesquelles le STATEC et la BCL établissent ensemble la balance des paiements et les comptes financiers du Luxembourg.

Cet accord arrête les modalités d'exécution de la collecte, du contrôle et de la gestion des données et de la répartition des tâches entre la BCL et le STATEC.

Le STATEC sera l'interlocuteur des administrations publiques et des entreprises du secteur non financier, alors que la BCL sera l'interlocuteur des entreprises du secteur financier.

2.5.4 Autres statistiques

Les banques centrales du SEBC collectent dans leur juridiction respective des statistiques sur l'utilisation des différents moyens de paiement et sur l'activité des systèmes de paiement et de règlement-titres. Ces statistiques, qui reposent sur une collecte harmonisée, sont publiées annuellement dans le « Blue Book » publié sur le site Internet de la BCE.

2.6 SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT-TITRES

2.6.1 Système de règlement brut en temps réel TARGET2

Le nouveau système de règlement brut en temps réel TARGET2 a vu le jour le 19 novembre 2007. Depuis lors, une nouvelle plate-forme unique est exploitée conjointement par les banques centrales de l'Eurosystème. La composante luxembourgeoise de TARGET2 (TARGET2-LU) compte actuellement 28 participants directs (soit 3 de plus qu'en 2007) et 2 systèmes auxiliaires.

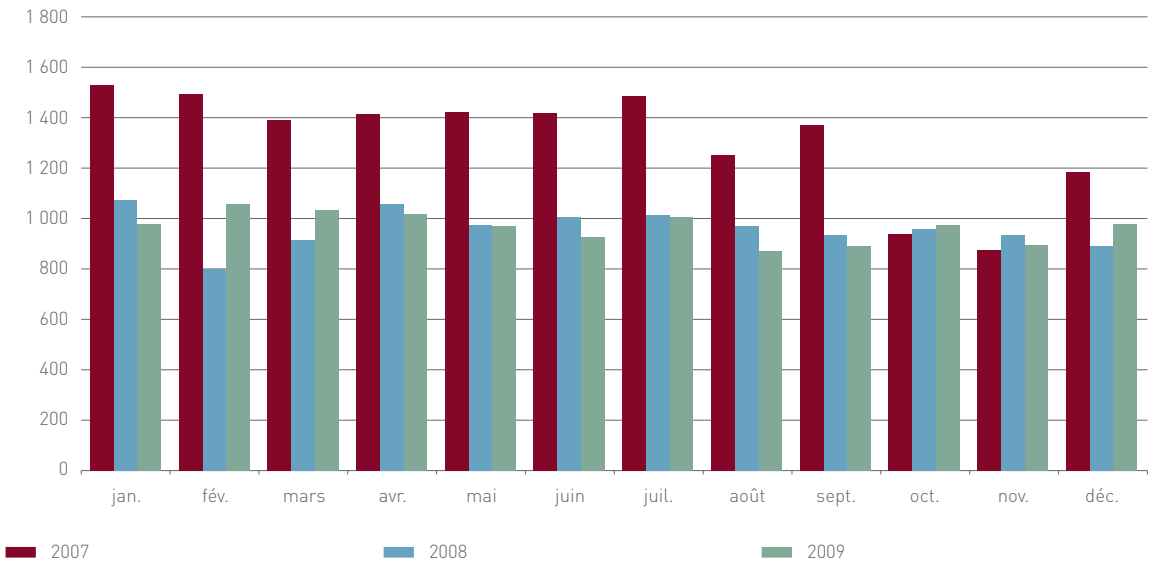
Paiements domestiques

En 2009, les participants à TARGET2-LU ont échangé en moyenne mensuelle 20 684 paiements (contre 21 015 en 2008) pour une valeur de 267,8 mia d'euros (contre 274,0 mia d'euros en 2008). 12 972 ou 62,7% de ces paiements étaient des paiements clients. Leur valeur représentait en moyenne mensuelle 7 mia d'euros, soit 2,6% de toute la valeur domestique échangée.

Dans TARGET2-LU, les diminutions du volume et des valeurs échangées sont très largement imputables à la crise financière, qui a notamment entraîné une diminution des transactions interbancaires.

Le graphique suivant illustre l'évolution des moyennes journalières en termes de volume des paiements domestiques.

Graphique 2.18 :
Paiements domestiques : Évolution des volumes journaliers moyens



Paiements transfrontaliers[1]

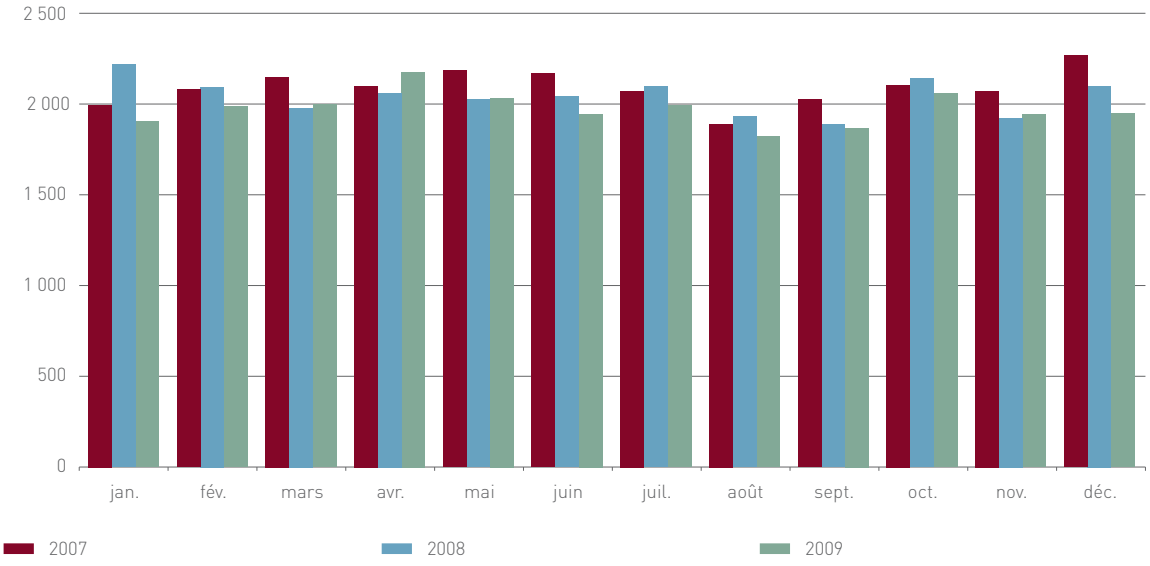
En 2009, les participants à TARGET2-LU ont envoyé en moyenne mensuelle 42 232 paiements vers les autres pays de l'UE (contre 43 772 paiements en 2008) pour une valeur moyenne de 573,3 milliards d'euros (contre 600,8 milliards d'euros en 2008). Ce volume comprenait 22 821 paiements clients représentant 54,0 % du total. En valeur, les paiements clients se chiffraient à 15,2 milliards en moyenne mensuelle, soit 2,7 % du total.

En matière de paiements transfrontaliers, le volume a diminué de 3,6 % et la valeur échangée de 4,8 % d'une année sur l'autre. La valeur moyenne par transfert émis se chiffrait ainsi à 13,6 millions d'euros (contre 13,7 millions en 2008). Ici encore, la crise financière se trouve à l'origine de ces changements.

Avec 35 983 paiements en moyenne mensuelle, les participants à TARGET2-LU ont reçu moins de paiements qu'ils n'en ont émis. Cependant, la valeur totale des paiements reçus a été supérieure à la valeur envoyée.

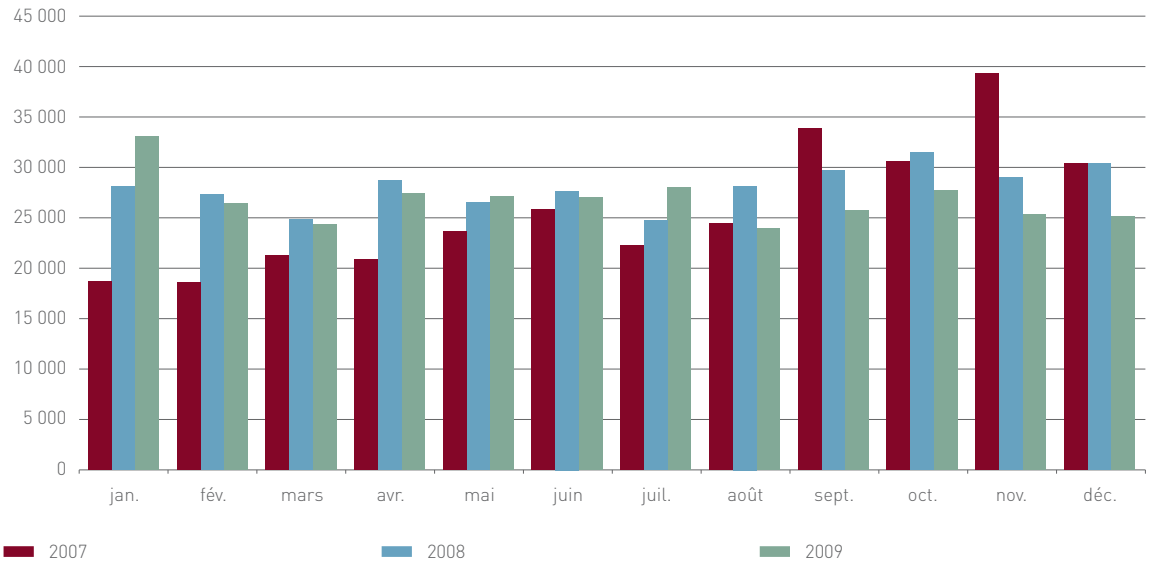
Les graphiques suivants illustrent l'évolution des moyennes journalières du volume et de la valeur des paiements transfrontaliers émis par les participants luxembourgeois.

Graphique 2.19 :
Paiements transfrontaliers envoyés : Évolution du volume journalier moyen



1 Paiement transfrontalier : paiement échangé entre un participant à TARGET2-LU et un participant à une autre composante de TARGET2.

Graphique 2.20 :
Paiements transfrontaliers émis : Évolution de la valeur journalière moyenne (millions euros)



Chiffres agrégés des paiements domestiques et transfrontaliers

Le nombre total de paiements émis par les participants à TARGET2-LU au cours de l'année 2009 a atteint 754 980 transactions (contre 777 445 paiements en 2008, soit une diminution de 3 % sur une année). 35 793 ou 4,7 % de ces paiements étaient des paiements clients.

Il ressort du tableau numéro 2.2 une vue globale de la moyenne journalière des volumes de paiements émis par année. Dans l'ensemble, les volumes échangés en 2009 ont diminué par rapport à 2008, diminution imputable aux transferts transfrontaliers.

Tableau 2.2 : Volume des paiements en moyenne journalière

	Domestiques		Transfrontaliers émis		Total émis	Transfrontaliers reçus	
	Volume	(% volume émis)	Volume	(% volume émis)	Volume	Volume	(% volume émis et reçu)
2007	1 344	(39,33 %)	2 073	(60,67 %)	3 417	1 681	32,97 %
2008	963	(31,97 %)	2 049	(68,03 %)	3 012	1 687	35,90 %
2009	970	(32,87 %)	1 981	(67,13 %)	2 951	1 616	35,38 %
Variation 2008-2009	**+0,7 %**		**-3,3 %**		**-2,0 %**	**-4,2 %**	

La valeur mensuelle moyenne de tous les paiements émis se chiffre à 841,2 milliards d'euros, dont 22,1 milliards d'euros (2,6 %) pour des paiements clients.

TARGET2-LU par rapport aux autres systèmes participant à TARGET2

En 2009, l'ensemble des systèmes RTGS nationaux ont exécuté en moyenne mensuelle 5,07 millions de paiements domestiques (contre 5,77 millions en 2008). La composante luxembourgeoise représentait 0,4 % de ce volume.

A ces chiffres s'ajoutent 2,15 millions de paiements transfrontaliers (2,12 millions en 2008) qui totalisent 11 593 milliards d'euros (17 997 milliards d'euros en 2008) en moyenne mensuelle. Le Luxembourg a contribué pour 2,0 % au volume et pour 4,9 % à la valeur échangés.

Disponibilité et performance de TARGET2

La disponibilité de TARGET2-LU a été de 100 % en 2009 contre 99,96 % en 2008.

En moyenne journalière, la plateforme unique a reçu 341 552 instructions de paiement. 99,96 % de ces paiements ont été traités dans les 5 minutes et les 0,04 % restants endéans 15 minutes.

2.6.2 Système de compensation interbancaire servant le marché luxembourgeois

Mis à part les billets et les pièces, les instruments de paiement de masse les plus communément utilisés au Luxembourg sont les cartes de paiement, les virements et les domiciliations de créances (ou prélèvements).

Le volume de transactions par chèque a fortement diminué ces dernières années. Depuis le 1er juillet 2006, les banques luxembourgeoises échangent et compensent les chèques sur base bilatérale.

Les virements et les ordres permanents

Les transactions de virement peuvent être internalisées au sein des banques, traitées bilatéralement entre les banques concernées ou dans un système de paiement (par exemple TARGET2 ou STEP2[2]). La majeure partie des transactions luxembourgeoises de virements et d'ordres permanents est compensée dans STEP2.

En 2009, les participants luxembourgeois ont envoyé en moyenne journalière dans STEP2, 72 659 opérations pour une valeur totale de 165 millions d'euros. Les transactions domestiques[3] ont constitué 68 % du volume (environ 49 346 opérations par jour) et ont totalisé 102 millions d'euros (soit 62 % de la valeur).

L'activité des paiements luxembourgeois émis dans STEP2 a connu une forte croissance en 2009 avec une augmentation de 10 % du volume et de 25 % de la valeur par rapport à 2008. En ce qui concerne l'activité domestique, la croissance de 2009 par rapport à l'année précédente était de 2 % pour le volume et de 19 % pour la valeur.

Tableau 2.3 : Variation annuelle de l'activité dans STEP2

Variation annuelle	2009/2008	2008/2007
Volume total	10 %	16 %
Valeur totale	25 %	50 %
Volume domestique	2 %	10 %
Valeur domestique	19 %	40 %

2 Le système STEP2 est géré par l'Association Bancaire pour l'Euro (ABE).

3 Sont considérés comme domestiques les virements et les domiciliations dont les banques débitrice et créditrice sont luxembourgeoises.

Les domiciliations de créances

En attendant l'essor du prélèvement européen (voir ci-dessous « Le projet européen SEPA »), les prélèvements sont des paiements domestiques que les banques compensent par internalisation ou bilatéralement.

En 2009, le volume de domiciliations réalisées s'est élevé à 13,97 millions pour un montant de 6 504 millions d'euros.

L'utilisation des cartes de paiement au Luxembourg

On distingue deux grands types de cartes de paiement, les cartes de débit et les cartes de crédit. Le système national de carte de débit est Bancomat. Celui-ci bénéficie d'un partenariat avec le système international Maestro. Les cartes de crédit émises au Luxembourg sont principalement Visa et Mastercard. Fin décembre 2009, le nombre total de cartes de débit émises par les banques au Luxembourg et gérées par le CETREL[4] avoisinait 576 000 unités (573 000 en 2008). Le nombre de cartes de crédit émises par les banques au Luxembourg à cette même date excédait 484 000 unités (441 000 en 2008).

En 2009, le nombre de transactions[5] effectuées à l'aide de cartes de débit émises au Luxembourg[6] s'est élevé à 40,59 millions (37,6 millions en 2008) pour une valeur totale de 3,19 milliards d'euros (3,01 milliards d'euros en 2008). Le nombre de transactions réalisées par carte de crédit était de 21,89 millions (19,88 millions en 2008) pour un montant de 2,27 milliards d'euros (2,15 milliards d'euros en 2008).

En ce qui concerne les transactions réalisées sur le territoire luxembourgeois à l'aide de cartes émises au Luxembourg ou à l'étranger, leur nombre s'est élevé à 38,31 millions (39,24 millions en 2008) pour une valeur de 2,72 milliards d'euros (2,74 milliards d'euros en 2008) pour les transactions utilisant des cartes de débit, et à 21,39 millions (21,87 millions en 2008) équivalant à environ 1,87 milliard d'euros (1,95 milliard d'euros en 2008) pour les transactions utilisant des cartes de crédit.

MiniCash est le porte-monnaie électronique luxembourgeois. Il consiste en une puce électronique installée sur une carte de débit Bancomat sur laquelle le client peut transférer une somme d'argent échangée en monnaie électronique. En 2009, 2,10 millions de transactions (contre 2,18 millions en 2008, soit une baisse de 4 %) ont été effectuées pour un montant total de 5,49 millions d'euros (contre 5,82 millions d'euros en 2008, soit une diminution de 6 %).

Le projet européen SEPA

Le projet SEPA (« *Single European Payment Area* ») s'inscrit dans la continuité de la mise en place de l'euro. Il prévoit la création d'un espace unique de paiements en euros au sein duquel tous les paiements scripturaux sont domestiques, sans distinction entre paiements nationaux et paiements transfrontaliers.

4 Centre de Transferts Electroniques ; http ://www.cetrel.lu

5 Transactions de paiements et retraits aux distributeurs automatiques de banques. Les données proviennent de l'opérateur le plus représentatif sur le marché.

6 Il s'agit des transactions réalisées au Luxembourg et à l'étranger.

SEPA vise plus concrètement la mise en place de moyens de paiement communs et régis par un cadre juridique harmonisé. Au sein de la zone SEPA (32 pays), les acteurs économiques pourront effectuer des paiements à partir d'un seul compte en utilisant une gamme unique d'instruments de paiement leur permettant ainsi de réaliser des paiements en euros avec autant de facilité et dans les mêmes conditions que les transactions nationales.

La mise en place du projet SEPA est assurée par l'industrie bancaire européenne, représentée par le Conseil européen des paiements ou European Payments Council (EPC)[7]. L'Eurosystème et la Commission européenne sont les catalyseurs du projet.

Les nouveaux instruments de paiement SEPA se présentent comme suit :

- le virement européen ou SEPA Credit Transfer (SCT) en vigueur depuis le 28 janvier 2008
- le prélèvement européen ou SEPA Direct Debit (SDD), en vigueur depuis le 1er novembre 2009 ;
- les cartes de paiement : selon le SEPA Cards framework (SCF), tout détenteur de carte doit pouvoir utiliser sa carte dans l'ensemble de la zone SEPA et tout commerçant doit être capable d'accepter l'ensemble des cartes, tant que cela se justifie économiquement. Des standards communs au niveau du traitement des cartes sont en cours d'élaboration au niveau européen ; leur mise en place est prévue pour 2010-2012.

La mise en place du projet SEPA au Luxembourg est assurée par l'Association des Banques et Banquiers Luxembourgeois (ABBL) par l'intermédiaire d'un comité qui regroupe les principaux établissements de crédit actifs dans le domaine de la banque de détail ainsi que les autorités de surveillance de la Place financière.

Les banques luxembourgeoises ont déjà largement adopté le virement européen pour les opérations de clientèle. L'adoption du prélèvement européen se fera au cours de l'année 2010.

La loi du 10 novembre 2009, qui transpose notamment la directive 2007/64/CE du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, apporte des changements significatifs dans le domaine des paiements au Luxembourg. Celle-ci fait l'objet d'une description détaillée dans le paragraphe 3.3.1.2 de la partie « Actualité législative et réglementaire ».

2.6.3 Cadre général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème

2.6.3.1 Liste des titres éligibles

Toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème sont effectuées « sur base d'une sûreté appropriée pour les prêts »[8]. A ce titre, chaque contrepartie présente des actifs en garantie de ses crédits auprès d'une banque centrale de l'Eurosystème. Ces actifs doivent être conformes aux critères d'éligibilité spécifiés par l'Eurosystème dans la documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème. La liste des actifs éligibles est disponible sur le site internet de la Banque centrale européenne (BCE). Cette liste unique pour les opérations de crédit de l'Eurosystème comprend deux types d'actifs, les actifs négociables (titres) et les actifs non négociables (en particulier des créances privées). En octobre 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé d'élargir temporairement la liste des actifs éligibles. Les garanties suivantes ont été ajoutées à la liste des actifs éligibles :

7 L'EPC a été créé en 2002 par le secteur bancaire et compte pour membres des banques et des associations bancaires établies dans tous les Etats membres de l'Union européenne. Pour plus d'informations concernant l'EPC : www.europeanpaymentscouncil.eu

8 Article 18 des statuts du SEBC et de la BCE ; article 22 de la loi organique de la BCL.

- Des titres négociables libellés en USD, GBP, et JPY, à la condition que ces titres soient émis et réglés dans la zone euro, que l'émetteur soit établi dans l'Espace économique européen, et que les titres remplissent tous les autres critères d'éligibilité.
- Des titres émis par les établissements de crédit et négociés sur certains marchés non réglementés tels que spécifiés par la BCE.
- Des actifs subordonnés présentant des garanties adéquates telles que définies dans la documentation générale.
- Des garanties avec une évaluation du crédit inférieure à A- et supérieure ou égale à BBB-, à l'exception des titres adossés à des actifs (*asset backed securities – ABS*).

Des décotes supplémentaires spécifiques sont appliquées à ces actifs. Sous réserve d'une évaluation d'éligibilité positive, les actifs négociables des catégories susmentionnées sont inclus dans la liste des actifs éligibles publiée et mise à jour quotidiennement sur le site internet de la BCE.

En mai 2009, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger cette extension temporaire de la liste des actifs éligibles jusqu'au 31 décembre 2010.

Concernant les titres adossés à des actifs, le Conseil des gouverneurs a décidé en novembre 2009 d'exiger au moins deux notations attribuées par des organismes externes d'évaluation du crédit reconnus pour tous les ABS émis à compter du 1er mars 2010. L'éligibilité de ces ABS sera déterminée selon la règle de la « deuxième meilleure notation », ce qui signifie que le seuil minimum de notation applicable aux ABS devra être respecté non seulement par la meilleure notation mais également par la seconde. À partir du 1er mars 2011, la règle de la deuxième meilleure notation et l'exigence d'un minimum de deux notations s'appliqueront à tous les ABS.

Les actifs éligibles peuvent être utilisés dans toute la zone euro en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. Pour la mobilisation des actifs éligibles, les contreparties de l'Eurosystème utilisent différents canaux et procédures en fonction de la nature des actifs et du pays dans lequel les actifs sont détenus. Les actifs non négociables sont mobilisés via des procédures appropriées de traitement développées par chaque banque centrale nationale (mobilisation domestique) ou par l'intermédiaire d'une banque centrale correspondante (mobilisation transfrontalière). La mobilisation des actifs négociables requiert l'implication d'un ou de plusieurs systèmes de règlement de titres.

2.6.3.2 Les systèmes de règlement de titres

Sélection des dépositaires éligibles

Pour la mobilisation des titres par ses contreparties, l'Eurosystème a sélectionné des systèmes de règlement de titres éligibles opérés par des dépositaires centraux de titres. Un système de règlement de titres est éligible s'il obtient, après vérification de sa conformité avec les critères d'évaluation établis par l'Eurosystème (les standards utilisateurs), l'approbation du Conseil des gouverneurs de la BCE. Dans ce contexte, l'Eurosystème a en 2009 effectué une évaluation complète des systèmes de règlement de titres ainsi que des liens entre les systèmes. L'évaluation a confirmé qu'au Luxembourg les systèmes opérés par Clearstream Banking Luxembourg (CBL) et par VP Lux S.à r.l. sont éligibles pour la mobilisation des titres par les contreparties de l'Eurosystème.

Utilisation transfrontalière des titres

En plus des titres éligibles déposés auprès de leur dépositaire national, les contreparties de l'Eurosystème peuvent présenter en garantie de leurs crédits des titres inscrits auprès d'un dépositaire situé dans un autre Etat membre de l'UE. L'Eurosystème prévoit deux méthodes pour utiliser les titres de manière transfrontalière. Les contreparties peuvent utiliser :

- le modèle de banque centrale correspondante (MBCC)[9], ou
- des liens établis entre des systèmes de règlement de titres des dépositaires.

Actuellement deux types de liens sont éligibles, les liens directs et les liens relayés :

- les liens directs rendent disponibles, dans un système de règlement de titres d'un pays de la zone euro des titres émis dans un système d'un autre pays de la zone euro grâce à des comptes bilatéraux que les deux systèmes entretiennent entre eux.
- les liens relayés permettent à deux systèmes sans comptes bilatéraux de transférer des titres entre eux par l'utilisation d'un troisième système avec lequel les deux systèmes ont des comptes bilatéraux.

L'éligibilité de chaque lien requiert l'approbation préalable du Conseil des gouverneurs. Suite à l'approbation d'un nouveau lien de CBL, en 2009, les banques luxembourgeoises pouvaient utiliser des liens directs entre CBL et Clearstream Banking A.G. Frankfurt, Euroclear Bank, le système de règlement de titres opéré par la Banque Nationale de Belgique, Monte Titoli (Italie), OekB (Autriche), Euroclear Netherlands (Pays-Bas), Euroclear France, et KDD (Slovénie).

Projet TARGET2-Securities

Face à un marché très fragmenté comportant une multitude de systèmes de règlements de titres et face à la nécessité de disposer d'une infrastructure européenne de règlement de titres, l'Eurosystème a poursuivi ses travaux pour développer le système TARGET2-Securities (T2S), qui fournira aux dépositaires centraux des services de règlement de titres. Le projet T2S consiste plus spécifiquement en la mise en place d'une plateforme unique qui gérera de façon harmonisée les opérations de règlement de titres des différents dépositaires centraux avec le règlement à la fois de la partie titres et de la partie cash en monnaie banque centrale. Il s'inscrit dans le processus plus général d'intégration des marchés financiers en Europe devant mener à une uniformisation des procédures et à une réduction substantielle des coûts.

L'année 2009 peut être qualifiée d'année de transition avec, d'une part, la phase préparatoire du projet et, d'autre part, le démarrage de la phase d'élaboration des spécifications de T2S. Les évènements et étapes les plus remarquables furent :

- la mise en place au printemps 2009 du « *TARGET2 Securities Programme Board* »,un organe de gestion chargé de développer des propositions pour le Conseil des gouverneurs et qui effectue des tâches de nature technique.
- la signature en juillet 2009 d'un « *Memorandum of Understanding* » entre l'Eurosystème et des dépositaires centraux de titres, parmi lesquels tous les dépositaires des pays de la zone euro ainsi que neuf dépositaires issus de pays européens hors de la zone euro. La signature du « *Memorandum of Understanding* » réaffirme le support des CSD pour le projet T2S.
- la finalisation et la publication des spécifications techniques d'ordre général de T2S. Ces spécifications décrivent comment le logiciel de T2S répondra aux besoins des utilisateurs.

9 Correspondent Central Banking Model, CCBM, voir 2.6.4 ci-dessous.

- le démarrage de l'élaboration du document concernant les spécifications techniques des utilisateurs (« *User Detailed Functional Specifications* »), qui fournissent aux acteurs reliés à T2S (CSD, utilisateurs, banques centrales nationales) les informations nécessaires permettant de préparer l'interaction de leurs systèmes avec T2S.

Sur le plan national, la BCL a, conjointement avec CBL et les banques luxembourgeoises, commencé l'étude des questions déterminantes relatives à l'accès futur du marché luxembourgeois à T2S. Le projet est de créer en 2010 un nouveau dépositaire central appelé LuxCSD assurant un règlement en monnaie de banque centrale compatible avec la plateforme T2S.

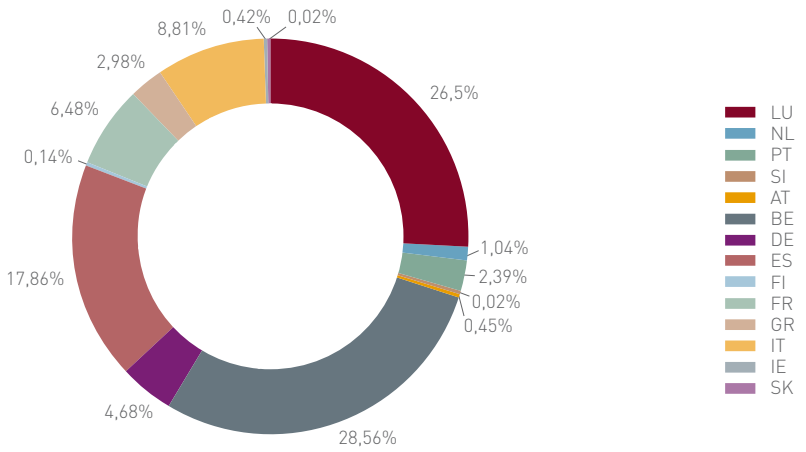
2.6.4 Modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)

Le but du MBCC est de rendre possible, pour toutes les contreparties de l'Eurosystème, l'utilisation de manière transfrontalière des titres même s'il n'existe pas de lien éligible entre le dépositaire national et le dépositaire étranger dans lequel la contrepartie détient des titres. Dans le MBCC, chaque banque centrale intervient pour le compte des autres banques centrales en qualité de conservateur des titres détenus auprès du dépositaire national. Cette procédure fait intervenir d'un côté une banque centrale appelée banque centrale correspondante (BCC), différente de celle qui accorde le crédit à la contrepartie. La BCC détient le compte auprès du dépositaire où sont enregistrées les garanties déposées. Par ailleurs, la banque centrale du pays d'origine (BCPO) accorde le crédit à sa contrepartie sur base des confirmations reçues par la BCC.

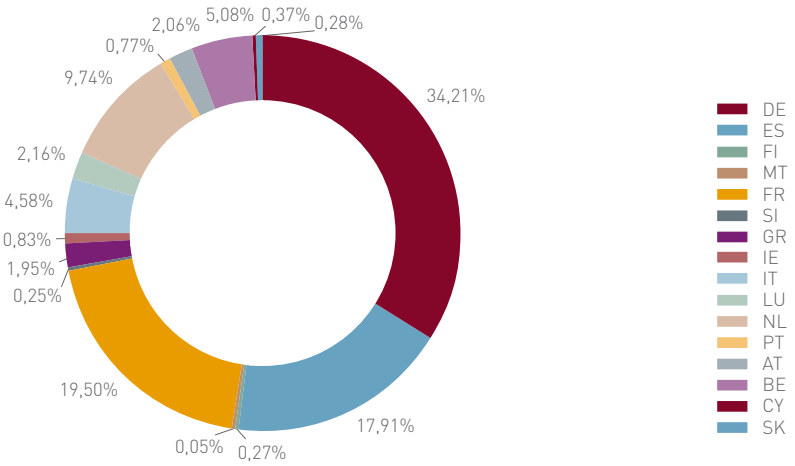
Le MBCC demeure le canal principal pour la mobilisation transfrontalière des titres utilisés dans les opérations de crédit de l'Eurosystème.

En pourcentage de la valeur, les Banques centrales les plus sollicitées en tant que correspondant en 2009 étaient celles de Belgique (28,56 %), du Luxembourg (26,15 %), d'Espagne (17,86 %) et d'Italie (8,81 %). Les BCPO les plus actives étaient celles d'Allemagne (34,21 %), de France (19,5 %), d'Espagne (17,91 %) et des Pays Bas (9,74 %).

Graphique 2.21 :
Banque centrale correspondante



Graphique 2.22 :
Banque centrale du pays d'origine



2.6.5 Future gestion des garanties par l'Eurosystème

En 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé de développer et de mettre en œuvre une plateforme unique pour la gestion des garanties reçues des contreparties de l'Eurosystème. Cette plateforme sera appelée CCBM2 (*Collateral Central Bank Management*) et offrira aux banques centrales les fonctionnalités nécessaires à la gestion des titres et des créances, tant pour la gestion des garanties domestiques que pour la gestion des garanties transfrontalières. Les opérations de la plateforme démarreront avant ou en même temps que celles de T2S.

Le Conseil des gouverneurs a également approuvé en 2008 les besoins des utilisateurs, en prenant en compte les commentaires du marché dans le cadre d'une consultation publique. Les besoins des utilisateurs décrivent les fonctionnalités de CCBM2 et constituent le document de base à partir duquel l'Eurosystème va définir les spécifications techniques de CCBM2. Ces spécifications décrivent de manière détaillée le fonctionnement technique de la plateforme.

En 2009, l'Eurosystème a continué ses travaux d'élaboration des spécifications techniques de la plateforme CCBM2. Celles-ci traiteront des tâches que CCBM2 devra accomplir et le niveau de service de CCBM2.

CCBM2 interagira de manière étroite avec les deux autres infrastructures opérées par l'Eurosystème dans le domaine de la liquidité, TARGET2 et T2S. Les trois systèmes fourniront des services complémentaires. Par exemple, sur base des titres réglés dans T2S, CCBM2 mettra à jour la ligne de crédit d'une contrepartie dans TARGET2. Donc, pour les contreparties de l'Eurosystème CCBM2 facilitera aussi l'exploitation des bénéfices de TARGET2 et de T2S. Dans ce contexte, l'Eurosystème a en 2009 également poursuivi ses travaux concernant la création d'un accès technique unique et harmonisé à ces trois infrastructures par le biais du « Eurosystem Single Interface ».

2.7 STABILITÉ FINANCIÈRE

2.7.1 Supervision macro-prudentielle

L'année 2009 a vu la mise en place de la nouvelle organisation de la supervision et de la stabilité financière à la Banque centrale du Luxembourg. Les transformations apportées sont dictées par la recherche d'une meilleure appréhension des contours de la supervision macro-prudentielle, d'une part, et par l'efficacité de l'analyse du risque du portefeuille géré localement, d'autre part. L'analyse macro-prudentielle et du risque systémique du système financier luxembourgeois est désormais distincte de la supervision micro-prudentielle de la liquidité. Une telle séparation s'explique par la modification de la loi organique de la BCL lui attribuant la surveillance de la liquidité des marchés et des acteurs. Compte tenu de la complémentarité des approches micro et macro-prudentielles, la séparation fonctionnelle s'est traduite par un processus de coopération étroite. C'est, d'ailleurs, ce qu'illustre l'étude commune sur une évaluation du risque systémique engendré par les situations de stress sur l'accès à la liquidité des banques luxembourgeoises.

Les structures financières et les profils de risque caractérisant les acteurs des marchés financiers, qu'ils soient des établissements bancaires ou des sociétés d'assurances, sont de nature à les fragiliser face à des évolutions abruptes et imprévisibles. L'approche macro-prudentielle vise une meilleure compréhension des dynamiques sous-jacentes et du risque systémique que fait naître l'interconnexion des acteurs financiers.

Les travaux entrepris dans cette perspective à la Banque centrale permettent le diagnostic de la vulnérabilité du système bancaire dans les conditions macroéconomiques et financières dites « normales » d'une part, et la simulation de tests d'endurance du système bancaire par la simulation d'évolutions extrêmes des facteurs de risque, d'autre part.

Il est important pour la Banque centrale d'être en mesure d'anticiper le risque de déstabilisation des établissements de crédit, composante dominante du secteur financier luxembourgeois. A cette fin, un indicateur synthétique de vulnérabilité financière est suivi régulièrement depuis quatre ans. Il offre un cadre méthodologique cohérent pour l'intégration des paramètres influençant le degré de fragilité du secteur bancaire, tels que les rendements des actions des institutions financières, leurs ratios de profitabilité et de levier, ainsi que des variables décrivant la structure concurrentielle du marché bancaire. La liaison de cet indicateur et des variables reflétant le contexte macroéconomique est significative. Il peut ainsi faire l'objet de prévisions à un horizon de 2 ans, conditionnellement aux projections macroéconomiques de la zone euro.

A partir du 2ème trimestre 2009, l'augmentation des valorisations sur l'ensemble des classes d'actifs, relayée par une amélioration graduelle de l'environnement économique dans la plupart des grands pays industrialisés, s'est traduite par une progression de la profitabilité des banques luxembourgeoises. Même si le revenu des commissions reste très en dessous des niveaux atteints par le passé, la marge d'intermédiation sur l'activité de transformation est en hausse, bénéficiant d'un relèvement des taux d'intérêt. Toutefois, les incertitudes demeurent : la reprise macroéconomique est largement soutenue par des mesures budgétaires et monétaires exceptionnelles, mais qui demeurent provisoires. Dans une optique macro-prudentielle, les tests d'endurance visent à mesurer la vulnérabilité du système bancaire luxembourgeois à des déviations d'ampleurs « exceptionnelles mais plausibles » de variables macroéconomiques, comme le taux de croissance du PIB réel, le niveau du taux d'intérêt réel ou le prix réel des biens immobiliers, relativement à un scénario de base. La mesure de la vulnérabilité est ici la probabilité de défaut, approchée par le ratio des provisions sur prêts au total des encours.

Dans l'exercice de ses attributions relatives à la surveillance macro-prudentielle, la Banque centrale du Luxembourg continue de contribuer aux différents comités du Système européen de banques centrales (SEBC) et de leurs multiples sous-groupes. Il y a lieu de noter que l'implication des banques centrales nationales, en matière de supervision, est amenée à être renforcée suite à la réforme de l'architecture de la supervision européenne, en particulier la création du Comité européen du risque systémique (voir encadré 2.1).

Dans le cadre de l'analyse du risque de crédit et de contrepartie sur les portefeuilles gérés en interne, l'objectif de la Banque centrale du Luxembourg est d'examiner de manière approfondie les différentes sources de risques afin d'optimiser les opportunités d'investissement et de rendements du portefeuille. Les moyens d'analyse se sont enrichis au cours de l'année suite au développement en interne d'un système d'estimation des probabilités de défaut risque-neutre à partir des prix de marché des titres.

Encadré 2.1 :

LA RÉFORME DE L'ARCHITECTURE DE SUPERVISION FINANCIÈRE EUROPÉENNE

S'appuyant sur les recommandations présentées en février 2009 par le groupe de haut niveau présidé par Jacques de Larosière, la Commission européenne a publié le 23 septembre 2009 cinq propositions législatives visant à l'établissement d'une nouvelle architecture de supervision européenne. Cette réforme repose sur les deux piliers indissociables de la supervision, à savoir les dimensions macro et micro-prudentielles, en établissant :

- d'une part, un Système européen de surveillance financière (SESF), responsable de la surveillance micro-prudentielle du système financier européen. Le SESF sera composé d'un réseau d'autorités nationales de supervision du secteur financier travaillant de manière coordonnée avec trois nouvelles autorités européennes de surveillance. Ces trois autorités résulteront de la transformation des comités de surveillance européens existants en une Autorité bancaire européenne (ABE), une Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) et une Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Ces autorités auront pour objectif de contribuer : i) à l'amélioration du fonctionnement du marché intérieur, notamment par un niveau de réglementation et de surveillance élevé, efficace et cohérent, ii) à la protection des déposants, des investisseurs, des assurés et des autres bénéficiaires, iii) au maintien de l'intégrité, de l'efficience et du bon fonctionnement des marchés financiers, iv) à la préservation de la stabilité du système financier, et v) au renforcement de la coordination internationale de la surveillance financière.

- d'autre part, un Comité européen du risque systémique (CERS), nouvelle entité impartiale, responsable de la surveillance macro-prudentielle du système financier européen. Il aura pour tâche i) de définir, rassembler et analyser toutes les informations utiles à sa mission ; ii) d'identifier les risques systémiques et de les classer par degré de priorité ; iii) d'émettre des alertes lorsque les risques sont jugés importants ; iv) de formuler, le cas échéant, des recommandations concernant les mesures correctives à prendre ; v) de contrôler le suivi des alertes et des recommandations, vi) de coopérer étroitement avec le SESF ; et vii) d'assurer une coordination sur les questions liées à la surveillance macro-prudentielle avec les institutions internationales.

De ce fait, le CERS créera une perspective macro-prudentielle européenne afin de

résoudre le problème de la fragmentation de l'analyse de risques sur une base nationale. Il permettra également de renforcer l'efficacité des mécanismes d'alerte rapide en améliorant l'interaction entre l'analyse micro-prudentielle et l'analyse macro-prudentielle. Enfin, il permettra que les analyses de risques donnent lieu à des mesures prises par les autorités compétentes.

Le CERS n'aura pas de personnalité juridique ni de compétences contraignantes. Sa légitimité proviendra essentiellement de la réputation qu'il aura acquise grâce à ses membres de haut niveau, l'indépendance de ses jugements, la qualité de ses analyses et la spécificité de ses recommandations. De surcroît, le cadre proposé ne pourra fonctionner que si le CERS et le SESF coopèrent de façon efficace et transparente. D'une part, le CERS fournira des informations nécessaires aux Autorités européennes de supervision sur les risques systémiques du système financier européen dans son ensemble. D'autre part, les trois Autorités fourniront les informations requises au CERS sur une base régulière et s'assureront du suivi des alertes et des recommandations émises par le CERS. Le CERS aura également pour mission de coopérer étroitement avec les organismes internationaux en charge de la supervision macro-prudentielle, tels que le FMI ou le FSB.

La composition du CERS reconnaît la responsabilité et l'expérience acquise par les banques centrales dans le domaine de la stabilité financière, puisque le principal organe de décision, le Conseil général, assure la participation des membres du Conseil général de la BCE. De plus, le travail d'analyse et l'appui logistique dont aura besoin le CERS seront fournis par un Secrétariat, qui sera assuré par la Banque centrale européenne.

Par conséquent, ce nouveau schéma se traduira par une contribution de la Banque centrale du Luxembourg au CERS. Elle mettra à disposition son expertise en matière d'analyse macroéconomique, financière et monétaire, à travers notamment la participation de son Gouverneur au Conseil général du CERS et au travers de la contribution de ses collaborateurs aux analyses et travaux techniques.

Les propositions de la Commission, sur lesquelles la BCE a été consultée, devront être adoptées à la fois par le Parlement européen et par le Conseil ou uniquement par le Conseil, selon la procédure législative applicable. Le Conseil Ecofin du 20 octobre 2009 a donné son accord sur les textes établissant le CERS et confiant à la BCE des missions spécifiques relatives au fonctionnement du CERS. Ensuite, le 2 décembre 2009, le Conseil Ecofin s'est accordé sur une approche générale visant à la création des trois nouvelles Autorités européennes de supervision. Les textes sont actuellement examinés par le Parlement européen sous la forme d'un « package », avec pour objectif la mise en œuvre de la nouvelle architecture au début de l'année 2011.

2.7.2 Surveillance micro-prudentielle

2.7.2.1 Surveillance des liquidités

La mission de surveillance des liquidités des opérateurs de marché a été confiée à la Banque centrale par le biais d'une modification de sa loi organique en date du 24 octobre 2008. Par opposition à la surveillance macro-prudentielle qui s'attache à analyser le risque systémique et les risques de contagion du système financier dans son ensemble, la surveillance des liquidités des opérateurs de marché vise à appréhender la situation de liquidité et la gestion du risque de liquidité des opérateurs individuels. Les failles dans la gestion du risque de liquidité de certains acteurs ayant été une des causes principales des turbulences financières de 2008, la gestion de la liquidité et du risque y afférent a fait l'objet d'une attention toute particulière de la part des autorités de supervision au plan international au cours des deux dernières années.

L'année 2009 a dès lors été largement consacrée à la définition et la mise en place du cadre pour l'exercice de cette mission de surveillance. Dans un premier temps, et afin de définir le contenu et l'étendue de sa nouvelle mission, la Banque centrale a adopté un règlement (Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°4 du 29 avril 2009) qui fixe le champ d'application et les responsabilités des opérateurs de marché. Si le cadre général de la surveillance des liquidités tient compte dans une large mesure des principes et recommandations définis dans les enceintes internationales, la Banque centrale s'attend en particulier à ce que les opérateurs de marché et principalement les établissements disposent d'un cadre et de procédures adéquates en matière de gestion de la liquidité et du risque de liquidité au niveau local, le tout dans le strict respect du principe de proportionnalité.

Parallèlement à la publication du règlement, la Banque centrale a développé en 2009 le cadre et la méthodologie qui lui permettent de s'acquitter de sa mission de surveillance des liquidités. Cette surveillance repose essentiellement sur deux piliers, à savoir le suivi permanent effectué en interne (« *off-site monitoring* ») et les contrôles sur place (« *on-site inspections* ») auprès des opérateurs de marché.

Le suivi interne repose sur l'analyse régulière d'informations de nature qualitative et quantitative au niveau des opérateurs individuels et à un niveau agrégé. Afin d'avoir un meilleur suivi au quotidien de la situation de liquidité des opérateurs de marché, la Banque centrale a également développé un reporting journalier sur la situation de liquidité. Ce reporting, qui doit être rapporté par un échantillon d'établissements de crédit, est introduit au cours du 1er semestre de l'année 2010.

Les contrôles sur place servent à appréhender de manière détaillée le cadre et les procédures en place au niveau des opérateurs individuels, dans la perspective de s'assurer de l'adéquation de leur dispositif de gestion du risque de liquidité. Au cours de l'année 2009, la Banque centrale a principalement ciblé les établissements de crédit qui, de par la nature de leurs activités, sont les plus exposées au risque de liquidité. Conformément à sa mission, la Banque centrale va toutefois étendre sa surveillance à d'autres opérateurs de marché, principalement les assurances et les fonds d'investissement.

Dans le cadre de sa mission de surveillance et en dehors d'un accord formel, la Banque centrale coopère avec la Commission de surveillance du secteur financier. Ainsi les contrôles sur place dans le cadre de la surveillance des liquidités se font en règle générale de manière conjointe. La coopération est particulièrement rapprochée au niveau du suivi des développements réglementaires au niveau international et de l'étude des impacts au niveau national. En effet, il y a une représentation conjointe au sein de groupes de travail dédiés à la liquidité au niveau du Comité de Bâle et du Comité des Contrôleurs Bancaires Européens. Ces comités ont publié à la fin de l'année 2009 des propositions en matière de liquidité, qui font l'objet d'une consultation et qui doivent déboucher à de nouvelles normes à respecter en matière de liquidité à la fin de l'année 2010. Dans le cadre de l'extension du champ d'application de sa mission de surveillance aux assurances, le Banque centrale se concerte également avec le Commissariat aux Assurances.

Au-delà de la supervision quotidienne et du suivi des développements réglementaires, la fonction micro-prudentielle a effectué au cours de l'année 2009 des études et des analyses ponctuelles. Ces études et analyses ont été publiées sous forme de cahiers d'études ou ont fait l'objet d'articles dans la revue annuelle de stabilité financière. Une première étude porte sur une analyse des pratiques de gestion du risque de liquidité dans le secteur bancaire luxembourgeois et, plus particulièrement, l'analyse des systèmes afférents aux tests d'endurance (« stress testing ») et au

plan de refinancement de contingence des banques. Une deuxième étude porte sur un système de surveillance des liquidités permettant d'évaluer la sensibilité des établissements de crédits à certaines variables de liquidité. Cet outil permet de mesurer la sensibilité des établissements de crédit sur une base individuelle et comparative.

2.7.2.2 Oversight

La Banque centrale du Luxembourg, en tant que membre de l'Eurosystème, est appelée à promouvoir le bon fonctionnement des infrastructures de paiement et de compensation. Ce rôle répond à plusieurs objectifs.

Tout d'abord, les banques centrales ont pour mission de contribuer à la stabilité du système financier. Elles veillent dans ce contexte à limiter le risque systémique émanant de la défaillance potentielle de certaines infrastructures importantes ou d'un participant majeur. Une telle défaillance pourrait en effet, selon les circonstances, menacer la stabilité d'autres institutions financières et des marchés en général. Il s'ensuit une nécessité pour les banques centrales de veiller à ce que les infrastructures mettent en place des mécanismes adéquats d'identification, de suivi et de contrôle des risques.

Les banques centrales ont ensuite pour objectif complémentaire de contribuer à l'efficience des systèmes. Cette efficience se décline notamment sur des aspects liés aux coûts et à la performance des infrastructures.

Par ailleurs, les banques centrales, dans un souci ultime de préserver la confiance du public en la monnaie, se préoccupent de la sécurité des instruments de paiement généralement utilisés.

En 2009, le législateur luxembourgeois a décidé de renforcer le cadre légal de la Banque centrale du Luxembourg en matière de surveillance des infrastructures. Ainsi, suivant l'adoption de la loi du 10 novembre 2009, la BCL est dorénavant chargée de veiller à la sécurité et à l'efficience des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, ainsi qu'à la sécurité des instruments de paiement. Conformément à cette loi, la BCL a procédé à la publication au Mémorial et sur son site internet du tableau officiel des systèmes sous sa surveillance. Enfin, la BCL est dorénavant l'autorité compétente pour recevoir de la part des autres autorités européennes compétentes et pour transmettre à ces mêmes autorités les informations relatives à des participants en défaut.

Surveillance des systèmes de règlement des opérations sur titres

La BCL a poursuivi durant l'année 2009 sa surveillance des systèmes de règlement des opérations sur titres à Luxembourg opérés par Clearstream Banking Luxembourg (CBL), respectivement par VP Lux S.à.r.l.

Le cadre de surveillance de ces systèmes est notamment basé sur les recommandations conjointes émises en mai 2009 par le Système européen des banques centrales et le Comité européen des régulateurs de titres. Suivant l'adoption de ces recommandations, la BCL procède à un exercice d'évaluation du degré de conformité du système opéré par Clearstream par rapport à l'ensemble de ces recommandations, qui sera suivi d'une évaluation du système opéré par VP Lux.

La BCL a également poursuivi sa surveillance permanente des systèmes en question, qui couvre notamment :

– des informations d'ordre général,

- des données relatives à l'activité et aux incidents,
- des données financières,
- des informations se rapportant aux risques auxquels les systèmes sont exposés, ainsi qu'aux outils internes de mitigation des risques déployés à cet égard,
- des informations relatives aux changements affectant le système,
- des informations ayant trait à la gouvernance et aux règles et procédures internes.

En 2009, la BCL a conclu des accords de coopération avec la Banque nationale tchèque et l'Autorité monétaire de Singapour dans le cadre de la surveillance du système Clearstream dont certaines activités ont été relocalisées à Prague et à Singapour.

De même, la BCL a poursuivi sa coopération avec la Banque nationale de Belgique et les autorités de surveillance prudentielle belge et luxembourgeoise dans le cadre du lien entre les dépositaires internationaux de titres Clearstream et Euroclear.

Enfin, la BCL assure la surveillance du système opéré par VP Lux, conformément à l'accord de coopération signé en décembre 2008 avec la Banque nationale du Danemark.

Surveillance des systèmes de paiement

La surveillance du système de paiement Target2 est exercée de façon commune, sous la coordination de la Banque centrale européenne, par les membres de l'Eurosystème, dont la Banque centrale du Luxembourg. Dans ce contexte, l'Eurosystème a notamment finalisé en mai 2009 un rapport d'évaluation du système Target 2 par rapport aux principes fondamentaux pour les systèmes de paiement (*Core principles for the oversight of payment systems*).

Au niveau national, la Banque centrale du Luxembourg effectue également une surveillance des composantes techniques locales assurant la connectivité de la BCL à la plateforme unique.

Surveillance des instruments de paiement

Dans le cadre de sa mission de surveillance des instruments de paiement, la BCL s'appuie ou s'appuiera sur les standards suivants élaborés par l'Eurosystème :

- standards de surveillance pour les schémas de cartes de paiement adoptés en 2008 ;
- document détaillant l'approche générale de surveillance harmonisée accompagné d'une série de standards minimums communs de surveillance pour les instruments de paiement publiés par l'Eurosystème en février 2009 ;
- deux séries de standards de surveillance spécifiques aux virements et aux prélèvements préparés par l'Eurosystème et soumis à consultation publique en août 2009 ;
- des discussions sur l'élaboration de standards applicables aux schémas de monnaie électronique sont prévues pour 2010.

Les activités de surveillance des instruments de paiement reposent notamment sur des exercices d'évaluation du degré de conformité des schémas d'instruments de paiement par rapport aux standards ci-dessus. Dans ce contexte, la BCL a procédé au niveau national à une évaluation du schéma de cartes opéré par le groupement Bancomat. Cette évaluation de Bancomat s'inscrit dans un exercice d'évaluation coordonné par l'Eurosystème des schémas de cartes de paiement en Europe.

Une évaluation similaire des principaux schémas de virements et de prélèvements utilisés au sein de l'espace unique de paiements en euros sera réalisée au sein de l'Eurosystème après la finalisation des standards de surveillance spécifiques et des méthodologies d'évaluation à cet égard.

Enfin, concernant les activités de surveillance relatives à la monnaie électronique, la BCL a défini, en concertation avec PayPal (Europe) S.à r.l. et Cie, S.C.A., un schéma de reporting quantitatif et qualitatif périodique à fournir par l'opérateur en question et qui fait l'objet d'un suivi régulier.

03 LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

3 LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

3.1 ACTIVITÉ AU NIVEAU DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI) ET D'AUTRES ORGANISATIONS INTERNATIONALES

La BCL traite les opérations financières du Luxembourg vis-à-vis du FMI. Elle détient les avoirs et les engagements du Luxembourg envers le FMI au titre du compte général et du compte de droits de tirage spéciaux (DTS). En date du 31 décembre 2009, la quote-part du Luxembourg, reprise intégralement dans le bilan de la BCL, s'élevait à DTS 279,1 millions. À cette même date, la position de réserve (différence entre la quote-part totale du Luxembourg auprès du FMI et les avoirs en euros détenus par le FMI auprès de la BCL) représentait 18,67 % de la quote-part du Luxembourg.

Le plan des transactions financières du FMI détermine trimestre par trimestre les monnaies à mettre à disposition de ses membres et la répartition des remboursements entre ses membres. Ainsi au cours de l'année 2009, la BCL a octroyé des crédits pour un montant de 17,7 millions.

Selon la Résolution n° 63-2 adoptée le 28 avril 2008 par le Conseil des gouverneurs du Fonds, la quote-part du Luxembourg augmenterait de 279,1 millions de DTS à 418,7 millions de DTS. La loi du 19 décembre 2008 approuve l'amendement des statuts du FMI et autorise le gouvernement luxembourgeois à prendre les mesures nécessaires en vue de l'augmentation de la quote-part du Luxembourg. Cependant, la Résolution n° 63-2 n'a pas encore été acceptée par la double majorité requise, à savoir trois cinquièmes des pays membres et 85 % des voix attribuées.

À la fin de l'année 2009, le Luxembourg détenait 243,23 millions de DTS, soit 98,6 % de son allocation de DTS contre 79,1 % fin 2008. Cette augmentation s'explique principalement par l'entrée en vigueur d'une allocation générale de DTS le 28 août 2009 équivalant à 250 milliards de dollars et d'une allocation spéciale le 9 septembre 2009 équivalant à environ 33 milliards de dollars. L'allocation générale a eu pour effet d'accroître l'allocation de DTS de chaque pays d'environ 74 %.

Le Luxembourg s'est ainsi vu allouer un total de DTS 229,7 millions, dont DTS 206,9 millions sous l'allocation générale et DTS 22,8 millions sous l'allocation spéciale, dite du quatrième amendement.

L'échange de DTS contre des devises librement utilisables devant s'accroître à l'issue des récentes allocations de DTS, le FMI a cherché dès l'été 2009 à élargir les montants pouvant être traités sous des accords d'échange volontaires de DTS avec certains de ses membres. Ainsi, suite à une décision du Conseil des gouverneurs en octobre 2009, la grande majorité des banques centrales de l'Eurosystème, dont la BCL, a décidé de conclure de nouveaux accords d'échange volontaire de DTS avec le FMI ou de revoir à la hausse les montants traités sous des accords existants.

Cette allocation de DTS fait partie de l'arsenal du plan de 1 000 milliards de dollars convenu lors du Sommet du G-20 à Londres en avril 2009 et auquel le Comité monétaire et financier international (CMFI) a souscrit pour juguler la crise. Les dirigeants du G20 avaient décidé de mettre immédiatement à la disposition du FMI des ressources de prêts supplémentaires totalisant 250 milliards de dollars, qui seront par la suite incorporées dans le cadre assoupli des nouveaux accords d'emprunts (NAE), dont le montant initialement porté à 500 milliards de dollars a été dépassé. Le Luxembourg participe déjà aux anciens NAE à hauteur de DTS 340 millions et ce montant sera porté à un total de DTS 970,6 millions sous les nouveaux NAE. Les nouveaux accords dépasseront d'ailleurs l'objectif initial de 500 milliards de dollars.

Le Président de la BCL, en sa qualité de Gouverneur suppléant du FMI, a assisté à l'Assemblée annuelle du FMI et aux réunions du CMFI. Un agent de la BCL est détaché auprès du FMI.

La BCL a également participé à certains groupes de travail au sein de l'OCDE et de la BRI. A cet égard, elle a participé aux travaux du Comité des marchés financiers (CMF) de l'OCDE et du Comité sur le système financier mondial (CGFS) de la BRI. Comme chaque année, le Président de la BCL a assisté à l'Assemblée générale ordinaire de la BRI.

3.2 ACTIVITÉ AU NIVEAU EUROPÉEN

3.2.1 Activités au niveau de la BCE

Au cours de l'année 2009, le Président de la BCL a pris part aux 22 réunions du Conseil des gouverneurs et aux 4 réunions du Conseil général.

Les réunions du Conseil des gouverneurs se tiennent de façon bimensuelle à Francfort au siège de la BCE. La première réunion est dédiée à la politique monétaire et la seconde aux autres missions de l'Eurosystème. Le Conseil des gouverneurs prend aussi des décisions par procédure écrite. En 2009, quelque 500 propositions du Directoire ont été adoptées par le Conseil des gouverneurs suivant cette procédure ; parmi ces propositions se trouvent de nombreux avis relatifs aux projets législatifs au niveau européen ou national conformément à l'article 127 paragraphe 4 du Traité de Lisbonne.

Le Conseil général composé du Président et du Vice-président de la BCE et des gouverneurs du SEBC, se réunit quatre fois par an à Francfort.

Lors de la prise de décisions, les membres du Conseil des gouverneurs n'agissent pas en tant que représentants nationaux mais en leur capacité personnelle, ce qui est reflété par le principe « un membre, un vote ».

Des comités assistent les organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs tâches. Le Conseil des gouverneurs ou le Directoire de la BCE peut leur demander des études sur des sujets précis. Les comités rendent compte au Conseil des gouverneurs par l'intermédiaire du Directoire de la BCE.

Créés en application de l'article 9.1 du règlement intérieur de la BCE, les comités actuellement au nombre de seize, sont essentiellement composés de membres de l'Eurosystème, voire du SEBC pour certains dossiers. Chaque membre est désigné par le gouverneur de sa banque centrale nationale ou, selon le cas, par le Directoire de la BCE. Sous l'égide des comités figurent également des groupes de travail et des *Task forces* dont les objectifs bien que spécifiques, sont toujours conformes au mandat du comité dont ils dépendent. Le Conseil des gouverneurs a aussi créé des *High Level Groups* pour proposer des solutions à des problèmes particuliers.

La BCL contribue également aux travaux de l'Eurosystème et du SEBC en participant aux réunions de leurs comités et groupes de travail.

3.2.2 Elargissement de la zone euro

Le 1er janvier 2009, deux ans après la Slovénie et un an après Chypre et Malte, la Slovaquie a introduit l'euro, portant ainsi le nombre des Etats membres ayant introduit la monnaie unique à 16.

3.2.3 Comité économique et financier (CEF)

Un représentant de la BCL participe au Comité économique et financier (CEF). Le CEF est composé de représentants des Trésors ou Ministères des finances et des banques centrales des États membres de l'UE ainsi que de la Commission européenne et de la BCE. Le CEF est notamment chargé, selon le Traité, « de suivre la situation économique et financière des États membres et de la Communauté et de faire rapport régulièrement au Conseil ECOFIN et à la Commission ».

En 2009, le CEF a continué à analyser l'évolution de la stabilité financière dans l'UE et les risques qui pèsent sur cette stabilité, ainsi que les réformes pouvant être envisagées dans le sillage de la crise économique et financière.

Le CEF traite également les dossiers relatifs à la politique économique discutés aux réunions informelles du Conseil ECOFIN, auxquelles le Président de la BCL participe. En 2009, ces réunions informelles ont été fortement marquées par l'impact économique de la crise, en particulier son incidence sur les finances publiques, ainsi que par le projet de réforme de la supervision du système financier européen. Ces discussions ont également porté, dans le contexte d'une stabilisation progressive de la situation économique, sur les stratégies de sortie de crise appropriées, en égard notamment aux mesures budgétaires qu'avaient adoptées les autorités publiques afin de faire face à la crise.

3.2.4 Comité des Statistiques monétaires, financières et de balance des paiements

Dans le contexte de la mission de l'Office statistique des Communautés européennes (Eurostat), le Comité des statistiques financières, monétaires et de balance des paiements (CMFB) a notamment pour tâche de se prononcer sur le développement et la coordination des catégories de statistiques qui sont requises dans le cadre des politiques appliquées par le Conseil, la Commission et les différents comités qui les assistent. Dans le CMFB sont représentés les banques centrales, les instituts statistiques nationaux ainsi que la Commission et la BCE. Sous l'égide de ce comité fonctionnent des groupes de travail et des « Task forces » ayant des objets spécifiques. La BCL a contribué acti-

vement aux travaux menés dans cette enceinte en 2009. Des progrès ont pu être faits notamment sur le plan des statistiques de comptes financiers, de balance des paiements, de services financiers, de finances publiques ainsi que de comptes nationaux.

3.3 ACTIVITÉ AU NIVEAU NATIONAL

3.3.1 Actualité législative et réglementaire

3.3.1.1 Traité de Lisbonne

Le 1er décembre 2009 est entré en vigueur le Traité de Lisbonne portant modification du Traité sur l'Union européenne et du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Le Traité de Lisbonne reconnaît officiellement l'existence de l'Eurosystème auquel participe la BCL ; il transforme la BCE en institution de l'Union et contient des dispositions permettant le renforcement de la coordination économique interne et externe au niveau de la zone euro.

Le Protocole sur les Statuts du SEBC et de la BCE a été légèrement modifié. On observe que la phrase inscrite antérieurement dans l'article 1 des Statuts se lit comme suit « l'Institut monétaire luxembourgeois est la Banque centrale du Luxembourg ». Cette disposition n'avait plus d'objet, l'IML ayant cessé d'exister et la BCL étant membre à part entière de l'Eurosystème et du SEBC.

3.3.1.2 Services de paiement, systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et instruments de paiement

Au plan national, on relève en particulier une nouvelle modification de la loi organique de la Banque centrale intervenue par la loi du 10 novembre 2009.

La transposition en droit luxembourgeois de la directive 2007/64/CE du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement dans le marché intérieur[1] (ci-après la PSD[2]), à laquelle la BCL a participé dans le cadre d'un groupe de travail instauré auprès du Ministère des Finances (cf. Rapport annuel de la BCL de 2008, par. 3.3.1.6.a), a été assurée par la loi du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement[3].

La PSD vise à réglementer les services de paiement de manière uniforme à l'intérieur de l'Union européenne et à créer une nouvelle catégorie d'institutions financières bénéficiant du passeport européen - les établissements de paiement. La PSD crée une base légale homogène pour la réalisation du marché unique des paiements en euros (cf. le projet Single Euro Payment Area – SEPA).

La loi du 10 novembre 2009 transpose aussi la directive 2000/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 septembre 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements et de la directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (ci-après la SFD[4]), anciennement insérées dans la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

---

1 Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE ainsi que 2006/48/CE et abrogeant la directive 97/5/CE, JO, 5.12.2007, L 319/1.

2 *Payment Services Directive.*

3 Mémorial A N° 215 du 11 novembre 2009, p. 3698.

4 *Settlement Finality Directive.*

Mission de surveillance de la BCL

La loi assure aussi le renforcement de la mise en œuvre de l'une des missions fondamentales de Banque centrale – la mission de promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres[5]. La loi qui remplace l'ancienne législation du 10 janvier 2001, consacre pleinement le pouvoir de surveillance (« oversight ») de la BCL à l'égard des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres ainsi que des instruments de paiement, en insérant un nouveau paragraphe 5 à l'article 2 de la loi organique de la BCL : « Au vu de sa mission relative à la promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement, la Banque centrale veille à l'efficacité et à la sécurité des systèmes de paiement et des systèmes de règlement des opérations sur titres, ainsi qu'à la sécurité des instruments de paiement ».

La BCE[6] a accueilli favorablement ces modifications législatives en soulignant que : « a) elles clarifient la répartition des compétences entre la CSSF et la BCL en ce qui concerne les instruments de paiement, les systèmes de paiement et les systèmes de règlement des opérations sur titres, conformément à l'article 105, paragraphe 2, du traité et à l'article 3.1 des statuts du SEBC et b) elles étendent le rôle de surveillance de la BCL de manière à couvrir tous les systèmes de paiement et de règlement, indépendamment de leur désignation en vertu de la directive 98/26/CE ».

Missions connexes découlant de la SFD

La loi du 10 novembre 2009[7] charge la BCL de tenir le tableau officiel des systèmes de paiement et des systèmes de règlement des opérations sur titres notifiés à la Commission européenne. En conséquence, la BCL a publié dans le Mémorial B[8] et sur son site internet le tableau pour l'année 2009.

La BCL devient[9] également l'autorité compétente (i) pour notifier aux autorités compétentes des autres Etats membres concernés la décision d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre d'un participant luxembourgeois et (ii) pour recevoir d'une autorité d'un autre Etat membre ou d'un pays tiers désigné à cet effet, la notification de la décision d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité prise par l'autorité judiciaire ou administrative compétente de cet Etat membre ou pays tiers à l'égard d'un participant à un système.

Exercice de la mission de surveillance

Le nouvel article 27-3 de la loi organique qui prévoit que « Aux fins de l'accomplissement de la mission définie à l'article 2, paragraphe (5), la Banque centrale peut demander aux systèmes de paiement et aux systèmes de règlement des opérations sur titres toute information relative au fonctionnement de ces systèmes dont elle a besoin pour apprécier leur efficacité et leur sécurité et elle peut demander aux émetteurs d'instruments de paiement toute information relative aux instruments de paiement dont elle a besoin pour apprécier leur sécurité.

---

5 Cette mission découle du quatrième tiret de l'article 127 (2) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (ex-article 105 (2) du Traité CE) et de l'article 22 des Statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

6 Avis de la BCE sur l'élargissement du rôle de surveillance de la Banque centrale du Luxembourg en vertu d'un projet de loi relative aux services de paiement, à l'activité d'établissement de monnaie électronique et au caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et les systèmes de règlement des opérations sur titres, (CON/2009/46), paragraphe 3.2.1, p. 3.

7 Cf. l'article 110 de la loi du 10 novembre 2009.

8 Mémorial B n°101 du 28.12.2009.

9 En vertu de l'article 113.3 de la loi du 10 novembre 2009.

La Banque centrale est habilitée à procéder à des visites sur place pour recueillir les informations visées au paragraphe (1). A cette fin elle se coordonne avec la Commission de surveillance du secteur financier ».

Cette nouvelle disposition devrait donc permettre à la BCL de mettre en œuvre de manière efficace sa compétence de surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres en pouvant demander aux systèmes et émetteurs toute information dont elle a besoin et en ayant, le cas échéant, recours à des contrôles sur place.

Concept des instruments de paiement

Le concept d'instrument de paiement (tel que défini à l'article 1 paragraphe 26 de la loi) couvre également les dispositifs permettant de transférer de la monnaie électronique. En effet, la monnaie électronique est qualifiée d'une part de moyen de paiement[10] et d'autre part de fonds qui sont transférés dans le cadre d'une opération de paiement[11]. Le dispositif ou les procédures qui permettent d'initier une opération de paiement basée sur la monnaie électronique constitue donc un instrument de paiement au sens de la PSD. La Commission européenne retient également une interprétation large et ouverte par rapport aux différentes technologies utilisées pour initier des opérations de paiement, en affirmant que le concept d'instrument de paiement couvre « des mécanismes physiques (tels que cartes ou téléphones mobiles) et/ou des ensembles de procédures (tels que codes PIN, codes TAN, digipass, login/password, etc.) que l'utilisateur de services de paiement peut utiliser pour donner des instructions à son prestataire de services de paiement pour l'exécution d'une transaction de paiement[12] ». Cette précision est importante pour cerner le champ de compétence de la BCL à l'égard des instruments de paiement, mais également pour garantir une meilleure sécurité juridique de tous les acteurs concernés. En effet, les dispositions relatives aux instruments de paiement devront s'appliquer, sauf dérogation expresse, à l'instrument permettant de transférer la monnaie électronique[13].

3.3.1.3 Pouvoir réglementaire de la BCL

En insérant un nouveau paragraphe 1er à l'article 34 de la loi organique de la BCL, la loi du 24 octobre 2008 portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg a octroyé à la BCL un pouvoir réglementaire[14] conformément à la nouvelle disposition inscrite dans la Constitution à cet effet. En 2009, la BCL a émis quatre règlements[15]. Les règlements n° 2, 3 et 5 visent à transposer dans l'ordre juridique luxembourgeois des actes de la BCE en matière de politique monétaire.

Le règlement BCL 2009/N°4 du 29 avril 2009 revêt une importance particulière, en ce qu'il vise à préciser la mission de surveillance de la liquidité de la BCL telle que conférée par la loi du 24 octobre 2008 précitée. Comme le souligne le gouvernement dans l'exposé des motifs relatif à la loi du 24 octobre 2008, « la réglementation des liquidités est particulièrement importante pour la banque centrale, alors qu'elle peut, ensemble avec les exigences de solvabilité et les interventions du prêteur en dernier ressort, empêcher un enchaînement de défaillances sur les marchés et partant, limiter le risque systémique ». Le règlement 2009/4 pose les principes et procédures de base pour

10 Voir article 1 paragraphe 17 du projet de loi qui reprend l'article 1.3.a) de la directive 2000/46/CE précitée : « établissement de monnaie électronique » : une personne morale, autre qu'un établissement de crédit au sens de l'article 4, point 1) a) de la directive 2006/48/CE, dont l'activité principale consiste à émettre des *moyens de paiement sous la forme de monnaie électronique* ».

11 Voir article 1 paragraphes 23 et 31 de la loi.

12 Cf. Your questions on PSD, Payment services directive 2007/64/EC, p.31, disponible sur http://ec.europa.eu/internal_market/payments/docs/framework/transposition/faq_en.pdf

13 Voir article 52 paragraphe 5 de la loi.

14 Pour plus de commentaires cf. Rapport annuel de la BCL de 2008, paragraphe 3.3.1.1

15 Pour une liste complète, voir annexe 5.2 ci-après.

la supervision prudentielle de la liquidité par la BCL ; il définit le champ de la supervision de liquidité, prévoit le cadre général pour l'exercice de la supervision de liquidité et définit les obligations générales des opérateurs de marché en termes de gestion du risque de liquidité[16]. Il est destiné à être complété par des règlements particuliers.

3.3.1.4 Mandat du réviseur aux comptes

La loi du 10 novembre 2009 précitée précise également la procédure de nomination du réviseur externe (article 124). Le conseil de la BCL propose au Conseil des gouverneurs de la BCE un réviseur aux comptes conformément à la procédure prescrite par les Statuts du SEBC et de la BCE. A l'issue de la procédure d'agrément au niveau européen, le réviseur est nommé par le gouvernement en conseil. Par ailleurs, la durée de son mandat est portée à cinq ans.

3.3.1.5 Augmentation du capital de la BCL

Par règlement grand-ducal du 22 mai 2009 pris sur la base de l'article 4 (1) de la loi organique, modifié à cet effet par la loi du 24 octobre 2008[17], le capital de la BCL a été porté à 175 000 000 euros par incorporation de réserves à concurrence de 150 000 000 euros.

3.3.1.6 Taux d'intérêt légal

Le taux de l'intérêt légal était fixé à quatre virgule vingt-cinq pour cent (4,25 %) pour l'année 2009 par un règlement grand-ducal du 22 janvier 2009 (Mémorial A n. 8 du 27 janvier 2009, page 88). Pour 2010, ce taux est fixé à trois virgule cinquante pour cent (3,50 %) par un règlement grand-ducal du 5 février 2010 (Mémorial A n. 24 du 23 février 2010, page 480). On peut observer que ce taux ne correspond pas à un taux de référence particulier du marché monétaire.

3.3.2 Comités externes

3.3.2.1 Comité de Conjoncture

Le Comité de conjoncture intervient dans le cadre de la législation autorisant le gouvernement à prendre des mesures destinées à prévenir des licenciements pour des causes conjoncturelles et structurelles et à assurer le maintien de l'emploi. Il contribue à l'analyse de la conjoncture luxembourgeoise ainsi qu'au suivi des questions de politique économique les plus actuelles.

La BCL participe de deux manières aux travaux du Comité de conjoncture. D'une part, elle recueille des informations ayant trait à l'évolution conjoncturelle du Luxembourg. D'autre part, elle fournit un éclairage sur les développements de la place financière et en matière monétaire.

3.3.2.2 Commission de l'indice des prix à la consommation

La BCL participe comme observateur aux travaux de la Commission de l'indice des prix à la consommation, qui est chargée de conseiller et d'assister le STATEC dans l'établissement des indices des prix à la consommation. Cette Commission a également pour mission de donner un avis technique sur l'établissement mensuel de l'indice des prix à la consommation et de superviser la conformité

16 Pour une analyse détaillée, cf. « Revue de stabilité financière 2009 de la BCL, pages 13-27

17 (Mémorial A no. 115 du 27 mai 2009, page 1667)

de celui-ci avec les réglementations nationales et communautaires. La BCL y présente ses projections d'inflation pour le Luxembourg et fournit des explications au sujet des travaux de la BCL en matière d'évolution des prix à la consommation.

3.3.2.3 Comité comptabilité bancaire

Le Comité comptabilité bancaire, mis en place par la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF), a pour but d'assurer un échange de vues entre l'autorité de surveillance, la BCL et les acteurs de la place financière luxembourgeoise. Le comité est consulté lors de l'élaboration de circulaires par la CSSF, qui concernent la comptabilité bancaire.

Les membres du comité se sont réunis en mai 2009 afin de discuter des différents aspects des normes comptables IAS/ IFRS, de la nouvelle réglementation d'adéquation des fonds propres, du recensement financier (FINREP) et du recensement commun (COREP) définis par le Comité européen des superviseurs bancaires. Dans ce cadre, le comité a évoqué la consolidation : IFRS versus CRD (Capital Requirements Directive[18]) à discrétion nationale, le lien entre la taxonomie FINREP et la taxonomie IFRS et la définition de la « banque de détail ».

3.3.2.4 Conseil supérieur de la statistique

Le Conseil supérieur de la statistique exerce des fonctions consultatives auprès du STATEC et a pour mission d'émettre des avis sur le programme annuel du STATEC. La BCL contribue de deux manières aux travaux du Conseil Supérieur de la Statistique : d'une part, elle fournit son avis sur les documents qui lui sont soumis lors des réunions et, d'autre part, elle fournit au STATEC des données collectées sur la Place financière.

3.3.2.5 XBRL Luxembourg

XBRL (eXtensible Business Reporting Language) est un standard de recensement financier basé sur XML. L'association sans but lucratif XBRL Luxembourg regroupe une vingtaine d'organisations qui utilisent XBRL et/ou fournissent des services liés à la technologie XBRL. Le rôle de l'association est de promouvoir le standard XBRL dans l'économie luxembourgeoise.

La BCL, en tant que membre fondateur d'XBRL Luxembourg, étudie les possibilités d'utilisation du standard XBRL dans le cadre du recensement statistique des entreprises du secteur financier luxembourgeois.

3.3.3 Comités BCL

3.3.3.1 Comité statistique

Le Comité statistique a été créé par la BCL afin d'assurer un dialogue entre les organismes représentant les entités soumises à la collecte et les principaux utilisateurs de l'information statistique. Le Comité statistique est régulièrement consulté dans le cadre de la définition du recensement auprès des différentes entités du secteur financier.

18 Directive sur l'adéquation du capital des établissements de crédit et des entreprises

3.3.3.2 Commission consultative « statistiques bancaires et monétaires » (CCSBM)

La Commission consultative statistiques bancaires et monétaires, mise en place par la BCL, a pour but d'assurer une collecte efficiente de statistiques bancaires et monétaires par la BCL et d'instituer un dialogue avec les établissements de crédit qui y sont soumis. Au cours de l'année 2009, la CCSBM a été informée et consultée sur diverses questions conceptuelles ayant trait à la modification de la collecte statistique auprès des établissements de crédit, du recensement titre par titre auprès des établissements de crédit ainsi qu'en ce qui concerne la refonte de la collecte statistique sur les taux d'intérêt pratiqués par les établissements de crédit.

3.3.3.3 Commission consultative « balance des paiements » (CCBDP)

La Commission consultative balance des paiements agit en tant qu'organe consultatif et assiste la BCL dans sa mission de collecte statistique dans le domaine de la balance des paiements et de la position extérieure globale. Elle veille à une bonne organisation des travaux de collecte en ayant le souci d'éviter la redondance et de limiter la charge des entités soumises à la collecte statistique.

3.3.3.4 Commission consultative statistiques économiques et financières (CCSEF)

La Commission consultative statistiques économiques et financières a été mise en place par la BCL dans le but d'assurer une collecte efficace de statistiques économiques et financières par la BCL et d'instituer un dialogue entre les intermédiaires financiers et la Banque centrale. Au cours de l'année 2009, la CCSEF a été informée et consultée sur diverses questions conceptuelles ayant trait à la modification de la collecte statistique et du recensement titre par titre auprès des organismes de placement collectif.

3.3.3.5 Comité des juristes

Le Comité des Juristes a travaillé sur le projet de règlement de la BCL relatif à la surveillance de la liquidité ainsi que sur l'étendue de son privilège visé à l'article 27-1 de sa loi organique.

3.3.3.6 Comité des Opérations de marché

Le comité des opérations de marché a focalisé ses travaux sur l'analyse de la crise financière et son impact sur le cadre opérationnel de la politique monétaire.

3.3.3.7 Operational Crisis Prevention Group (OCPG)

La Banque centrale du Luxembourg a mis en place l'Operational Crisis Prevention Group (OCPG) dans le but d'améliorer le niveau de préparation du secteur financier luxembourgeois face aux crises opérationnelles de grande ampleur. Sont membres du groupe l'ABBL, la CSSF ainsi que les institutions critiques du secteur financier luxembourgeois.

Le groupe a tenu deux réunions en 2009.

3.3.4 Pogramme de recherche de la BCL

Afin de promouvoir et de développer ses travaux de recherche, la BCL a établi en 2008 un Programme de Recherche dont l'objectif est de définir les grandes orientations des activités de recherche menées au sein de la BCL. Ce programme est organisé autour de cinq axes principaux :

- Cycles économiques et tendances à long terme ;
- Compétitivité et productivité ;
- Marché du travail ;
- Analyse monétaire, marchés des capitaux et marchés financiers ;
- Autres sujets.

La définition de ces axes principaux - qui d'ailleurs ont été maintenus pour l'année 2009 - a permis à la BCL de structurer l'ensemble de ses travaux et d'augmenter la visibilité de ses activités de recherche. De nombreux travaux de recherche de la BCL ont été publiés par la BCL elle-même ; certains dans des journaux scientifiques à comité de lecture (Applied Economic Letters, Regional Economics).

Les chercheurs de la BCL ont également présenté leurs travaux lors d'interventions au sein de nombreux séminaires ou workshops organisés par l'Eurosystème (Wage Dynamics Network, Household Finance and Consumption Network), la Bank of England, l'Université d'Amsterdam, la Vienna Institute of Demography et l'European Association of Labour Economists (EALE).

Enfin, la BCL a développé de nombreuses collaborations avec des chercheurs externes afin d'enrichir le contenu de ses travaux de recherche et de partager ses compétences. La BCL a continué sa collaboration avec la Luxembourg School of Finance (Université du Luxembourg) et le STATEC au sein du consortium Perfilux financé en partie par le Fonds National de la Recherche. Les travaux des chercheurs BCL sur le marché du travail ont également été présentés lors d'un workshop organisé par le ministère de l'économie à l'occasion de la visite d'une équipe de l'OCDE.

3.3.5 Actions de formation externe de la BCL

La BCL a développé sa coopération avec l'Université du Luxembourg et y a donné des cours sur les aspects institutionnels de l'Eurosystème. Des agents de la Banque ont également donné des cours d'économie à l'Université catholique de Louvain et au campus européen de la Miami University (MUDEC) au Luxembourg. Dans le cadre des activités d'assistance technique de la BCL, des formations et des stages internes ont été offerts au bénéfice d'agents des banques centrales du Cambodge et du Laos.

La BCL est actionnaire de l'Agence de Transfert de Technologie Financière (ATTF). Cette agence, créée en 1999 sous forme de société, à l'initiative de l'Etat luxembourgeois, vise à mettre à disposition surtout de pays émergents le savoir-faire luxembourgeois en matière financière. Dans le cadre d'une visite d'étude en juillet 2009, la BCL a organisé une présentation à l'attention d'une vingtaine de membres de la *Banking and finance academy* d'Ouzbékistan.

La BCL organise des présentations sur la BCL et l'Eurosystème pour les élèves des deux dernières années de lycée dont le programme comprend des cours d'économie. Les classes sont accueillies avec leur professeur d'économie à l'auditorium du bâtiment Monterey, pour une présentation pédagogique et interactive de l'organisation et des missions de la BCL et de l'Eurosystème. Immédiatement après les élèves ont la possibilité de tester leurs connaissances à l'aide d'un quiz interactif. D'autres sujets peuvent également être abordés en fonction des demandes des enseignants et des questions des élèves.

3.3.6 Manifestations extérieures

3.3.6.1 Conférences et réunions internationales

Le Président de la BCL a assisté aux réunions suivantes :

- Réunion de printemps du FMI en avril à Washington et réunion annuelle de la Banque mondiale en octobre à Istanbul ;
- Réunions semestrielles du Conseil des Ministres informel ECOFIN ;
- 16e Réunion annuelle des gouverneurs des banques centrales francophones tenue à Nice en mai 2009, à l'invitation de Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France. Une trentaine de délégations provenant d'Afrique, d'Amérique du Nord, d'Asie, des Caraïbes, d'Europe, du Moyen Orient et du Pacifique était présente. Les séances de travail étaient consacrées à la crise financière et à son impact sur les économies ;
- 270e réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE tenue le 2 juillet 2009 à Luxembourg. Le Conseil des gouverneurs se réunit habituellement deux fois par mois au siège de la BCE, à Francfort-sur-le-Main, en Allemagne. Deux réunions par an sont toutefois organisées dans une banque centrale d'un pays membre de la zone euro, selon un système de rotation ;
- Célébration du cinquantième anniversaire de la Banque centrale de Malaisie en février 2009. En marge de cet événement, le président de la BCL a donné une allocution lors de la *2nd Islamic Financial Services Board Public Lecture on Financial Policy and Stability* ;
- Conférences organisées par l'association The Bridge Forum Dialogue (www.forum-dialogue.lu), association dont le Président de la BCL assure la présidence et qui est composée des dirigeants des institutions et des organismes européens et de représentants des forces vives au Luxembourg ;

  La première a eu lieu le 12 mars sous la présidence de M. Vassilios Skouris, Président de la Cour de justice de l'Union européenne et Vice-président de l'association, offrant la tribune à M. Hans-Gert Pöttering, ancien Président du Parlement européen, qui s'est exprimé sur le thème « *The European perspective : values, politics, the economy* » ;

  La seconde, qui s'est tenue le 9 avril, a été présidée par M. Mersch et portait sur le thème « L'économie alimentaire dans le monde d'aujourd'hui » présenté par M. Jacques Diouf, Directeur Général de l'Organisation des Nations Unies pour l'Alimentation et l'Agriculture (FAO) et M. Jean-Louis Schiltz, Ministre de la coopération et de l'action humanitaire ;
- Table ronde en mai sur le thème « *Never again : the shape of a new global financial architecture* », organisée par le groupe d'experts indépendant *Friends of Europe* à Bruxelles ;
- Symposium international marquant le 50e anniversaire de la Bank Al-Maghrib, organisé à Marrakech en mai sur « Le rôle des banques centrales et du FMI dans la détection et la gestion des crises financières : leçons de l'expérience récente » ;
- Symposium organisé par la Réserve fédérale de Kansas City à Jackson Hole, en août. Cet événement a lieu chaque année depuis 1978. Les discussions portaient sur le sujet « *Financial stability and macroeconomic policy* » ;
- A l'occasion d'une cérémonie organisée en mars 2009 à la BCL, le Président a reçu le premier timbre-poste spécial « Les 10 ans de l'euro » de la part de M. Marcel Gross, Directeur général de l'Entreprise des Postes et Télécommunications ;
- Inauguration en juin 2009 de l'exposition numismatique intitulée « Monnaies romaines – Monnaies de Trèves » par le Président de la BCL et M. Athanasios Orphanides, Gouverneur de la Banque centrale de Chypre. Cette exposition retraçait l'évolution de la monnaie à différentes périodes de l'Empire Romain en mettant en exergue l'importance de la ville *Augusta Treverorum* qui a accueilli pendant près de deux siècles l'atelier monétaire le plus actif de l'Empire.

3.3.6.2 Relations bilatérales

- Réunion de travail au Laos les 15 et 16 février 2009, avec M. Phouphet Khamphounvong, Gouverneur de la Banque de la République du Laos, afin d'approfondir la coopération bilatérale entre les deux banques centrales ;

- Réunion de travail à la BCL le 5 mars 2009 avec M. Nur Hassan Wirajuda, Ministre des Affaires étrangères de la République d'Indonésie ;
- Visites de travail :
  - le 23 mars à la Banque centrale de Bosnie-Herzégovine afin de discuter des possibilités d'étendre la coopération entre les deux institutions dans le domaine de la formation ;
  - le 25 mars à la Banque centrale du Monténégro (BCM) afin de discuter avec M. Ljubisa Krgovic, Gouverneur de la BCM et les membres du Conseil, de différents sujets tels que les conséquences de la crise économique mondiale sur les deux pays respectifs, la situation dans le secteur financier et bancaire, ainsi que les possibilités de coopération future entre les deux institutions ;
  - les 26 et 27 mars à la Banque centrale d'Albanie ;
- Réunion de travail le 12 mai à la BCL, avec M. Somphao Phaysith, Vice-gouverneur de la Banque de la République du Laos ;
- Réunion de travail le 25 mai avec SEM Somsavat Lengsavat, Vice-Premier ministre de la République du Laos, accompagné d'une haute délégation laotienne ;
- Du 10 au 13 juin, visites successives :
  - en Slovénie : après une rencontre entre M. Mersch et M. Mitja Gaspari, ministre en charge du développement et des affaires européennes, les directions des banques centrales slovènes et luxembourgeoises ont tenu leur réunion annuelle pour faire le point sur leurs accords de coopération ;
  - au Kosovo : réunion de travail avec M. Hashim Rexhepi, Gouverneur de la Banque centrale du Kosovo. Il a également rencontré M. Ahmet Shala, Ministre de l'économie et des finances du Kosovo. Le Président de la BCL a été représenté par M. Romain Schintgen, membre du Conseil de la BCL, aux festivités données à l'occasion du dixième anniversaire de la Banque centrale du Kosovo à Pristina le 30 octobre ;
  - en Bulgarie : célébration du 130e anniversaire de la Banque nationale bulgare.

- Assemblée Générale de la Banque des règlements internationaux, le 29 juin : M. Mersch et M. Taoufik Baccar, Gouverneur de la Banque centrale de Tunisie, ont signé une convention de coopération bilatérale ;
- Le 1er juillet, en marge du Conseil des gouverneurs à Luxembourg, signature d'une convention de coopération relative à l'application informatique CashSSP, avec les Gouverneurs des banques centrales de Belgique, de Finlande, d'Irlande et des Pays-Bas. Cette plateforme a pour objectif de soutenir l'activité journalière de caisse centrale et de gérer de manière sécurisée les relations en matière d'espèces entre les organismes financiers et leur banque centrale respective. Le 2 décembre, la Banque de Chypre a adhéré à cet accord de coopération ;
- Réunion annuelle entre la Banque centrale du Luxembourg et la Banque Nationale de Belgique le 17 juillet au Luxembourg ;
- Visite à la BCL le 13 octobre, de M. Jean-Baptiste Compaore, Vice-gouverneur de la Banque centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), accompagné d'une délégation ;
- Conférence organisée à la BCL le 3 novembre et présidée par M. Mersch qui a porté sur le thème «*Financial stability and banking regulation in Germany and Turkey*». Elle réunissait M. Axel Weber, Président de la Bundesbank et M. Durmus Yilmaz, Président de la Banque centrale de la république de Turquie.

3.3.6.3 Relations avec le Parlement

Le 10 novembre, le Président de la BCL a présenté l'avis de la Banque relatif au projet de budget de l'Etat devant la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Députés.

3.4 COMMUNICATION DE LA BCL

3.4.1 Rapports annuels

La BCL, conformément à sa loi organique, publie chaque année un rapport sur ses activités. Il est disponible en français et en anglais.

3.4.2 Bulletins périodiques

En 2009 la BCL a publié 3 Bulletins et une Revue de Stabilité financière (cf. 5.3.1).

3.4.3 Cahiers d'études

Les cahiers d'études de la BCL publient les résultats des recherches effectuées par des agents de la BCL. Ils sont précédés d'un résumé non technique. En 2009, six cahiers d'études ont été publiés (cf. 5.3.3).

3.4.4 Site Internet

Le site Internet de la BCL www.bcl.lu, contient notamment des informations d'actualité, des informations sur l'organisation de la Banque et ses services ainsi qu'un nombre important de statistiques ayant trait au Luxembourg et à l'Eurosystème. Il inclut également des liens vers la BCE et les autres banques centrales du SEBC. Grâce à son moteur de recherche et une liste de diffusion paramétrable, le site offre à tous ses visiteurs, en fonction de leurs besoins professionnels ou privés, des informations clairement structurées.

Le site assure la diffusion des publications de la BCL, qui peuvent y être consultées et téléchargées, sous les rubriques « Publications » et « Médias et actualités ». Les publications peuvent, dans la limite des stocks disponibles, également être obtenues en format papier auprès de la BCL.

Les langues véhiculaires du site sont le français et l'anglais. Les documents sont diffusés dans leur version originale (en français, anglais ou allemand).

Au total 136 464 visiteurs différents ont consulté le site de la BCL en 2009 (137 337 en 2008) en faisant 15 520 237 hits. Le document le plus téléchargé, le programme numismatique, a fait l'objet de plus de 20 600 téléchargements (15 000 en 2008).

Le site de vente de produits numismatiques en ligne (eshop.bcl.lu), accessible directement depuis le site de la BCL, a attiré en 2009 près de 53 500 visiteurs différents.

3.4.5 Bibliothèque de la BCL

La bibliothèque de la BCL, inaugurée en 2005, dispose du programme de gestion Aleph mis en réseau avec les bibliothèques publiques du Luxembourg.

Les publications de la bibliothèque se rapportent principalement à l'économie et au droit. Le fonds comprend des publications en provenance d'organisations internationales (Banque mondiale, FMI, OCDE, BRI, Commission européenne...), mais aussi de banques centrales nationales. La documentation sur les affaires monétaires, financières, économiques et juridiques de la zone euro est

majoritaire. Le fonds se prévaut d'accorder une place de choix aux publications luxembourgeoises (législation, statistiques, revues, études) et notamment aux spécificités économiques et juridiques de la place financière de Luxembourg.

Le public peut accéder à la bibliothèque sur demande préalable par fax (+352 4774 4910) ou par e-mail (bibliotheque@bcl.lu).

La bibliothèque est ouverte les lundis, mercredis et vendredis de 9h à 12h et de 15h à 17h.

3.4.6 Relations avec la presse

Le Président de la BCL a donné 14 interviews à la presse internationale et nationale. Six conférences de presse ont été organisées à l'occasion de la présentation des comptes financiers de la BCL, du Rapport annuel, des Bulletins de la BCL, de la revue de Stabilité financière et du programme numismatique. Trois séminaires pour les représentants de la presse, lors desquels les auteurs des analyses des Bulletins ont présenté leur contribution, ont été organisés. En 2009, des séances de formation ont également été proposées à la presse nationale. Au total, 95 communiqués de presse ont été publiés.

04 LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4
LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4.1 ORGANES DE LA BCL

4.1.1 Conseil

Les compétences du Conseil de la Banque centrale du Luxembourg sont définies à l'article 6 de la loi du 23 décembre 1998 telle que modifiée. La composition du Conseil de la BCL en 2009 est la suivante :

Président : Yves Mersch
Membres : Pierre Beck (depuis le 1er juin 2009)
Andrée Billon (jusqu'au 30 avril 2009)
Pit Hentgen
Serge Kolb
Patrice Pieretti
Jacques F. Poos
Romain Schintgen
Michel Wurth
Claude Zimmer

Au cours de l'année 2009, le Conseil a tenu six réunions. Dans le cadre de ses attributions patrimoniales, le Conseil a approuvé les comptes financiers au 31 décembre 2008, les axes budgétaires et subséquemment le budget pour l'exercice financier 2010.

Le Conseil a par ailleurs régulièrement observé et commenté l'évolution économique et financière nationale et internationale et a été tenu au courant des décisions prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

1ère rangée de g. à dr. : M. Jacques F. Poos, M. Yves Mersch, M. Serge Kolb, M. Romain Schintgen
2ème rangée : M. Patrice Pieretti, M. Pit Hentgen, M. Michel Wurth, M. Claude Zimmer, M. Pierre Beck

Comité d'audit

Depuis 2001, le Comité d'audit, composé de membres du Conseil, assiste le Conseil dans le choix du réviseur aux comptes à proposer au gouvernement, dans la détermination de l'étendue des vérifications spécifiques à accomplir par le réviseur aux comptes et dans le cadre de l'approbation des comptes par le Conseil. Il est informé du plan d'audit annuel. Il peut associer à ses travaux le responsable de l'Audit interne et le réviseur aux comptes de la Banque. Lors de sa réunion du 11 décembre 2009, le Conseil a procédé à la nomination des membres du Comité d'audit pour l'exercice 2010 : MM. Patrice Pieretti, Jacques F. Poos et Claude Zimmer ce dernier remplaçant M. Pit Hentgen à partir du 1er janvier 2010. M. Yves Mersch est également membre de plein droit en tant que Président du Conseil. Le comité est présidé par un de ses membres non-exécutifs, M. Pit Hentgen en 2009. Au cours de l'année 2009, le Comité d'audit a tenu trois réunions.

4.1.2 Direction

La Direction est l'autorité exécutive supérieure de la BCL. Elle élabore les mesures et prend les décisions requises pour l'accomplissement des missions de la BCL.

Sans préjudice de l'indépendance du Directeur général par rapport à toute instruction en sa qualité de membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, la Direction prend ses décisions en tant que collège.

La Direction comprend le Directeur général et deux Directeurs :

Directeur général : Yves Mersch
Directeurs : Serge Kolb, Andrée Billon (jusqu'au 30 avril 2009) et Pierre Beck (depuis le 1er juin 2009)

M. Serge Kolb, M. Yves Mersch, M. Pierre Beck

L'organigramme de la BCL (en vigeur depuis le 1er février 2010)

DIRECTION

Audit interne et prévention des risques

Section AU Audit interne
Section PR Prévention des risques

SG - Secrétariat général

Section SG1 Secrétariat du directeur général
Section SG2 Services juridiques
Section SG3 Relations externes et communication

SR - Stabilité financière et gestion des risques financiers

Section SR1 Analyse des marchés et des opérations
Section SR2 Gestion des risques financiers

Secrétaires des 2 directeurs

Office de coordination des achats de l'Eurosystème (EPCO)

DÉPARTEMENT GÉNÉRAL A

Département A1 Economie et recherche
Section A1.1 Etudes
Section A1.2 Conjoncture

Département A2 Caisse et numismatique
Section A2.1 Opérations de caisse
Section A2.2 Contrôle de la circulation fiduciaire
Section A2.3 Numismatique

Département A3 Opérations
Section A3.1 Exécution de la politique monétaire
Section A3.2 Front office - gestion des avoirs
Section A3.3 Back office - gestion des garanties
Section A3.4 Paiements

DÉPARTEMENT GÉNÉRAL B

Département B1 Ressources humaines

Département B2 Finances internes et stratégie

Département B3 Logistique
Section B3.1 Achats
Section B3.2 Intendance
Section B3.3 Sécurité

DÉPARTEMENT GÉNÉRAL C

Département C1 Informatique
Section C1.1 Infrastructure
Section C1.2 Applications et développements
Section C1.3 Planification et support

Département C2 Statistiques
Section C2.1 Statistiques bancaires et monétaires
Section C2.2 Statistiques extérieures
Section C2.3 Statistiques économiques et financières

Département C3 Surveillance prudentielle
Section C3.1 Surveillance des liquidités
Section C3.2 Oversight

Section C4.1 Infrastructures et systèmes de paiement

Les directeurs touchent un traitement selon le barème de base, des allocations ainsi que des indemnités. Ils bénéficient, conformément aux dispositions de la loi du 22 juin 1963 fixant le régime des traitements des fonctionnaires de l'Etat, d'une allocation de famille dépendant de leur situation familiale et d'une allocation de fin d'année.

Les éléments de rémunération sont soumis aux taux d'imposition légaux en vigueur au Luxembourg. L'allocation de fin d'année et les indemnités de représentation et de Conseil BCL ne sont pas pensionnables.

Le traitement de base qui a été payé aux directeurs est le suivant :

	2009 €	2008 €
Yves Mersch (Directeur général)	159 816	155 004
Serge Kolb (Directeur)	148 582	144 108
Andrée Billon (Directeur, janvier-avril 2009)	49 155	144 108
Pierre Beck (Directeur, juin-décembre 2009)	91 780	-
Total	**449 333**	**443 220**

En outre, en relation avec leur fonction exercée au sein de la banque, les directeurs ont droit au paiement d'une indemnité de représentation (pour un total de 69 078 euros en 2009) et d'une indemnité de Conseil BCL (pour un total de 32 717 euros en 2009).

4.2 GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

4.2.1 Contrôle interne

La BCL s'est dotée d'un système de contrôle interne basé sur les principes généralement admis dans le secteur financier et du SEBC en tenant compte de ses activités spécifiques de banque centrale.

La Direction a défini le cadre général et les principes du contrôle interne au niveau de la gestion générale de la Banque. La responsabilité du fonctionnement effectif de ce contrôle interne incombe aux responsables hiérarchiques et à leurs collaborateurs.

Certains contrôles fonctionnels sont assurés par des unités administratives spécifiques permettant d'assurer une séparation des tâches adaptées à l'activité de la Banque.

Il s'agit notamment de l'entité *Stabilité financière et gestion des risques financiers* et de l'entité *Prévention des risques* ainsi que de la fonction *Contrôle de gestion* logée au sein du département Finances internes et stratégie.

L'entité Stabilité financière et gestion des risques financiers est notamment en charge de l'analyse des marchés et des opérations ainsi que de la gestion des risques financiers. Une section se concentre sur la gestion des risques systémiques et des risques financiers liés à la gestion des fonds propres tandis qu'une deuxième section est en charge des risques liés à la politique monétaire et des risques financiers liés à la gestion des fonds propres.

L'entité Prévention des risques est en charge de la gestion des risques opérationnels, de la gestion des risques des systèmes d'information et de la fonction compliance.

Alors que les départements opérationnels sont responsables de l'identification des risques liés à leurs activités et de prendre des mesures nécessaires pour les éviter, les gestionnaires des risques ont la responsabilité :

- d'établir une méthodologie commune pour l'analyse des risques
- d'assister à l'identification et l'évaluation des risques
- d'assurer un reporting périodique.

La fonction compliance a pour objectif de veiller à la conformité de l'action de la BCL aux lois, règlements et normes éthiques professionnelles. Il s'agit de prévenir le risque de non conformité de la banque. La fonction compliance intervient notamment dans les domaines suivants :

- Blanchiment d'argent et financement du terrorisme
- Déontologie professionnelle
- Prévention du délit d'initié et abus de marché
- Conflit d'intérêts
- Secret professionnel et confidentialité
- Vie privée et protection des données nominatives
- Réglementation des marchés publics.

La fonction contrôle de gestion assure notamment le bon fonctionnement de la procédure budgétaire lors de l'établissement annuel du budget ainsi que le suivi de son exécution au cours de l'année par la vérification de son utilisation et l'analyse des écarts budget/réalisé. En outre, il est en charge de l'évolution des projets ainsi que du suivi de la performance opérationnelle.

L'Audit Interne est chargé en second rang de l'évaluation indépendante et objective du système de contrôle interne et de son fonctionnement. Il examine et évalue, sur base des objectifs et de la méthodologie retenus, l'adéquation et l'efficacité du système de contrôle interne en place. L'audit interne intervient en tant qu'autorité de contrôle indépendante des autres unités administratives de la Banque et rapporte directement au Président du Conseil.

Finalement, le Comité d'audit est informé de l'organisation du contrôle interne et de la gestion des risques ainsi que de son bon fonctionnement.

4.2.2 Contrôle externe

Un premier contrôle externe des activités de la Banque est effectué par la vérification des comptes de la Banque par son réviseur aux comptes qui est nommé par le gouvernement. Par ailleurs le réviseur aux comptes est chargé par le Conseil de la Banque de procéder à des examens et contrôles spécifiques complémentaires annuels. Au niveau européen, le réviseur aux comptes de la Banque est agréé par le Conseil des ministres sur recommandation du Conseil des gouverneurs de la BCE. Dans ce contexte, le réviseur externe est également chargé de certaines missions spécifiques à l'égard de l'Eurosystème.

Les statuts du SEBC et de la BCE prévoient que les banques centrales agissent conformément aux orientations et aux instructions de cette dernière. Le respect de ces dispositions est suivi au niveau européen par le Conseil des gouverneurs de la BCE qui peut demander tout complément d'information.

4.2.3 Code de conduite

Le Code de conduite définissant des règles de conduite internes et externes applicables à tous les collaborateurs de la Banque a été revu en 2009. Sans préjudice des règles prévues par le droit de la fonction publique, de la législation sociale et des engagements contractuels préexistants, ce Code prévoit des normes déontologiques de non-discrimination, de solidarité, d'efficacité et d'indépendance dont le strict respect incombe à tous ses destinataires.

Depuis 2002, la BCE requiert l'adhésion individuelle des membres du Conseil des gouverneurs à un code de conduite propre, qui prévoit des normes de conduite les plus exigeantes en matière d'éthique professionnelle. Les membres du Conseil des gouverneurs doivent faire preuve d'honnêteté, d'indépendance, d'impartialité et de discrétion, ne pas prendre en considération leur intérêt personnel et éviter toute situation susceptible de donner lieu à un conflit d'intérêt personnel. Ces devoirs sont prolongés pendant un an après la cessation de leurs fonctions. Les conditions de participation aux conférences, réceptions ou événements culturels sont précisées. Les gouverneurs sont invités à une prudence particulière au regard d'invitations individuelles. Il en va de même pour leurs conjoints ou partenaires qui veillent à respecter les coutumes généralement acceptées dans les relations internationales.

4.3 SERVICES EUROSYSTÈME

4.3.1 Eurosystem Procurement Coordination Office (EPCO)

En décembre 2007, le Conseil des gouverneurs de la BCE désignait la Banque centrale du Luxembourg pour mettre sur pied et héberger une nouvelle entité de coordination, l'Office de coordination des achats de l'Eurosystème (EPCO) à partir du 1er janvier 2008 pour une période de 5 ans.

EPCO a pour objectif d'assurer une meilleure coordination des achats de biens et services de la Banque centrale européenne et des Banques centrales nationales membres de l'Eurosystème.

Les experts en marchés publics des Banques centrales participantes se sont réunis six fois au cours de l'année 2009 et, notamment, les activités d'échange de bonnes pratiques ont débouché sur la création d'une base de référence en matière de procédures d'achats publics pour toutes les banques participantes. Ces activités continueront en 2010 avec pour objectif de disposer d'une base de données complète en 2012.

Afin de donner un cadre aux procédures d'achats en commun, des documents pour des procédures opérationnelles de base ont été élaborés visant à définir les rôles et responsabilités des différents intervenants et à arrêter les résultats des délibérations des groupes d'experts.

En 2009, le premier programme d'achats en commun des banques centrales a été lancé et des progrès notables ont été observés dans plusieurs domaines. Des études dans les domaines identifiés dans le programme 2009 ont donné lieu à plusieurs propositions spécifiques d'achats en commun. En décembre 2009, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé l' « EPCO Procurement Plan 2010 », qui est encore plus ambitieux que le Plan 2009. Six achats spécifiques en commun résultant des études menées en 2009, de même qu'un septième projet spécifique et un nouveau domaine d'étude ont été approuvés.

En mai 2009, le Conseil des gouverneurs de la BCE a également approuvé le Rapport annuel d'activités de l'EPCO pour l'année 2008. Ce rapport contenait aussi l'exécution du budget 2008 et le plan de répartition des coûts de fonctionnement de l'EPCO aux banques centrales participantes. Des travaux préparatoires ont commencé fin 2009 avec le Comité de pilotage de l'EPCO auprès de la BCE, afin de pouvoir présenter une revue du fonctionnement de l'EPCO au courant 2010. L'intention est d'y analyser l'expérience acquise à la moitié des cinq années du premier mandat, de formuler d'éventuelles recommandations et de proposer des modifications du fonctionnement de l'Office en cas de besoin.

En décembre 2009, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé le budget 2010 pour EPCO pour un montant de 1,37 mio d'euros.

4.4 PERSONNEL DE LA BCL

4.4.1 Evolution des effectifs

Au cours de l'année 2009, le nombre d'agents de la BCL a augmenté de 3,78 % pour atteindre un total de 247 personnes au 31 décembre 2009. Ces collaborateurs occupent 230,25 postes en termes d'équivalents-temps plein, une augmentation de 4,30 % par rapport à 2008. Les agents sont de 17 nationalités différentes, ce qui contribue à la diversité du capital humain de la BCL et à son enrichissement.

Au 31 décembre 2009, 33 agents occupaient un poste à temps partiel :
- travail à temps partiel (50 %) : 10 agents
- travail à temps partiel (75 %) : 9 agents
- congé pour travail à mi-temps : 14 agents

7 agents bénéficiaient d'un congé parental à plein temps et 5 agents bénéficiaient d'un congé parental à mi-temps.

Finalement, 2 agents étaient en congé sans traitement à cette date et 3 agents bénéficiaient d'un congé spécial.

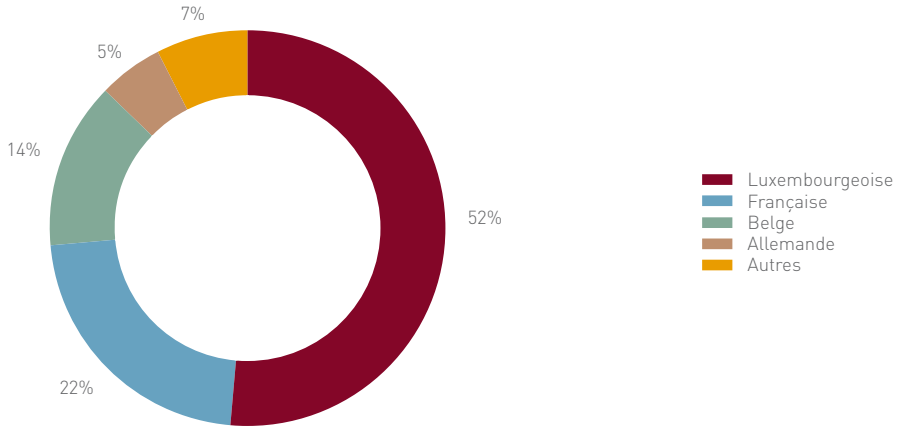
L'effectif moyen travaillant à la BCL en 2009 était de 245 personnes, comparé à 229 en 2008.

L'effectif total autorisé pour l'année 2009 était initialement de 238 postes équivalents-temps plein avant d'être porté en cours d'année à 243 postes ETP.

Au courant de l'exercice 2009, 12 membres du personnel ont quitté la Banque. En revanche, 21 nouveaux agents ont été recrutés pendant cette même période. La BCL a reçu 350 demandes d'emploi spontanées et 234 candidatures pour un stage ou un emploi de vacances. En outre, 352 candidatures ont été reçues suite aux offres de postes publiées par la Banque.

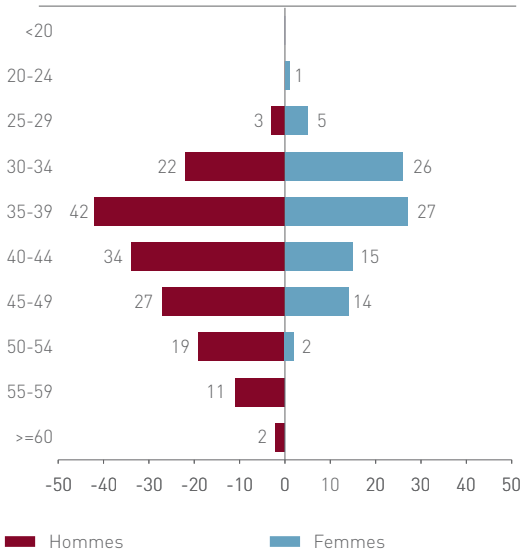
Par ailleurs, la BCL a proposé à 12 étudiants suivant des études universitaires en relation avec les activités de la banque, des stages d'une durée de six semaines à deux mois. En plus, 5 étudiants ont été accueillis dans le cadre d'un stage conventionné.

Graphique 4.1 :
Agents par nationalité

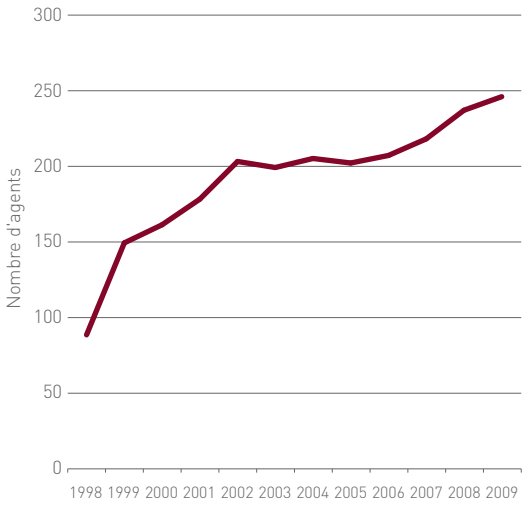


La moyenne d'âge du personnel de la BCL passe de 40,05 ans fin 2008 à 40,69 ans au 31 décembre 2009. A cette date, les effectifs se composent de 36 % d'agents féminins et de 64 % d'agents masculins.

Graphique 4.2 : La pyramide des âges à la BCL



Graphique 4.3 : Évolution des effectifs depuis 1998



L'évolution de l'effectif en équivalent temps plein, au cours de l'exercice 2009, se présente de la manière suivante :

	2009	2008
Au 1er janvier	223,75	207,50
Evolution nette	12,50	16,25
Au 31 décembre	236,25	223,75
Effectif moyen	228,52	214,19

4.4.2 Gestion et formation des ressources humaines

Le recrutement a continué à demander un effort particulier, essentiellement en raison des nouvelles compétences attribuées à la Banque et du renforcement de la fonction de stabilité financière et de gestion des risques.

L'effort de formation interne qui porte sur les différents domaines de compétence de la BCL et qui est particulièrement important dans l'intégration de nouvelles recrues, a été poursuivi selon le programme défini. En fonction de la disponibilité des formateurs, les cours en question peuvent également être tenus à l'extérieur de la Banque.

4.4.3 Fonds de pension de la BCL

L'article 14 de la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg prévoit que les droits légaux à pension de chaque agent de la BCL sont ceux qui correspondent à son statut juridique : fonctionnaire, employé de l'Etat, employé privé ou ouvrier.

Le paragraphe (4) (b) de cet article prévoit que : « Les pensions des agents de la Banque centrale du Luxembourg sont à charge de la Banque centrale. Cette charge est financée par un fonds de pension de la Banque centrale. Ce fonds est alimenté d'une part par les prélèvements légaux effectués sur les traitements des agents conformément aux règles régissant le système de pension correspondant à leur statut, d'autre part par des versements effectués par la Banque centrale elle-même. »

Le Fonds de pension, opérationnel depuis 2001, est doté d'un règlement intérieur et de deux organes.

L'organe décisionnel est le Comité directeur composé des membres de la Direction de la BCL, de deux représentants du personnel élus, de deux membres cooptés assurant la fonction de gestionnaire délégué et d'un membre de la représentation du personnel. L'organe consultatif est le comité *tactical benchmark*. La BCL a été associée aux travaux législatifs, visant notamment à la réforme de la loi modifiée du 18 juillet 2000 ayant pour objet la coordination des régimes légaux de pension, qui ont abouti à la reconnaissance du Fonds de pension de la Banque comme organisme de sécurité sociale dans la loi du 19 décembre 2008.

La Banque est en contact avec les responsables de la sécurité sociale ainsi que l'administration du personnel de l'Etat afin de fixer les modalités pratiques de coopération.

4.5 IMMEUBLES ET INTENDANCE

Des travaux de mise à niveau de certaines installations techniques ont été réalisés en 2009.

D'un point de vue budgétaire, le projet « bâtiment Monterey » a été clôturé en 2009. L'enveloppe budgétaire était de 25,9 mio d'euros et le coût final s'élevait à 25,3 mio d'euros.

D'un point de vue administratif, 2 soumissions publiques, à savoir celle du mobilier de bureau et celle du matériel de bureau, ont été réalisées en étroite collaboration avec la centrale d'achats.

A noter aussi que pendant l'année 2009, des études ont été menées pour étendre l'espace de bureaux de la Banque. En effet, l'augmentation du personnel fera que la limite de la capacité du site Royal sera atteinte en 2010 de sorte que la recherche d'espace supplémentaire s'avère indispensable.

4.6 FINANCES INTERNES

La BCL veille à ce que son système comptable et ses procédures soient régulièrement adaptés afin qu'ils correspondent aux exigences de l'Eurosystème. En 2009, la BCL a continué à participer aux groupes en charge du cadre comptable du système européen et elle a transposé les révisions techniques y afférentes.

Par ailleurs, l'Eurosystème impose un recensement journalier de la situation active et passive de chaque banque centrale membre sur la base des règles harmonisées.

Les systèmes de contrôle mis en place ont continué à montrer leur efficacité au cours de l'exercice 2009.

La Banque effectue un suivi régulier de l'évolution des rubriques du bilan, du hors bilan et du compte de profits et pertes. Les investissements, les produits et les charges font l'objet d'une attention particulière en relation avec les procédures de contrôle interne mises en place notamment en vue du respect des pouvoirs de signature.

La comptabilité analytique fournit des indicateurs en termes de coûts et des paramètres de décision en matière de facturation de prestations. La méthode utilisée est conforme aux règles harmonisées déterminées au niveau de l'Eurosystème. Elle consiste à répartir les charges opérationnelles de la BCL selon leur destination, c'est-à-dire sur les sections ou cellules concernées et à déterminer les charges inhérentes à chaque activité de la Banque. En 2010, l'Eurosystème poursuit ses travaux de calcul de coûts basés sur la méthode harmonisée.

La Banque publie sa situation active et passive sur une base mensuelle sur son site internet.

Le « management information system » répond aux besoins essentiels en vue du suivi des pôles d'activité de la Banque. Il est fondé sur un jeu de tableaux de bord à périodicité journalière, hebdomadaire, mensuelle, trimestrielle et annuelle. Ces tableaux concernent l'activité de tous les métiers. La Banque contrôle de manière approfondie les évolutions de la marge d'intérêt et compare la rentabilité de ses différents investissements par rapport à des valeurs de référence.

Afin de surveiller l'adéquation de ses fonds propres dans le contexte de son indépendance financière, la Banque procède à des estimations de sa situation à long terme. Elle effectue des analyses prospectives en fonction de facteurs externes tels que les taux d'intérêt, taux de change et autres variables relatives à l'Eurosystème et à l'environnement économique.

Les organes de la Banque sont régulièrement informés des résultats afin de décider au mieux des orientations futures et des actions à entreprendre.

Les travaux en vue de l'acquisition d'un nouveau logiciel pour la gestion des titres se sont poursuivis en 2009.

4.7 BUDGET

L'établissement du budget conformément à la loi organique de la BCL, s'inscrit dans le cadre pluriannuel de planification des résultats de la Banque dont le but primordial est d'assurer l'équilibre financier à long terme. Le budget détermine par ailleurs le seuil supérieur des dépenses opérationnelles et d'investissement que la Banque peut engager au courant d'un exercice. Le budget de la BCL intègre les valeurs d'entreprise de la Banque qui sont :

- Le professionnalisme ;
- La qualité dans la fourniture des services ;
- La stabilité par une vision à long terme ;
- L'objectivité par des règles précises appliquées de manière égale à leurs destinataires ;
- L'intégrité par la transparence du fonctionnement et le respect de l'éthique professionnelle.

Le budget 2009 de la Banque a été établi en application des modalités de la procédure budgétaire et des orientations énoncées par le Conseil en date du 10 juillet 2008. Le budget 2009 a été approuvé par le Conseil de la BCL en date du 11 décembre 2008.

L'augmentation du budget 2009 est justifiée comme suit :

- La crise financière internationale a incité le législateur luxembourgeois à adopter une nouvelle loi en vue d'améliorer le cadre législatif de la place financière. Cette nouvelle loi assigne à la BCL de nouvelles tâches dans le domaine de la surveillance et de la stabilité financière. En parallèle, la BCL met en œuvre un programme pluriannuel destiné à l'établissement de nouvelles statistiques dans les domaines économique et financier. Ces nouvelles tâches impliquent impérativement un renforcement des effectifs de la Banque tant dans les unités opérationnelles que de support.
- La crise financière a également fait augmenter les risques liés au portefeuille-titres de la Banque. Ces risques sont à diminuer graduellement tout en conservant un rendement élevé. A cette fin, un renforcement de l'équipe du risk management est prévue de même que des investissements supplémentaires dans les outils informatiques et de gestion y afférents.
- Augmentations linéaires en grades et échelons, d'une tranche indiciaire au 1er mars 2009 et de l'accord salarial conclu pour la fonction publique.
- L'augmentation des charges opérationnelles hors frais de personnel ne devra pas dépasser le taux d'inflation mesuré par l'indice général des prix à la consommation nationale hors énergie (IPCN) qui est projeté à +2,2% pour l'exercice 2009 d'après les prévisions macroéconomiques générales disponibles. Les augmentations qui sont à mettre en relation avec des projets approuvés ne rentrent cependant pas dans le champ d'application de cette orientation.

Le département Finances internes supervise l'exécution du budget et établit des rapports trimestriels à l'attention de la Direction. A la fin de chaque exercice, une analyse détaillée des écarts constatés entre le budget et les dépenses effectives est rédigée. Cette analyse est soumise à la Direction et au Conseil de la Banque pour information et approbation et les conclusions qui peuvent en être tirées sont prises en compte pour l'établissement des budgets futurs.

Le réalisé au 31 décembre 2009 des charges opérationnelles et d'investissements est resté en dessous des limites fixées par le budget.

4.8 ACTIVITÉS D'AUDIT INTERNE

Conformément aux normes professionnelles internationalement reconnues, l'Audit interne est une activité indépendante et objective qui donne à une organisation une assurance sur le degré de maîtrise de ses opérations, lui apporte ses conseils pour les améliorer et contribue à créer de la valeur ajoutée.

L'Audit interne aide la Banque à atteindre ses objectifs en évaluant, par une approche systématique et méthodique, ses processus de management, de maîtrise des risques et de contrôle et en faisant des propositions pour renforcer son efficacité.

La cellule Audit interne fait rapport directement au Président du Conseil de la Banque.

Le plan d'audit annuel comprend des missions nationales ainsi que des missions coordonnées au niveau du Comité des auditeurs internes de la BCE conformément à la politique du SEBC en matière d'audit.

Au cours de l'exercice 2009, des missions ont été effectuées dans les domaines de la comptabilité, de la gestion des avoirs, des signes monétaires, des statistiques monétaires et financières, des opérations de paiement, de la gestion du fonds de pension, de l'informatique, de la gestion des salaires, de la gestion des budgets et dans le cadre de divers projets.

Les missions d'audit peuvent donner lieu à des recommandations dont le suivi de leur mise en place par les entités en charge est assuré par la cellule Audit interne.

4.9 COMPTES FINANCIERS AU 31 DÉCEMBRE 2009

4.9.1 Chiffres-clés à la clôture du bilan

	2008	2009	Variation en % 2009/2008
Total du bilan	100 645 076 227	77 049 043 144	-23%
Engagements envers des établissements de crédit	45 531 698 234	13 488 516 285	-70%
Concours à des établissements de crédit	40 080 417 423	15 156 000 000	-62%
Non exigible [1], comptes de réévaluation, provisions administratives et risques bancaires spécifiques	407 930 091	752 914 346	85%
Produit net bancaire [2]	-147 779 763	233 429 734	-
Total des revenus nets	47 153 802	53 742 397	14%
Frais généraux administratifs	39 286 085	42 223 811	7%
Résultat net	2 830 126	6 804 200	140%
Cash Flow [3]	139 262 942	191 721 401	38%
Personnel (hors direction)	238	247	4%
Part de la BCL dans le capital de la BCE	0,1575%	0,1747%	
Part de la BCL dans les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	4,674%	2,021%	

(1) Capital, fonds de réserve, provisions pour risques bancaires généraux et bénéfice net à affecter aux réserves
(2) Résultat net ajusté sur intérêts et revenus assimilés, résultat net sur commissions, résultat net provenant d'opérations financières
(3) Bénéfice net plus corrections de valeur nettes sur actifs corporels / incorporels et sur actifs financiers, et dotations nettes aux provisions administratives et risques bancaires

4.9.2 Rapport du réviseur d'entreprises

Au Conseil de la Banque centrale du Luxembourg
Au gouvernement
A la Chambre des Députés

Nous avons effectué l'audit des comptes financiers ci-joints de la Banque centrale du Luxembourg, comprenant le bilan au 31 décembre 2009 ainsi que le compte de profits et pertes pour l'exercice clos à cette date, et l'annexe contenant un résumé des principales méthodes comptables et d'autres notes explicatives.

Responsabilité de la direction dans l'établissement et la présentation des comptes financiers

Les comptes financiers sont établis par la direction et approuvés par le conseil. La direction est responsable de l'établissement et de la présentation sincère de ces comptes financiers, conformément aux principes comptables généralement admis et ceux définis par le Système européen des banques centrales. Cette responsabilité comprend : la conception, la mise en place et le suivi d'un contrôle interne relatif à l'établissement et la présentation sincère de comptes financiers ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs, le choix et l'application de méthodes comptables appropriées, ainsi que la détermination d'estimations comptables raisonnables au regard des circonstances.

Responsabilité du réviseur d'entreprises

Notre responsabilité est d'exprimer une opinion sur ces comptes financiers sur la base de notre audit. Nous avons effectué notre audit selon les Normes Internationales d'Audit telles qu'adoptées par l'Institut des Réviseurs d'Entreprises. Ces normes requièrent de notre part de nous conformer aux règles d'éthique et de planifier et de réaliser l'audit pour obtenir une assurance raisonnable que les comptes financiers ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit implique la mise en œuvre de procédures en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournies dans les comptes financiers. Le choix des procédures relève du jugement du Réviseur d'Entreprises, de même que l'évaluation du risque que les comptes financiers contiennent des anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs.

En procédant à ces évaluations du risque, le Réviseur d'Entreprises prend en compte le contrôle interne en vigueur dans l'entité relatif à l'établissement et la présentation sincère de comptes financiers afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité de celui-ci.

Un audit comporte également l'appréciation du caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par la direction, de même que l'appréciation de la présentation d'ensemble des comptes financiers. Nous estimons que les éléments probants recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Opinion

A notre avis, les comptes financiers donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la Banque centrale du Luxembourg au 31 décembre 2009, ainsi que des résultats pour l'exercice clos à cette date, conformément aux principes comptables généralement admis et ceux définis par le Système européen de banques centrales.

Luxembourg, le 17 mars 2010

KPMG Audit S.à r.l.
Réviseurs d'Entreprises

K. Riehl S. Chambourdon

4.9.3 Bilan au 31 décembre 2009

ACTIF	Notes	2009 EUR	2008 EUR
Avoirs et créances en or	3	55 490 933	45 352 938
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	4	505 915 151	239 317 662
– créances sur le FMI		321 492 295	54 694 836
– comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		184 422 856	184 622 826
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	5	71 067 245	10 825 738 929
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	6	1 601 110 558	2 235 151 662
– comptes auprès des banques, titres et prêts		1 601 110 558	2 235 151 662
Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	7	15 156 000 000	40 080 417 423
– opérations principales de refinancement	7.1	1 953 000 000	23 465 778 885
– opérations de refinancement à long terme	7.2	13 203 000 000	16 614 638 538
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	8	1 010 269 125	579 866 874
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	9	3 910 225 687	3 727 912 441
– titres détenus dans le cadre de la politque monétaire	9.1	45 317 335	-
– autres titres	9.2	3 864 908 352	3 727 912 441
Créances envers l'Eurosystème	10	52 572 646 254	42 167 907 000
– participation au capital de la BCE	10.1	15 784 953	10 668 158
– créances sur la BCE au titre des avoirs de réserves transférées	10.2	100 638 597	90 730 275
– autres créances envers l'Eurosystème	10.3	52 456 222 704	42 066 508 567
Valeurs en cours de recouvrement		1 476	43 666
Autres actifs	11	2 166 316 715	743 367 631
– immobilisation corporelles et incorporelles	11.1	58 284 450	61 835 471
– autres actifs financiers	11.2	103 583 005	88 117 397
– écart de réévaluation sur instruments de hors bilan		-	303 493 840
– comptes de régularisation	11.3	195 684 787	269 921 336
– divers	11.4	1 808 764 473	19 999 587
Total de l'actif		**77 049 043 144**	**100 645 076 226**

PASSIF	Notes	2009 EUR	2008 EUR
Billets en circulation	12	1 858 777 355	1 586 572 000
Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	13	13 488 516 285	45 531 698 234
– comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	13.1	7 986 042 119	16 513 643 449
– facilités de dépôts	13.2	5 502 474 166	29 018 054 785
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	14	343 930 484	386 914 979
– engagement envers des administrations publiques	14.1	343 928 072	386 914 979
– autres engagements		2 412	-
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	15	1 173 715 978	1 011 538 123
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	16	74 107 887	58 164 107
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	17	268 473 209	18 731 884
Engagements envers l'Eurosystème	18	58 701 341 155	51 035 405 545
– engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	18.1	58 701 341 155	51 035 405 545
Valeurs en cours de recouvrement	19	471	11
Autres engagements	20	190 324 104	514 129 564
– comptes de régularisation		155 909 204	480 965 514
– divers		34 414 900	33 164 050
Provisions	21	448 753 796	242 276 198
Comptes de réévaluation	22	319 126 822	84 474 183
Capital et réserves	23	175 171 398	172 341 272
– capital	23.1	175 000 000	25 000 000
– réserves	23.2	171 398	147 341 272
Bénéfice de l'exercice		6 804 200	2 830 126
Total du passif		**77 049 043 144**	**100 645 076 226**

4.9.4 Hors-bilan au 31 décembre 2009

	Notes	2009 EUR	2008 EUR
Engagement à terme Swap	24	-	15 002 234 740
Titres reçus en garantie	25	222 784 229 418	265 077 244 845
Réserves de change gérées pour le compte de			
la Banque centrale européenne	26	273 110 588	255 797 786
Contrats à terme ferme	27	127 133 000	83 248 000
Collection numismatique		205 829	205 012
		223 184 678 835	**280 418 730 383**

4.9.5 Compte de profits et pertes au 31 décembre 2009

	Notes	2009 EUR	2008 EUR
Intérêts reçus	28	1 164 838 071	2 786 935 844
Intérêts payés	28	(915 296 255)	(2 555 941 232)
Revenus nets d'intérêts	**28**	**249 541 816**	**230 994 612**
Bénéfices/(pertes) réalisé(e)s sur opérations financières	29	54 405 713	(2 584 464)
Corrections de valeur sur actifs financiers et positions en devises	30	(20 885 405)	(377 639 979)
Reprises nettes aux provisions pour risques de change et de marché	31	(199 519 974)	246 244 754
Résultat net d'opérations financières, corrections de valeur et provisions		**(165 999 666)**	**(133 979 689)**
Commissions perçues	32	19 555 931	16 879 833
Commissions payées	32	(17 765 097)	(15 429 765)
Résultat net sur commissions	**32**	**1 790 834**	**1 450 068**
Produits des participations	33	2 233 833	2 724 591
Résultat net provenant de la répartition du revenu Monétaire	34	(41 674 274)	(70 197 318)
Autres revenus	35	7 849 854	16 161 538
Total des revenus nets		**53 742 397**	**47 153 802**
Frais de personnel	36	(25 846 425)	(23 226 084)
Autres frais généraux administratifs	37	(8 873 967)	(8 861 201)
Corrections de valeur sur immobilisations corporelles et incorporelles	11.1, 38	(4 714 386)	(5 037 591)
Frais relatifs à la production de signes monétaires	39	(1 133 127)	(722 786)
Autres frais	40	(6 370 292)	(6 476 014)
Résultat de l'exercice		**6 804 200**	**2 830 126**

4.9.6 Annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2009

Note 1 - Généralités

La Banque centrale du Luxembourg (« BCL ») a été créée par la loi du 22 avril 1998. Selon la loi du 23 décembre 1998 telle que modifiée, sa mission principale consiste à participer à l'exécution des missions du Système européen de banques centrales (« SEBC ») en vue d'atteindre les objectifs du SEBC. La Banque centrale est également en charge de la surveillance de la situation générale de la liquidité sur les marchés ainsi que de l'évaluation des opérateurs de marché à cet égard. Elle est autorisée à prendre et céder des participations et elle peut, en des circonstances exceptionnelles, octroyer des prêts à court terme à des contreparties sur base de sûretés appropriées. La BCL est un établissement public, doté de la personnalité juridique et de l'autonomie financière.

Note 2 - Résumé des principales méthodes comptables

Les principales méthodes comptables utilisées par la BCL sont les suivantes :

2.1 Présentation des comptes financiers

Les comptes financiers de la BCL sont établis et présentés en conformité avec les principes comptables généralement admis et ceux définis par le SEBC.

2.2 Principes comptables

Les principes comptables utilisés sont les suivants :
- réalité économique et transparence ;
- prudence ;
- prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture de l'exercice ;
- permanence des méthodes et comparabilité ;
- importance relative ;
- principe de continuité de l'exploitation ;
- principe de spécialisation des exercices.

2.3 Principes de base

Les comptes financiers sont établis sur base du prix de revient historique adapté pour tenir compte de l'évaluation au prix du marché des titres, de l'or ainsi que de tous les éléments libellés en monnaies étrangères au bilan et au hors bilan.

Les opérations qui se rapportent aux actifs et passifs financiers sont enregistrées dans les comptes de la BCL à la date de leur règlement.

2.4 Or, avoirs et dettes en monnaies étrangères

Les actifs et passifs en monnaies étrangères (or y compris) sont convertis en euros au cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et les charges sont convertis au cours de change de la date de transaction.

La réévaluation des monnaies étrangères est effectuée par devise et comprend tant les éléments du bilan que du hors bilan.

La réévaluation des titres est traitée séparément de la réévaluation de change des titres libellés en monnaies étrangères.

Pour l'or, la réévaluation s'effectue sur base du prix en euros par once d'or dérivé de la cotation en dollars US établie lors du fixing de Londres, le dernier jour ouvrable de l'année.

2.5 Titres

Suivant les décisions du Conseil des Gouverneurs des 7 mai et 4 juin 2009, la Banque centrale européenne (« BCE ») et les banques centrales nationales (les « BCNs ») ont commencé à acheter pour des raisons de politique monétaire des obligations sécurisées (« covered bonds ») en euros émises dans la zone euro. Ces titres sont évalués au coût amorti et des corrections de valeur sont appliquées dans les cas où une dépréciation durable est constatée.

Les autres titres négociables libellés en monnaies étrangères et en euros sont évalués au prix du marché, à la date de clôture de l'exercice tandis que les titres figurant dans le portefeuille d'investissement, qui sont destinés à être gardés jusqu'à leur échéance, sont évalués à leur valeur d'acquisition ou de transfert ajustée du prorata des agios et disagios. Des corrections de valeur sont appliquées à cette dernière catégorie de titres dans les cas où une dépréciation durable est constatée.

La réévaluation des titres s'effectue ligne par ligne et par code ISIN.

2.6 Reconnaissance des produits et charges

Les produits et charges sont imputés à la période à laquelle ils se rapportent.

Les plus-values et moins-values réalisées sur devises, titres et instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché sont comptabilisées au compte de profits et pertes.

A la fin de l'exercice, les différences de réévaluation positives ne sont pas enregistrées comme un produit mais transférées aux comptes de réévaluation au passif du bilan pour les devises, titres et instruments financiers.

Les différences de réévaluation négatives sont portées à charge du résultat, pour autant qu'elles excèdent les différences de réévaluation positives enregistrées précédemment dans les comptes de réévaluation du bilan. Elles ne sont pas neutralisées par d'éventuelles différences positives de réévaluation apparaissant les années suivantes. Il n'y a pas de compensation entre les différences de réévaluation négatives sur un titre, un instrument financier, une devise ou l'or et les différences de réévaluation positives sur d'autres titres, d'autres instruments financiers, d'autres devises ou sur l'or.

Pour calculer le coût d'acquisition des titres en devises vendus, la méthode du prix de revient moyen sur base journalière est utilisée. Si des pertes non réalisées sont portées au compte de profits et pertes, le prix de revient moyen de l'actif en question est ajusté à la baisse jusqu'au niveau du taux de change ou du prix du marché de cet actif.

Pour les titres à revenu fixe, la prime ou décote résultant de la différence entre le prix d'acquisition moyen et le prix de remboursement des titres à l'échéance est étalée proportionnellement à la durée résiduelle des titres et incorporée dans les résultats d'intérêts.

2.7 Evénements postérieurs à la date de clôture de l'exercice

Les actifs et passifs sont ajustés en fonction des événements qui se produisent entre la date de clôture de l'exercice et la date d'approbation des comptes financiers par le Conseil, quand ces événements influencent d'une manière significative la valeur de ces actifs et passifs à la date de clôture de l'exercice.

2.8 Billets en circulation

La BCE et les BCNs qui forment ensemble l'Eurosystème, émettent des billets en euros depuis le 1er janvier 2002. La répartition de la valeur totale des billets en circulation est effectuée le dernier jour ouvrable de chaque mois, conformément à la clé de répartition des billets.

Depuis 2002, 8 % de la valeur totale des billets en circulation sont attribués à la BCE, tandis que les 92 % restants sont attribués aux BCNs, conformément à leur part libérée dans la clé de répartition du capital de la BCE. La part ainsi attribuée à chaque BCN est reprise au passif du bilan dans la rubrique « Billets en circulation ».

La différence entre la valeur des billets en euros attribués à chaque BCN suivant la clé de répartition et la valeur des billets en euros effectivement mis en circulation par chaque BCN donne lieu à des soldes intra-Eurosystème. Ces créances ou engagements, qui sont porteurs d'intérêts, sont mentionnés dans la sous-rubrique « Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème ».

Les intérêts payés ou reçus sur les soldes intra-Eurosystème sont réglés par l'intermédiaire de la BCE et sont repris sous la rubrique « Revenus nets d'intérêts ».

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que le revenu de seigneuriage de la BCE, résultant de la part de 8 % des billets en euros qui est attribuée à la BCE, sera distribué entièrement pour l'exercice 2009 (partiellement pour l'exercice 2008). Le paiement a été fait le deuxième jour ouvrable de l'exercice 2010. Le montant distribué figure dans la rubrique « Produits des participations » du compte de profits et pertes.

2.9 Avoirs et engagements envers l'Eurosystème

Les avoirs et engagements vis-à-vis de l'Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème sont présentés en une position nette dans le bilan de la BCL sous la rubrique « Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème ».

Les créances et engagements envers l'Eurosystème résultant des soldes des comptes TARGET et des comptes de correspondants sont également présentés en une position nette dans le bilan de la BCL.

2.10 Immobilisations corporelles et incorporelles

Les immobilisations corporelles et incorporelles sont évaluées à leur coût d'acquisition, déduction faite des amortissements. Les amortissements sont calculés de manière linéaire sur base de la durée de vie estimée de l'actif immobilisé :

	Années
Immeubles	25
Rénovation d'immeubles et agencements	10
Matériel et mobilier	3-5
Matériel et logiciels informatiques	4

2.11 Fonds de pension

Depuis le 1er janvier 1999, suite à l'entrée en vigueur de la loi du 23 décembre 1998, les pensions des agents de la BCL sont intégralement à charge de la BCL. L'infrastructure d'un fonds de pension a été mise en place au cours de l'année 2000. Le fonds de pension a pour but de couvrir les risques de vieillesse, d'invalidité et de survie. La méthode actuarielle permettant de déterminer l'engagement de la BCL vis-à-vis de ses agents a été approuvée par le Comité directeur du fonds de pension en date du 12 février 2001.

La méthode actuarielle retenue permet de déterminer, pour chaque agent, l'engagement actualisé que le fonds de pension a envers celui-ci en matière de vieillesse, d'invalidité et de survie. Le modèle actuariel tient compte des données personnelles et des carrières prévisibles de chaque agent, des augmentations moyennes sur les soixante années à venir du coût de la vie et du niveau de vie, ainsi que d'un taux de rendement moyen sur les actifs du fonds.

Les engagements de la BCL en matière de pensions sont inscrits au compte « Provision pour pensions ». En cours d'exercice, la provision augmente du fait de la dotation régulière du montant de la part salariale des agents et de la part patronale de la BCL et elle est diminuée des paiements faits aux pensionnés. En fin d'exercice, la provision est ajustée en fonction d'un nouveau calcul actuariel. Le cas échéant, y figurent aussi les transferts périodiques du compte « Réserve comptable du fonds de pension », dans lequel sont enregistrés les revenus générés par les actifs du fonds, vers le compte « Provision pour pensions » afin d'ajuster ce dernier au niveau de la valeur actuarielle. Dans le cas où les dotations régulières et le résultat du fonds de pension seraient insuffisants pour couvrir l'engagement de la BCL en matière de pension, la différence entre la provision accumulée et l'engagement de la BCL est couverte par une dotation spéciale à charge de la BCL.

2.12 Provisions pour risques bancaires

La politique de la BCL consiste à constituer des provisions destinées à couvrir des risques spécifiques et des risques généraux inhérents aux activités de la Banque.

Note 3 - Avoirs et créances en or

Au 31 décembre 2009, la BCL détient 409,67 onces d'or pour une valeur de 0,3 million d'euros (968,42 onces d'or pour une valeur de 0,6 million d'euros au 31 décembre 2008) et une obligation sur or de premier ordre émise par la Banque Internationale de Reconstruction et de Développement acquise au cours de l'exercice 2002 et évaluée à 55,2 millions d'euros (44,8 millions d'euros au 31 décembre 2008).

A la date du bilan, l'or est évalué sur la base du prix en euro par once d'or fin dérivé de la cotation en USD établie lors du fixing à Londres du 31 décembre 2009.

Note 4 - Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro

	2009 EUR	2008 EUR
Créances sur le FMI	321 492 295	54 694 836
Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises	184 422 856	184 622 826
	505 915 151	**239 317 662**

Cette rubrique inclut les avoirs de la BCL en réserves externes détenus sur des contreparties situées en dehors de la zone euro (y compris les organismes internationaux et supranationaux ainsi que les banques centrales non-membres de l'Union monétaire).

Cette rubrique se décompose en deux sous-rubriques :

– les créances détenues sur le Fonds monétaire international (« FMI ») se composent de la position de réserve et des DTS détenus. Les DTS sont des actifs de réserve créés par le FMI et que celui-ci alloue à ses membres. Les avoirs en DTS d'un Etat membre sont initialement égaux au montant de DTS qui lui ont été alloués. Par la suite, ces avoirs en DTS évoluent dans la mesure où l'Etat membre les utilise ou au contraire en acquiert de la part d'autres détenteurs. La position de réserve correspond à la quote-part, déduction faite des avoirs du FMI en euros et compte tenu du compte de réévaluation du compte général.

  En 2009, un montant de 229 667 459 DTS a été attribué au Luxembourg dans le cadre de l'allocation générale (soit 206 899 565 DTS, en août 2009) et du 4eme amendement (soit 22 767 894 DTS, en septembre 2009).

– les avoirs détenus en comptes auprès des banques n'appartenant pas à la zone euro ainsi que les titres, placements, prêts et autres actifs en devises émis par des non-résidents de la zone euro. Cette sous-rubrique comprend notamment le portefeuille-titres en dollars US pouvant être affecté en cas de besoin à des opérations de politique monétaire.

Le portefeuille d'un montant de 176,9 millions d'euros au 31 décembre 2009 (contre 167,5 millions d'euros au 31 décembre 2008) est constitué essentiellement de fonds publics libellés en dollars US émis par des Etats et d'obligations de premier ordre émises par des organismes internationaux et supranationaux. Les titres sont valorisés au prix du marché. Au 31 décembre 2009, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de plus-values d'évaluation de 2,9 millions d'euros (plus-values d'évaluation de 4,0 millions d'euros au 31 décembre 2008).

Les avoirs en banques s'élèvent à 7,5 millions d'euros au 31 décembre 2009 (au 31 décembre 2008, il y avait des avoirs en banques pour 2,4 millions d'euros et des placements pour 14,7 millions d'euros).

Note 5 - Créances en devises sur des résidents de la zone euro

La forte diminution de ce poste s'explique par le fait qu'au 31 décembre 2009, cette rubrique inclut uniquement des avoirs de la BCL en devises détenus sur des contreparties situées dans la zone euro.

Au 31 décembre 2008, cette rubrique incluait notamment des crédits pour un montant équivalent à 10 769,0 millions d'euros provenant d'opérations avec des contreparties de l'Eurosystème effectuées dans le contexte d'une facilité de prêt à terme en USD. Sous ce programme, des USD avaient été mis à disposition par la Réserve fédérale américaine à la BCE au moyen d'un arrangement temporaire réciproque sur devises (« swap line ») dans le but d'offrir des liquidités à court terme en USD à des contreparties de l'Eurosystème. Simultanément la BCE avait conclu des transactions swap à caractère « back to back » avec les BCNs de l'Eurosystème. Lesdites BCNs avaient utilisé les fonds en question pour mettre à disposition de leurs contreparties des liquidités en USD.

Note 6 - Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro

	2009 EUR	2008 EUR
Comptes auprès de banques	8 920 212	3 981 408
Titres	1 482 633 679	1 852 747 679
- titres en portefeuille de placement	1 382 466 794	1 703 986 030
- titres en portefeuille d'investissement	100 166 885	148 761 649
Placements	109 556 667	378 422 575
	1 601 110 558	**2 235 151 662**

Cette rubrique inclut les avoirs détenus en comptes auprès de banques n'appartenant pas à la zone euro, ainsi que les titres, placements, prêts et autres actifs en euros émis par des non-résidents de la zone euro.

Les titres repris sous cette rubrique comprennent deux catégories :

– Le portefeuille-titres de placement est constitué uniquement des fonds publics libellés en euros émis par des Etats ne faisant pas partie de la zone euro et d'obligations de premier ordre émises par des sociétés situées en dehors de la zone euro. Les titres sont valorisés à la valeur de marché. Au 31 décembre 2009, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 92,6 millions d'euros (moins-values d'évaluation de 261,7 millions d'euros au 31 décembre 2008).

– Le portefeuille d'investissement dont la constitution a été décidée en 2007 et qui est composé de titres destinés à être gardés jusqu'à l'échéance finale. Ce portefeuille est évalué au coût amorti, c'est-à-dire au coût d'acquisition compte tenu du prorata des agios et disagios ainsi que des dépréciations durables. Aucune acquisition n'a été faite ni en 2008 ni en 2009. Les titres qui se trouvaient déjà en portefeuille au 31 décembre 2006 ont été transférés à la valeur comptable du 1er janvier 2007 ; les titres acquis courant 2007 ont été transférés à la valeur d'acquisition. Les titres qui font partie du portefeuille d'investissement continuent à être évalués à la valeur décrite ci-dessus sans qu'il soit tenu compte de leur valeur de marché au 31 décembre 2009.

La valeur comptable des titres actuellement en portefeuille s'élève à 100,2 millions d'euros (148,8 millions d'euros au 31 décembre 2008). Les moins-values non-réalisées sur ce portefeuille sont de 57,4 millions d'euros au 31 décembre 2009 (moins-values non réalisées de 63,1 millions d'euros au 31 décembre 2008). Une seule exposition fait l'objet d'une dépréciation durable au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2009. La correction de valeur y relative ajustée au 31 décembre 2009 est de 54,2 millions d'euros.

Note 7 - Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire

Cette rubrique inclut les crédits qui sont octroyés par la BCL aux contreparties du secteur bancaire luxembourgeois en vue d'une mise à disposition de la liquidité dans la zone euro.

La rubrique est divisée en différentes sous-rubriques selon le type d'instrument utilisé pour allouer des liquidités aux institutions financières :

	2009 EUR	2008 EUR
Opérations principales de refinancement	1 953 000 000	23 465 778 885
Opérations de refinancement à long terme	13 203 000 000	16 614 638 538
Cessions temporaires de réglage fin	-	-
Cessions temporaires à des fins structurelles	-	-
Facilités de prêt marginal	-	-
Appels de marge versés	-	-
	15 156 000 000	**40 080 417 423**

Le total des concours en euros accordé par l'Eurosystème à des établissements de crédit de la zone euro s'élève à 749 906 millions d'euros. La BCL a accordé 15 156 millions d'euros de ce poste. Conformément à l'article 32.4 des statuts du SEBC, les risques liés à la politique monétaire, au cas où ils se concrétiseraient, seront partagés dans leur totalité par les BCNs de l'Eurosystème, proportionnellement aux clés du capital.

Au 31 décembre 2008, cette rubrique incluait des créances sur des établissements de crédit déclarés en défaut de paiement en 2008. Conformément aux décisions prises au sein de l'Eurosystème, ces créances ont été reclassées à la rubrique « Autres actifs – divers » au cours de l'exercice 2009.

7.1 Opérations principales de refinancement

Cette sous-rubrique comprend le montant des liquidités allouées aux établissements de crédit au moyen d'adjudications hebdomadaires d'une durée d'une semaine.

7.2 Opérations de refinancement à long terme

Cette sous-rubrique comprend le montant des crédits accordés aux établissements de crédit par voie d'appels d'offres assortis d'une échéance de un, trois, six ou douze mois.

7.3 Cessions temporaires de réglage fin

Sont enregistrées dans cette sous-rubrique les opérations d'open market réalisées de façon non régulière et principalement destinées à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité sur le marché.

7.4 Cessions temporaires à des fins structurelles

Il s'agit d'opérations d'open market exécutées principalement en vue de modifier la position structurelle de liquidité du secteur financier vis-à-vis de l'Eurosystème.

7.5 Facilités de prêt marginal

Il s'agit de facilités permanentes permettant aux contreparties d'obtenir auprès de la BCL, contre des actifs éligibles, des crédits « overnight » à un taux d'intérêt prédéterminé.

7.6 Appels de marge versés

Il s'agit de crédits supplémentaires accordés aux établissements de crédit et découlant de l'accroissement de la valeur des titres donnés en garantie d'autres crédits consentis à ces mêmes établissements.

Note 8 - Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro

Sont inclus dans cette rubrique des fonds non liés aux opérations de politique monétaire placés à vue ou à terme auprès d'établissements bancaires de la zone euro.

Note 9 - Titres en euros émis par des résidents de la zone euro

	2009 EUR	2008 EUR
Titres détenus dans le cadre de la politique monétaire	45 317 335	-
Autres titres	3 864 908 352	3 727 912 441
– titres en portefeuille de placement	3 706 676 021	3 569 101 117
– titres en portefeuille d'investissement	158 232 331	158 811 324
	3 910 225 687	**3 727 912 441**

Dans un souci de présentation appropriée, la rubrique « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro » a été subdivisée en deux catégories : la catégorie « Titres détenus dans le cadre de la politique monétaire » créée afin de refléter les achats du portefeuille des obligations sécurisées qui ont débuté en juillet 2009 et la catégorie « Autres titres » qui inclut des titres de placement et d'investissement qui ne sont pas liés à la politique monétaire.

9.1 Titres détenus dans le cadre de la politique monétaire

Cette rubrique contient des titres acquis dans le cadre du programme d'achat d'obligations sécurisées annoncé par le Conseil des Gouverneurs en date du 7 mai 2009. Ces titres sont évalués au coût amorti et des corrections de valeur sont appliquées dans les cas où une dépréciation durable est constatée.

La valeur comptable du portefeuille des titres détenus dans le cadre de la politique monétaire s'élève à 45,3 millions d'euros. Les moins-values non-réalisées sur ce portefeuille sont de 0,08 million d'euros au 31 décembre 2009.

Les titres en question feraient l'objet d'une correction de valeur du moment qu'une dépréciation durable devait être constatée.

9.2 Autres titres

Les titres repris sous cette rubrique comprennent :

- le portefeuille-titres de placement en euros émis par des résidents de la zone euro et pouvant être affecté en cas de besoin à des opérations de politique monétaire pour un montant de 3 706,7 millions d'euros au 31 décembre 2009 (contre 3 569,1 millions d'euros au 31 décembre 2008). Ce portefeuille est constitué uniquement de fonds publics libellés en euros émis par des Etats membres de l'Union européenne et d'obligations de premier ordre émises par des sociétés de la zone euro. Les titres sont valorisés au prix du marché. Au 31 décembre 2009, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 26,7 millions d'euros (moins-values d'évaluation de 81,1 millions d'euros au 31 décembre 2008) ;

- le portefeuille d'investissement dont la constitution a été décidée en 2007 et qui est composé de titres destinés à être gardés jusqu'à l'échéance finale. Ce portefeuille est évalué au coût amorti, c'est-à-dire au coût d'acquisition compte tenu du prorata des agios et disagios ainsi que des dépréciations durables. Aucune acquisition n'a été faite ni en 2008 ni en 2009. Les titres qui se trouvaient déjà en portefeuille au 31 décembre 2006 ont été transférés à la valeur comptable du 1er janvier 2007 ; les titres acquis courant 2007 ont été transférés à la valeur d'acquisition. Les titres qui font partie du portefeuille d'investissement continuent à être évalués à la valeur décrite ci-dessus sans qu'il soit tenu compte de leur valeur de marché au 31 décembre 2009. La valeur comptable des titres actuellement en portefeuille s'élève à 158,2 millions d'euros (158,8 millions d'euros au 31 décembre 2008). Les moins-values non-réalisées sur ce portefeuille sont de 1,2 millions d'euros au 31 décembre 2009 (0,6 million d'euros au 31 décembre 2008). Bien que ces moins-values ne soient pas comptabilisées à l'heure actuelle, les titres en question feront l'objet d'une correction de valeur lorsqu'une dépréciation durable sera constatée.

Note 10 - Créances envers l'Eurosystème

10.1 Participation au capital de la BCE

Conformément à l'article 28 des statuts du SEBC, les BCNs composant le SEBC sont les seuls souscripteurs au capital de la BCE. Ces souscriptions dépendent des parts respectives qui sont fixées selon les modalités contenues dans l'article 29.3 des statuts du SEBC et qui font l'objet d'une adaptation quinquennale.

Au 1er janvier 2009, consécutivement à la revue quinquennale des clés de participation dans l'Eurosystème et à l'entrée de la Slovaquie dans le système, la clé de participation de la BCL dans le SEBC est passée de 0,1575 % à 0,1747 %.

Les participations des BCNs dans le SEBC ont été adaptées au 1er janvier 2009 comme suit :

Pays	Clé de participation dans le SEBC (en %)	
	à partir du 01/01/2009	jusqu'au 31/12/2008
Belgique	2,4256	2,4708
Allemagne	18,9373	20,5211
Irlande	1,1107	0,8885
Grèce	1,9649	1,8168
Espagne	8,3040	7,5498
France	14,2212	14,3875
Italie	12,4966	12,5297
Chypre	0,1369	0,1249
Luxembourg	0,1747	0,1575
Malte	0,0632	0,0622
Pays-Bas	3,9882	3,8937
Autriche	1,9417	2,0159
Portugal	1,7504	1,7137
Slovénie	0,3288	0,3194
Slovaquie	0,6934	-
Finlande	1,2539	1,2448
Sous-total zone euro	**69,7915**	**69,6963**
Bulgarie	0,8686	0,8833
République Tchèque	1,4472	1,3880
Danemark	1,4835	1,5138
Estonie	0,1790	0,1703
Lettonie	0,2837	0,2813
Lituanie	0,4256	0,4178
Hongrie	1,3856	1,3141
Pologne	4,8954	4,8748
Roumanie	2,4645	2,5188
Slovaquie	-	0,6765
Suède	2,2582	2,3313
Royaume-Uni	14,5172	13,9337
Sous-total zone non-Euro	**30,2085**	**30,3037**
Total	**100,0000**	**100,0000**

Au 31 décembre 2009, la participation détenue par la BCL dans la BCE est de 15 784 953 euros. La BCL détient 10 063 860 euros sur un total de capital souscrit de la BCE de 5,761 milliards d'euros (9 073 028 euros, sur un total de capital souscrit de la BCE de 5,761 milliards d'euros au 31 décembre 2008).

Par ailleurs, la part de la BCL dans le total des fonds propres de la BCE reflète le rachat subséquent par la BCL de réserves de la BCE pour un montant de 5,7 millions d'euros (1,6 million d'euros au 31 décembre 2008).

10.2 Créances sur la BCE au titre des avoirs de réserves transférés

Cette sous-rubrique représente le montant de la créance de la BCL résultant du transfert à la BCE d'une partie de ses réserves en devises. Cette créance, libellée en euros, a une valeur fixée au moment du transfert.

La créance est rémunérée au dernier taux marginal disponible pour les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, ajusté pour tenir compte d'une rémunération équivalente à zéro sur la partie en or.

L'ajustement de la clé de participation dans le capital de la BCE au 1er janvier 2009 a eu pour conséquence un ajustement de la créance de la BCL sur la BCE au titre des avoirs de réserves transférés.

Au 31 décembre 2009, cette créance de la BCL est de 100 638 597 euros (90 730 275 euros au 31 décembre 2008).

10.3 Autres créances envers l'Eurosystème

Cette sous-rubrique reprend principalement la créance de la BCL envers l'Eurosystème découlant, via le système TARGET, des paiements transfrontaliers au titre des opérations monétaires et financières entre la BCL, les autres banques centrales nationales ainsi qu'avec la BCE. Cette créance s'élève à 52,5 milliards d'euros au 31 décembre 2009 (42,1 milliards d'euros au 31 décembre 2008) et comporte les revenus de seigneuriage qui s'élèvent à 2 millions d'euros (2,7 millions d'euros au 31 décembre 2008).

La position nette vis-à-vis de la BCE est rémunérée au taux d'intérêt marginal des opérations principales de refinancement.

Note 11 - Autres actifs

11.1. Immobilisations corporelles et incorporelles

Le mouvement des immobilisations corporelles et incorporelles se présente comme suit :

	Immeubles EUR	Matériel et mobilier EUR	Logiciels EUR	Autres EUR	Total EUR
Valeur brute au 01.01.2009	**91 902 474**	**12 932 108**	**5 925 193**	**36 846**	**110 796 621**
Cessions	-	-	-	-	-
Acquisitions	507 988	442 090	127 174	86 113	1 163 365
Valeur brute au 31.12.2009	**92 410 462**	**13 374 198**	**6 052 367**	**122 959**	**111 959 986**
Amortissements cumulés au 01.01.2009	33 615 601	10 362 504	4 983 045	-	48 961 150
Cessions	-	-	-	-	-
Dotations	3 359 359	867 919	487 108	-	4 714 386
Amortissements cumulés au 31.12.2009	36 974 960	11 230 423	5 470 153	-	53 675 536
Valeur nette au 31.12.2009	**55 435 502**	**2 143 775**	**582 214**	**122 959**	**58 284 450**

Le poste « Immeubles » comprend à la fois le prix d'acquisition des deux bâtiments situés au 2, boulevard Royal, les travaux liés à la reconstruction et à l'aménagement du bâtiment « Pierre Werner » et les rénovations apportées au bâtiment principal (« Siège Royal »). L'ancien bâtiment situé avenue Monterey a été totalement amorti en 2003, celui-ci ayant été détruit afin de permettre la construction d'un nouveau bâtiment. La construction de ce nouvel immeuble a été achevée en 2006.

Les bâtiments « Pierre Werner » et « Monterey » sont considérés comme immeubles neufs et amortis sur 25 ans tandis que les investissements liés à l'aménagement du « Siège Royal » sont considérés comme des rénovations d'immeubles et sont amortis sur 10 ans.

11.2 Autres actifs financiers

Cette rubrique se décompose comme suit :

	2009 EUR	2008 EUR
Autres participations	45 952	161 850
Fonds de pension	103 537 053	87 955 547
	103 583 005	**88 117 397**

Les autres participations se composent des participations que la BCL détient dans Swift et l'ATTF.

Les avoirs du fonds de pension sont inscrits au compte intitulé « Fonds de pension ». Le solde de ce compte correspond à la valeur nette d'inventaire du fonds de pension telle qu'elle a été calculée par la banque dépositaire du fonds au 31 décembre.

11.3 Comptes de régularisation

Cette rubrique comprend essentiellement les intérêts courus à recevoir sur opérations de politique monétaire, sur titres et sur les avoirs en compte au FMI. Sont également inscrits à cette rubrique les commissions à recevoir, les charges payées d'avance, dont notamment les traitements payés pour le mois de janvier 2010, et les produits à recevoir.

11.4 Divers

	2009 EUR	2008 EUR
Autres	1 808 764 473	19 999 587
	1 808 764 473	**19 999 587**

Cette rubrique inclut notamment les créances ouvertes sur les clients qui ont été déclarés en défaut de paiement en 2008 sur les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème. Ces créances figuraient au 31 décembre 2008 à la rubrique « Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire » (voir note 7). Ce reclassement a été fait conformément aux décisions prises au sein de l'Eurosystème.

La rubrique « Autres » comprend également la contrepartie de la moins-value sur DTS enregistrée dans les comptes financiers de la BCL et qui est garantie par l'Etat conformément à la convention de mai 1999 relative aux relations financières entre l'Etat luxembourgeois et la Banque centrale du Luxembourg (18,7 millions d'euros au 31 décembre 2009).

Note 12 - Billets en circulation

Sous cette rubrique figure la part de la BCL dans la circulation des billets en euros émis par les banques centrales de l'Eurosystème proportionnellement à sa participation dans le capital de la BCE, soit 1 858,8 millions d'euros (1 586,6 millions d'euros au 31 décembre 2008).

Note 13 - Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire

	2009 EUR	2008 EUR
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	7 986 042 119	16 513 643 449
Facilité de dépôt	5 502 474 166	29 018 054 785
Reprises de liquidités en blanc	-	-
Cessions temporaires de réglage fin	-	-
Appels de marge reçus	-	-
	13 488 516 285	**45 531 698 234**

Cette rubrique comprend principalement les comptes en euros des établissements de crédit ouverts dans le cadre du système des réserves obligatoires ainsi que les facilités de dépôt.

13.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)

Il s'agit de comptes en euros des établissements de crédit, destinés essentiellement à satisfaire les obligations de ceux-ci en matière de réserves obligatoires. Ces obligations doivent être respectées en moyenne sur une période variable qui commence le mercredi qui suit la réunion du Conseil des Gouverneurs consacrée à la fixation des taux.

13.2 Facilité de dépôt

Il s'agit d'une facilité permanente permettant aux établissements de crédit d'effectuer des dépôts « overnight » auprès de la Banque, à un taux prédéterminé.

13.3 Reprises de liquidités en blanc

Il s'agit de dépôts constitués auprès de la Banque en vue d'une absorption de liquidités du marché dans le cadre des opérations de réglage fin de l'Eurosystème.

13.4 Cessions temporaires de réglage fin

Il s'agit d'autres opérations de politique monétaire visant à un rétrécissement de la liquidité.

13.5 Appels de marge reçus

Il s'agit de dépôts constitués par des établissements de crédit en compensation de la diminution de la valeur des titres donnés en garantie d'autres crédits consentis à ces mêmes établissements.

Note 14 - Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro

14.1 Engagements envers des administrations publiques

Cette rubrique comprend les engagements suivants :

	2009 EUR	2008 EUR
Comptes courants	10 509	14 306
Compte pour la couverture des signes monétaires en euros émis par le Trésor	193 917 563	176 900 673
Dépôts à terme	150 000 000	210 000 000
	343 928 072	**386 914 979**

Les comptes courants représentent un engagement de 10 099 euros envers le Trésor luxembourgeois et un engagement de 410 euros envers les CCPL.

Conformément à la modification du 10 avril 2003 de la convention relative aux relations financières entre l'Etat luxembourgeois et la BCL, le compte dénommé « Compte pour la couverture des signes monétaires en euros émis par le Trésor » correspond au montant des signes monétaires émis sous forme de pièces de monnaie métallique par la BCL au nom et pour le compte du Trésor.

Le dépôt à terme s'inscrit dans le cadre de la convention mentionnée ci-dessus. Il s'agit d'un dépôt à terme renouvelable de mois en mois.

Note 15 - Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro

Cette rubrique comprend les comptes courants détenus par des banques centrales, des banques, des organismes internationaux et supranationaux et d'autres titulaires de comptes non-résidents de la zone euro.

Note 16 - Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro

Cette rubrique comprend les comptes courants en devises détenus par des banques centrales non-résidentes de la zone euro.

Note 17 - Contrepartie des Droits de Tirage Spéciaux alloués par le FMI

Le solde inclus sous cette rubrique représente la contre-valeur des DTS, comptabilisée au même cours que les avoirs en DTS, qui devraient être restitués au FMI en cas d'annulation de DTS, de liquidation du département des DTS du FMI ou de la décision du Luxembourg de s'en retirer. Cet engagement à durée indéterminée s'élève à DTS 246,6 millions, soit 268,5 millions d'euros au 31 décembre 2009 (DTS 17,0 millions, soit 18,7 millions d'euros au 31 décembre 2008).

En 2009, un montant total de DTS de 229,7 millions a été alloué au Luxembourg.

Note 18 - Engagements envers l'Eurosystème

18.1 Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème

Cette rubrique comprend les engagements nets vis-à-vis de l'Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème. La position nette est rémunérée au taux d'intérêt marginal des opérations principales de refinancement.

Note 19 - Valeurs en cours de recouvrement

Cette rubrique comprend notamment les différences de caisse au 31 décembre.

Note 20 - Autres engagements

Cette rubrique comprend notamment la contrepartie des moins-values non-réalisées sur instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché, les proratas d'intérêts, dont les intérêts courus sur les engagements envers l'Eurosystème, diverses charges à payer, y compris les fournisseurs, et les billets en Francs luxembourgeois toujours en circulation.

Au 31 décembre 2009, la contre-valeur des billets en Francs luxembourgeois restant en circulation s'élève à 5,2 millions d'euros (5,2 millions d'euros au 31 décembre 2008).

Note 21 - Provisions

Les provisions se présentent comme suit :

	2009 EUR	2008 EUR
Provision pour risques bancaires	342 314 711	146 692 892
Provision pour pensions	106 389 085	95 533 306
Autres provisions	50 000	50 000
	448 753 796	**242 276 198**

21.1 Provision pour risques bancaires

La provision pour risques bancaires s'analyse comme suit :

Provision pour risques bancaires spécifiques	2009 EUR	2008 EUR
Provision en couverture du risque de crédit et de marché	178 598 096	27 757 214
Fonds de sécurité pour risques à répartir dans l'Eurosystème	9 064 058	12 962 213
Provision en couverture du risque opérationnel	16 040 000	7 710 000
Provision en couverture du risque de liquidité	15 287 989	15 141 461
Provision pour créances douteuses	83 030 345	42 827 781
	302 020 488	**106 398 669**
Provision pour risques bancaires généraux	**2009 EUR**	**2008 EUR**
Provision pour obligations résultant d'accords monétaires	32 341 954	32 341 954
Autre provision pour risques bancaires généraux	7 952 269	7 952 269
	40 294 223	**40 294 223**
	342 314 711	**146 692 892**

21.1.1 Provision en couverture du risque de crédit et de marché

La provision de 178,6 millions d'euros (27,8 millions d'euros au 31 décembre 2008) correspond à :

- 2,5 % de la valeur de marché des titres existants au 31 décembre 2009 et des participations de la BCL autres que la participation dans la BCE ;
- 2,1 % de l'encours des crédits accordés par l'ensemble de l'Eurosystème (opérations de refinancement principales et à long terme) dans le cadre de la politique monétaire à hauteur de la participation de la BCL dans l'Eurosystème.

Selon les lignes directrices fixées par la Banque, l'objectif est d'atteindre un taux de 4 % sur tous les postes à moyen terme.

En 2008, en raison de la crise financière et de l'évolution des marchés, la BCL avait utilisé une grande partie des provisions constituées antérieurement afin de couvrir les risques inhérents aux opérations de politique monétaire ainsi que les corrections de valeur effectuées dans le cadre des règles comptables prudentes de l'Eurosystème. Au 31 décembre 2009, la politique de provisionnement, telle qu'elle a été définie, a été reprise compte tenu du fait que l'encours des crédits accordés par l'Eurosystème reste à un niveau élevé en fonction des conditions de marché exceptionnelles.

21.1.2 Fonds de sécurité pour risques à répartir dans l'Eurosystème

Conformément à l'article 32.4 des Statuts, une provision pour faire face aux risques de contrepartie relatifs aux opérations de politique monétaire est partagée par l'ensemble des BCNs en proportion de leur taux de participation dans l'Eurosystème existant au moment où le défaut est constaté. En accord avec les principes comptables de prudence en vigueur, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a revu le calcul de cette provision et a décidé de réduire son montant de 5 736 000 000 euros au 31 décembre 2008 à 4 011 000 000 euros au 31 décembre 2009 afin de tenir compte de l'augmentation du prix des garanties reçues par l'Eurosystème ainsi que des paiements reçus des débiteurs.

Ainsi pour la BCL, cette provision passe de 12 962 213 euros au 31 décembre 2008 à 9 064 075 euros au 31 décembre 2009.

21.1.3 Provision en couverture du risque opérationnel

Cette provision est destinée à couvrir le risque de pertes résultant d'une inadéquation ou d'une défaillance attribuable aux procédures, au facteur humain et aux systèmes de la BCL, ou à des causes externes. En l'absence de statistiques relevantes sur la dimension du risque, la dotation est effectuée en prenant en considération la méthode d'un indicateur unique afin d'amener la provision à un montant correspondant à 15 % du produit bancaire net (y inclus les paiements faits dans le cadre de la répartition du revenu monétaire) de la moyenne des trois derniers exercices conformément au document émis par le Comité de Bâle.

En 2009, la moyenne a été faite sur les exercices précédents en fonction des règles en vigueur.

21.1.4 Provision pour créances douteuses

Cette provision pour créances douteuses est constituée au 31 décembre 2009 pour intérêts non payés de contreparties à hauteur de 83,0 millions d'euros (41,0 millions d'euros d'intérêts non payés de contreparties et 1,8 millions d'euros de coupons non payés sur titres au 31 décembre 2008).

21.1.5 Provision pour obligations résultant d'accords monétaires

La provision pour obligations résultant d'accords monétaires destinée à faire face à des engagements monétaires futurs n'a pas subi de variation en 2009.

21.1.6 Autre provision pour risques bancaires généraux

Cette provision, destinée à couvrir des risques non individualisés inhérents aux activités de banque centrale, n'a pas subi de variation en 2009.

21.2 Provision pour pensions

La provision pour pensions s'analyse comme suit :

	2009 EUR	2008 EUR
Provision pour pensions	104 847 467	93 991 688
Provision pour augmentation PBO	1 541 618	1 541 618
	106 389 085	**95 533 306**

21.2.1 Provision pour pensions

Les pensions des agents de la Banque centrale du Luxembourg sont intégralement à charge de la BCL. Sur base de la méthode actuarielle décrite en note 2.11, et en tenant compte des hypothèses de calcul actuellement retenues, l'engagement de la BCL vis-à-vis de ses agents s'élève à 104,8 millions d'euros au 31 décembre 2009 (94,0 millions d'euros au 31 décembre 2008).

La variation de la provision au cours de l'exercice résulte :

- des prélèvements mensuels effectués sur les traitements des agents de la BCL (part salariale) et de la part patronale ;
- des versements de pensions aux pensionnés ;
- des transferts périodiques du compte « Réserve comptable du fonds de pension » vers le compte « Provision pour pensions » afin d'ajuster ce dernier au niveau de la valeur actuarielle ;
- le cas échéant, d'une dotation ou d'une reprise effectuée par la BCL afin d'ajuster le compte « Provision pour pensions » au niveau de la valeur actuarielle.

21.2.2 Provision pour augmentation PBO

Cette provision est destinée à couvrir la charge engendrée par la variation de l'engagement de la Banque (« Projected Benefit Obligation » ou « PBO ») en fonction de nouveaux engagements ou du changement de la valeur actuelle des prestations probables compte tenu des paramètres individuels et de la méthode actuarielle retenue. Elle n'a pas varié au cours de l'exercice.

Note 22 - Comptes de réévaluation

Sont incluses sous cette rubrique les différences de réévaluation positives de change correspondant à l'écart entre le taux de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice et le taux de change moyen des positions devises et or détenues par la BCL, ainsi que les différences de réévaluation positives de prix correspondant à l'écart entre la valeur de marché à la date de clôture de l'exercice et la valeur d'acquisition amortie des positions titres.

Note 23 - Capital et réserves

23.1 Capital

L'Etat luxembourgeois est l'unique détenteur du capital de la BCL qui est fixé à 175 millions d'euros (25 millions d'euros au 31 décembre 2008). La Banque a réalisé une augmentation de capital en date du 1er juin 2009 pour un montant de 150 millions d'euros par incorporation de réserves.

23.2 Réserves

Le montant des réserves s'élève à 0,2 million d'euros (147,3 millions d'euros au 31 décembre 2008). Ce montant a augmenté au cours de l'exercice de 2,8 millions d'euros suite à l'affectation du bénéfice de l'exercice 2008 suivant la décision du Conseil de la BCL, en application de la loi organique (article 31). Par ailleurs, ce montant a diminué au cours de l'exercice de 150 millions d'euros suite à l'incorporation des réserves dans le capital.

	Capital EUR	Réserves EUR
Solde au 1er janvier 2009	25 000 000	147 341 272
Affectation du résultat de l'exercice clos le 31 décembre 2008 (art 31)	-	2 830 126
Augmentation du capital	150 000 000	(150 000 000)
Solde au 31 décembre 2009	**175 000 000**	**171 398**

Note 24 - Engagement à terme Swap

Au 31 décembre 2008, cette rubrique correspond à l'engagement à terme envers la BCE dans le contexte des facilités de prêt à terme en USD mises à disposition par la Réserve Fédérale américaine (voir aussi Note 5 « Créances en devises sur des résidents de la zone euro ») et à des créances concernant la mise à disposition en cash de liquidité en USD contre des EUR.

De plus, figuraient dans cette rubrique des engagements à terme envers la BCE et des créances à terme sur des contreparties de l'Eurosystème existant au 31 décembre 2008 dans le cadre de mises à disposition de CHF au sein de l'Eurosystème par la Banque Nationale suisse dans le cadre d'un arrangement Swap.

Au 31 décembre 2009, la Banque n'a pas d'engagement à terme Swap (15,0 milliards d'euros au 31 décembre 2008).

Note 25 - Titres reçus en garantie

Cette rubrique comprend les titres que les établissements de crédit luxembourgeois mettent en dépôt auprès de la BCL pour couvrir leurs engagements liés aux opérations de refinancement, aux facilités de prêt marginal et aux crédits intra-journaliers.

Apparaissent également dans cette rubrique les titres déposés au Luxembourg et utilisés comme garantie en vertu de la convention « Correspondent Central Banking Model » (« CCBM ») par des banques commerciales situées dans d'autres Etats membres. Cette convention permet aux banques commerciales d'obtenir des fonds auprès de la banque centrale du pays dans lequel elles sont installées en utilisant comme garantie des titres détenus dans un autre Etat membre.

Au 31 décembre 2009, la valeur de marché des titres ainsi déposés en garantie auprès de la BCL s'élève à 222,8 milliards d'euros (265,1 milliards d'euros au 31 décembre 2008).

Note 26 - Réserves de change gérées pour le compte de la Banque Centrale Européenne

Cette rubrique comprend la partie des réserves en devises de la BCE qui est gérée par la BCL. Les réserves sont évaluées au cours du marché.

Note 27 - Contrats à terme ferme

La BCL a pour politique de conclure des contrats à terme sur indices obligataires et indices boursiers. Ces instruments sont détenus en partie à des fins de couverture du risque sur taux d'intérêt relatif au portefeuille-titres et dans le but de moduler la duration du portefeuille-titres existant en fonction des conditions du marché.

Au 31 décembre 2009, la BCL a un engagement global lié à ces contrats à terme de 127,1 millions d'euros (83,2 millions d'euros au 31 décembre 2008). Afin de couvrir le dépôt de marge initial, un titre a été donné en garantie. Ce titre figure dans le bilan de la BCL pour une valeur de 10 millions d'euros au 31 décembre 2009, montant qui est identique à celui de 2008.

Note 28 - Revenus nets d'intérêts

Cette rubrique comprend les intérêts reçus, déduction faite des intérêts payés, sur les avoirs et engagements en devises et en euros. Le détail des intérêts reçus et payés est le suivant :

Intérêts reçus par type	Montants en devises EUR		Montants en euros EUR	
	2009	2008	2009	2008
FMI	436 044	788 239	-	-
Politique monétaire	-	-	388 512 529	1 362 854 926
Avoirs envers l'Eurosystème	-	-	514 864 267	988 580 261
Titres	4 638 904	4 722 149	189 376 978	266 088 544
Or	341 504	315 713	-	-
Autres	47 128 321	137 756 418	19 539 524	25 829 594
Total	**52 544 773**	**143 582 519**	**1 112 293 298**	**2 643 353 325**

Intérêts payés par type	Montants en devises EUR		Montants en euros EUR	
	2009	2008	2009	2008
FMI	(289 516)	(476 292)	-	-
Comptes courants (y inclus comptes de réserves) et dépôts liés aux opérations de politique monétaire	-	-	(171 296 339)	(470 702 816)
Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	-	-	(695 147 107)	(1 937 193 702)
Autres engagements envers l'Eurosystème	-	-	(125 371)	(99 331)
Intérêts sur dépôts à terme	-	-	(1 061 875)	(7 532 465)
Autres engagements	(694 085)	(12 120 431)	(587 115)	(3 433 167)
Intérêts sur swap de change	(46 094 847)	(124 383 028)	-	-
Total	**(47 078 448)**	**(136 979 751)**	**(868 217 807)**	**(2 418 961 481)**

Le revenu net d'intérêts est en augmentation. Dans un contexte de baisse des taux, les revenus sur titres ont diminué moins fortement que la charge de refinancement correspondante.

Note 29 - Bénéfices/(pertes) réalisé(e)s sur opérations financières

Cette rubrique comprend le résultat des opérations sur devises, sur titres et instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché opérées par la BCL, c'est-à-dire les plus-values réalisées sur devises, sur titres et instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché, déduction faite des moins-values réalisées sur ces instruments. Pour l'exercice 2009, elles s'élèvent respectivement à 62,5 millions d'euros (18,4 millions d'euros au 31 décembre 2008) et à 8,1 millions d'euros (21,0 millions d'euros au 31 décembre 2008), soit un gain net de 54,4 millions d'euros (une perte nette de 2,6 millions d'euros au 31 décembre 2008).

Note 30 - Corrections de valeur sur actifs financiers et positions en devises

Cette rubrique comprend les moins-values d'évaluation sur les titres pour 20,9 millions d'euros (moins-values d'évaluation sur les titres pour 377,5 millions d'euros, sur les devises pour 0,002 million d'euros et sur les futures pour 0,2 million d'euros pour l'exercice 2008).

Note 31 - Dotations nettes aux provisions pour risques de change et de marché

Cette rubrique comprend les dotations et les reprises de provisions pour risques bancaires hormis la reprise à la provision pour risque à répartir dans l'Eurosystème (voir Note 34).

Note 32 - Résultat net sur commissions

Les commissions perçues et payées se présentent comme suit :

	Commissions perçues EUR		Commissions payées EUR	
	2009	2008	2009	2008
Titres	18 334 059	15 543 097	(17 696 294)	(15 374 090)
Autres	1 221 872	1 336 736	(68 803)	(55 675)
Total	**19 555 931**	**16 879 833**	**(17 765 097)**	**(15 429 765)**

Note 33 - Produits des participations

Cette rubrique comprend le dividende distribué par la Banque Centrale Européenne.

En 2009, le revenu de la BCE relatif au droit de seigneuriage a été entièrement distribué. La part attribuée à la BCL est de 2,2 millions d'euros au 31 décembre 2009 (2,7 millions d'euros au 31 décembre 2008).

Note 34 - Résultat net provenant de la répartition du revenu monétaire

Le montant du revenu monétaire de chaque BCN de l'Eurosystème est déterminé en calculant le revenu annuel effectif qui résulte des actifs identifiables détenus en contrepartie des postes du passif qui leur servent de base de calcul. Cette base est composée des rubriques suivantes :

- les billets en circulation ;
- les engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire ;
- les engagements nets intra-Eurosystème résultant des opérations de TARGET ;
- les engagements nets intra-Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème.

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

Les actifs identifiables sont composés des rubriques suivantes :

- les concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire ;
- les créances intra-Eurosystème au titre des avoirs de réserves externes transférés à la BCE ;
- les créances nettes intra-Eurosystème résultant des opérations de TARGET ;
- les créances nettes intra-Eurosystème liées à la répartition des billets de banque en euro dans l'Eurosystème ;
- un montant limité des avoirs en or de chaque BCN, en proportion de sa clé de répartition du capital souscrit.

L'or est considéré comme ne générant aucun revenu.

Lorsque la valeur des actifs identifiables d'une BCN est supérieure ou inférieure à la valeur de sa base de calcul, la différence est compensée en appliquant au montant en question le taux marginal des opérations principales de refinancement.

Le revenu monétaire mis en commun par l'Eurosystème est réparti entre les BCNs de la zone euro conformément à la clé de répartition du capital souscrit (0,25032 % pour la BCL au 31 décembre 2009).

Cette rubrique inclut le revenu monétaire net alloué à la BCL au titre de 2009, soit une charge de 45 572 429 euros (une charge de 57 235 105 au 31 décembre 2008).

De plus, figure également dans cette rubrique au 31 décembre 2009, la reprise au fonds de sécurité pour risques à répartir dans l'Eurosystème pour un montant de 3 898 155 euros, tel que décrit à la note 21.1.2. (une dotation de 12 962 213 au 31 décembre 2008).

Note 35 - Autres revenus

Les autres revenus comprennent les revenus pour services rendus à des tiers, les reprises de provisions administratives, les revenus de location du bâtiment « Monterey » , les revenus sur produits numismatiques ainsi que la récupération des frais incombant à la BCL dans le cadre du fonctionnement de l'EPCO (Eurosystem Procurement Co-ordination Office).

Cette rubrique comprend également le revenu qui incombe à la BCL en exécution de la convention relative aux relations financières entre l'Etat luxembourgeois et la BCL.

Note 36 - Frais de personnel

Cette rubrique comprend les traitements et indemnités ainsi que la part patronale des cotisations aux régimes de retraite et d'assurance maladie. Les rémunérations des membres de la Direction se sont élevées à un total de 518 410 euros pour l'exercice 2009 (511 570 euros pour l'exercice 2008).

Au 31 décembre 2009, les effectifs de la BCL s'élèvent à 247 agents (238 au 31 décembre 2008). L'effectif moyen de la BCL pour la période du 1er janvier au 31 décembre 2009 est de 242 agents (226 pour l'exercice 2008).

Note 37 - Autres frais généraux administratifs

Cette rubrique comprend tous les frais généraux et dépenses courantes, en ce compris les contrats de leasing, l'entretien des locaux et l'équipement, les biens et matériels consommables, les honoraires versés et les autres services et fournitures ainsi que les frais de formation. Les indemnités des membres du Conseil s'élèvent à 79 037 euros pour l'exercice 2009 (76 019 euros pour 2008).

Note 38 - Corrections de valeur sur immobilisations corporelles et incorporelles

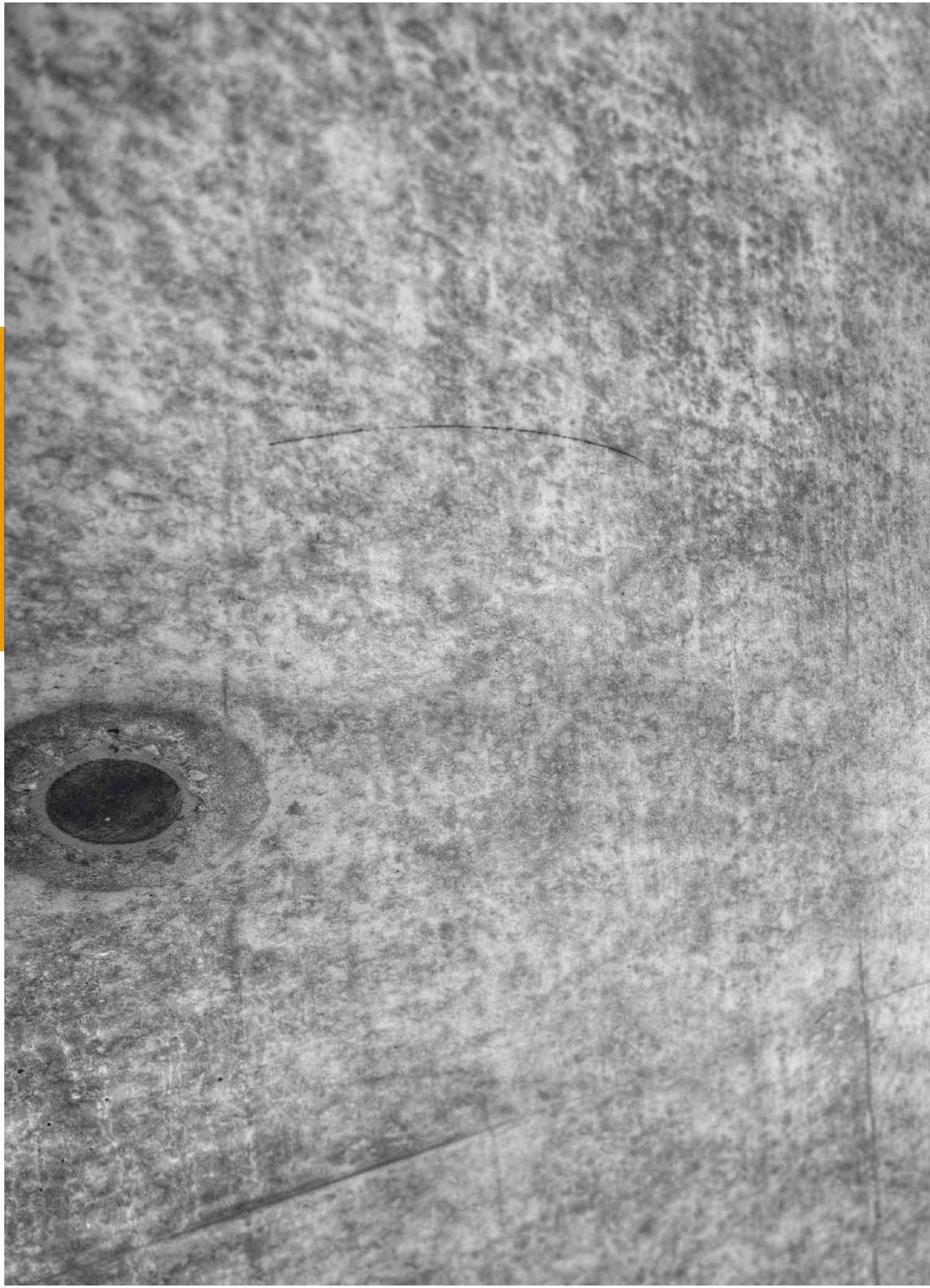
Cette rubrique comprend les dotations aux amortissements des immeubles, des rénovations d'immeubles, du matériel et mobilier et des logiciels informatiques.

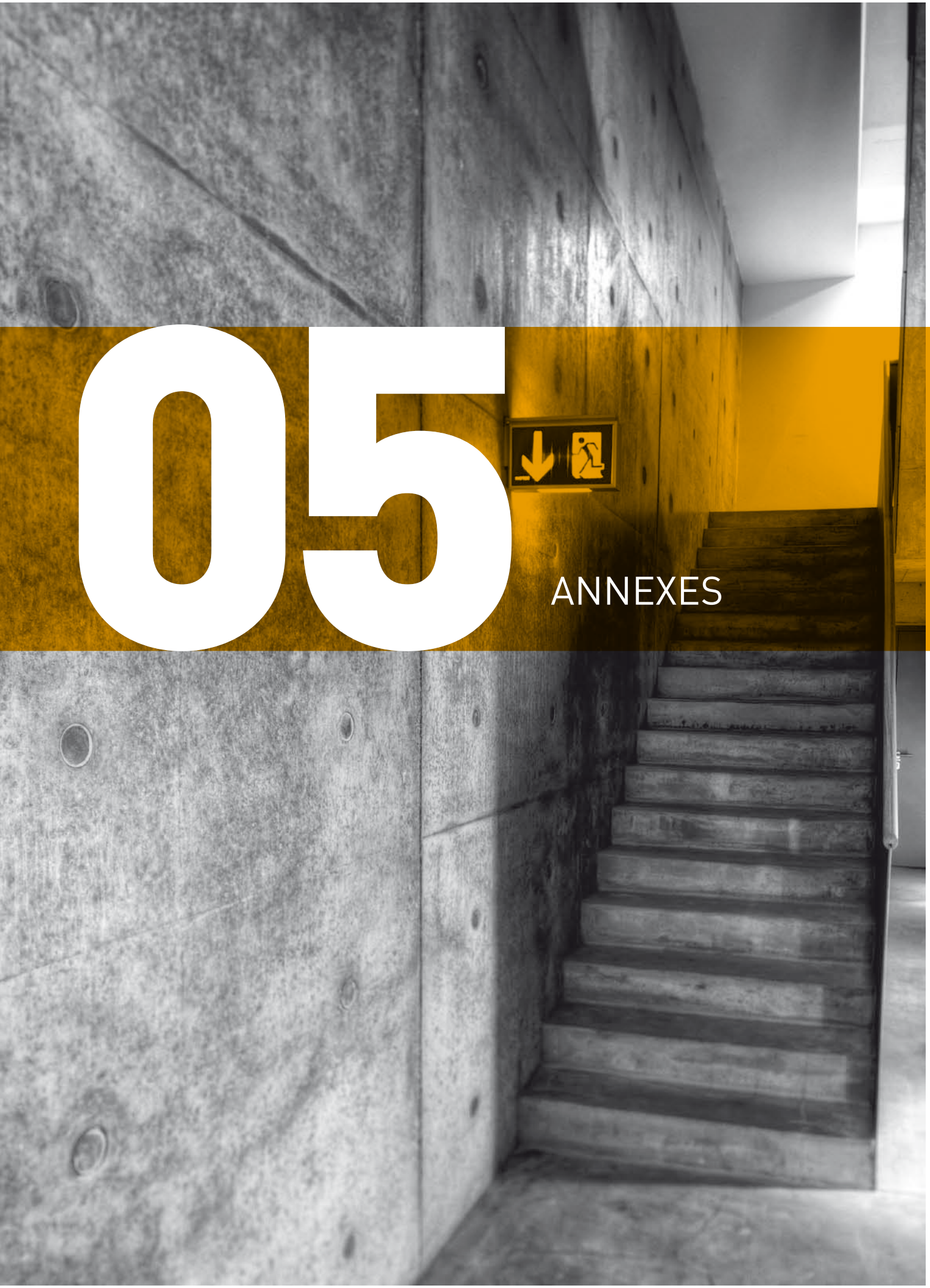
Note 39 - Frais relatifs à la production de signes monétaires

Cette rubrique comprend essentiellement les frais liés à la production et la mise en circulation de billets libellés en euros.

Note 40 - Autres frais

En 2009, cette rubrique comprend essentiellement les frais liés à la fabrication des pièces de monnaies et des frais de consultance. En 2008, cette rubrique comprend essentiellement des ajustements concernant le fonds de pension, les dotations aux provisions administratives et les frais liés à la fabrication des pièces de monnaies.





05 ANNEXES

5
ANNEXES

5.1 LISTE DES RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG PUBLIÉS EN 2009

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

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

2009/N°5 du 23 décembre 2009

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

2009/N°4 du 29 avril 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°4 du 29 avril 2009 relatif à la surveillance de la liquidité.
Domaine : Surveillance de la liquidité ; publié au Mémorial A-N°102 du 18 mai 2009, p. 1527.

2009/N°3 du 19 février 2009

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

2009/N°2 du 27 janvier 2009

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

Pour une liste complète des règlements publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu)

5.2 LISTE DES CIRCULAIRES DE LA BCL PUBLIÉES EN 2009

- Circulaire BCL 2009/223 du 20 mai 2009 : Enquêtes sur l'investissement direct étranger – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux) ;
- Circulaire BCL 2009/224 du 8 juin 2009 : Nouvelle collecte statistique auprès des véhicules de titrisation - à tous les véhicules de titrisation ;
- Circulaire BCL 2009/225 du 8 juin 2009 : Modification de la collecte statistique auprès des établissements de crédit - à tous les établissements de crédit ;
- Circulaire BCL 2009/226 du 10 juillet 2009 : Abrogation de la circulaire BCL 2008/222 du 9 octobre 2008 et changements à la circulaire BCL 2008/221 du 8 octobre 2008 - à tous les établissements de crédit ;
- Circulaire BCL 2009/227 du 22 juillet 2009 : Modification de la collecte statistique auprès des OPC monétaires - à tous les organismes de placement collectif monétaires luxembourgeois.

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

5.3 LISTE DES PUBLICATIONS DE LA BCL PUBLIÉES EN 2009

5.3.1 Bulletin de la BCL

- Bulletin BCL 2009/1, mars 2009 ;
- Revue de stabilité financière, avril 2009 ;
- Bulletin BCL 2009/2, septembre 2009 ;
- Bulletin BCL 2009/3, décembre 2009.

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

5.3.2 Rapport annuel de la BCL

- Rapport Annuel 2008, juin 2009 ;
- Annual Report 2008, August 2009.

Pour une liste complète des Rapports annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

5.3.3 Cahier d'études de la BCL

- Working Paper N° 36, March 2009
  LOLA 1.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis, by Olivier Pierrard and Henri R. Sneessens ;
- Working Paper N° 37, April 2009
  Regional wages and market potential in the enlarged EU: An empirical investigation, by Thomas Y. Mathä and Allison Shwachman ;
- Working Paper N° 38, May 2009
  Inflation dynamics with labour market matching: assessing alternative specifications, by Kai Christoffel, James Costain, Gregory de Walque, Keith Kuester, Tobias Linzert, Stephen Millard, and Olivier Pierrard ;
- Working Paper N° 39, June 2009
  Wages are flexible, aren't they? Evidence from monthly micro wage data, by Patrick Lünnemann and Ladislav Wintr ;
- Working Paper N° 40, September 2009
  Pros and Cons of various fiscal measures to stimulate the economy, by Carine Bouthevillain, John Caruana, Cristina Checherita, Jorge Cunha, Esther Gordo, Stephan Haroutunian, Geert Langenus, Amela Hubic, Bernhard Manzke, Javier J. Pérez and Pietro Tommasino ;
- Working Paper N° 41, September 2009
  Liquidity scenario analysis in the Luxembourg banking sector, by Štefan Rychtárik ;
- Working Paper N°42, December 2009
  Stress testing and contingency funding plans : an analysis of current practices in the Luxembourg banking sector, by Franco Stragiotti ;
- Working Paper N°43, December 2009
  Liquidity risk monitoring framework : A supervisory tool, by Franco Stragiotti et Štefan Rychtárik.

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

5.3.4 Brochures de la BCL

- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2010.

Pour une liste complète des brochures publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

5.3.5 Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros

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

5.3.6 Publications et présentations externes du personnel de la BCL

5.3.6.1 Publications de la BCL

- G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens et R. Wouters. "Sequential bargaining in a New Keynesian Model with frictional unemployment and wage-staggering" *Annals of Economics and Statistics,* forthcoming ;
- P. Guarda and A. Rouabah. "Bank productivity and efficiency in Luxembourg: Malmquist indices from a parametric output distance function" in M. Balling, E. Gnan, F. Lierman and J-P. Schoder (eds.) *Productivity in the Financial Services Sector*, SUERF Studies 2009/4 ;
- P. Lünnemann and T. Mathä. "Mean reversion and sales" *Applied Economics Letters*. 16(12): 1271-1275 ;
- Thomas Mathä and Ladislav Wintr. "Commuting flows across bordering regions: A note", *Applied Economics Letters*, 16(7): 735 - 738 ;
- T. Mathä. "Regional mc parity: do common pricing points reduce deviations from the law one price?" *Review of World Economics / Weltwirtschaftliches Archiv*. 145(1): 155-166.

5.3.6.2 Présentations externes

- Seminar at University of Amsterdam, Amsterdam, March 2009 ;
- 4th European Workshop on Labour Markets, Vienna, May 2009 ;
- CESifo Summer Workshop on European Unemployment, Italy, June 2009 ;
- European Association of Labour Economists congress, Tallinn, September 2009 ;
- ICABE (International Conference on Applied Business and Economics), Greece, September 2009 ;
- WDN (Wage Dynamics Network), Frankfurt, October 2009 ;
- Seminar at De Nederlandsche Bank, Amsterdam, November 2009 ;
- Technical seminar on labour market issues, Ministry of the Economy, Luxembourg, November 2009 ;
- Seminar at Bank of England, London, December 2009.

Les publications sur support papier peuvent être obtenues à la BCL, dans la limite des stocks disponibles et aux conditions qu'elle fixe. Ces publications peuvent également être consultées et téléchargées sur le site www.bcl.lu.

Commande :

BCL
Secrétariat général
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
http ://www.bcl.lu e-mail : sg@bcl.lu

5.4 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

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

Commande :

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

5.5 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (WWW.BCL.LU)

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

2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg
- 2.2 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.4 Eléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

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

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

5 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise
- 5.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
- 5.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 5.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
- 5.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
- 5.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

6 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises
- 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

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

8 Commerce extérieur
- 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

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

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

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

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

13 Organismes de placement collectif
- 13.1 Evolution du nombre des OPC
- 13.2 Evolution de la situation globale des OPC
- 13.3 Bilan agrégé des OPC monétaires
- 13.4 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contrepartie et durée initiale
- 13.5 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par devise

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

15 Sociétés de gestion
15.1 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion

5.6 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

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

IMF	International Monetary Fund
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
LIPS-Gross	Luxembourg Interbank Payment System – Gross Settlement System
LIPS-Net	Luxembourg Interbank Payment System – Net Settlement System
MBCC	Modèle de banque centrale correspondante
MFI	Monetary Financial Institution
NCB	National central bank
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OLS	Ordinary least squares
OPC	Organisme de placement collectif
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PSC	Pacte de stabilité et de croissance
PSF	Autres professionnels du secteur financier
RTGS system	Real-Time Gross Settlement system
Système RBTR	Système de règlement brut en temps réel
RTGS-L GIE	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
SDR	Special Drawing Rights
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen de comptes
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAV	Société d'investissement à capital variable
SME	Système monétaire européen
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
SYPAL GIE	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
TARGET system	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
Système Target	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
TCE	Traité instituant la Communauté européenne
UCI	Undertaking for Collective Investments
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
UCM	Union des caisses de maladie
UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
USD	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
VNI	Valeur nette d'inventaire

5.7 GLOSSAIRE

Agrégats monétaires : sommes composées de **monnaie fiduciaire**, augmentée des encours de certains passifs liquides, au sens large du terme, d'institutions financières. L'agrégat monétaire étroit **M1** a été défini par **l'Eurosystème** comme étant la somme de la monnaie fiduciaire et des dépôts à vue détenus par les résidents (autres que l'administration centrale) de la **zone euro** auprès des établissements du secteur émetteur de monnaie de la zone euro. L'agrégat monétaire **M2** comprend M1 plus les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois. L'agrégat monétaire large **M3** comprend M2 plus les contrats de mise en pensions de titres (*repurchase agreements*), les parts d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire ainsi que les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans. Le **Conseil des gouverneurs** a annoncé une valeur de référence pour la croissance de M3 (cf. **valeur de référence pour la croissance monétaire**).

Analyse économique : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de mener une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières du moment et des risques à court et moyen termes qui en découlent pour la stabilité des prix, considérés sous l'angle de l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs à ces horizons. A cet égard, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix, et les perspectives à court et moyen termes concernant leur propagation au sein de l'économie.

Analyse monétaire : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de conduire une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse monétaire contribue à l'évaluation des tendances à moyen et long termes de l'inflation, eu égard à la relation étroite existant entre la monnaie et les prix sur longue période. Elle prend en compte les évolutions d'une large gamme d'indicateurs monétaires, comprenant **M3**, ses composantes et ses contreparties, en particulier le crédit, ainsi que diverses mesures de l'excès de liquidité.

Assiette des réserves : ensemble des éléments du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

Avoirs de réserves de change de l'Eurosystème : ces avoirs se composent des réserves de la **Banque centrale européenne** (BCE) et de celles détenues par les banques centrales nationales des États membres participants. Les avoirs de réserves doivent (1) être à la disposition effective de l'autorité monétaire compétente, qu'il s'agisse de la BCE ou de la banque centrale nationale d'un des États membres participants et (2) se composer de créances très liquides, négociables et de bonne qualité détenues sur des non-résidents de la zone euro et libellées dans une devise autre que l'**euro** ; ils incluent également l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve auprès du Fonds monétaire international des banques centrales nationales participantes.

Balance des paiements : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde. Les transactions enregistrées sont celles concernant les biens, les services et les revenus, les mouvements de capitaux vis-à-vis du reste du monde et les transactions (telles que les remises de dettes) qui sont classées comme des transferts.

Banque centrale européenne (BCE) : la BCE est au centre du **Système européen de banques centrales** (SEBC) et de l'**Eurosystème**. Elle est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit communautaire. Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, soit par ses activités propres, conformément aux statuts du SEBC et de la BCE, soit par l'intermédiaire des banques centrales nationales. La BCE est administrée par le **Conseil des gouverneurs** et par le **Directoire**, ainsi que par un troisième organe de décision, le **Conseil général**.

Bilan consolidé des IFM : le bilan consolidé du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)** est obtenu par l'élimination, du bilan agrégé, des positions des IFM entre elles (prêts entre IFM et dépôts des OPCVM monétaires auprès des IFM, par exemple). Il fait apparaître les actifs et les passifs du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la **zone euro** ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents de la zone euro. Le bilan consolidé constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

Comité économique et financier (CEF) : organe communautaire consultatif participant à la préparation des travaux du **Conseil Ecofin** et de la Commission européenne. Ses missions comprennent l'examen de la situation économique et financière des Etats membres et de la Communauté ainsi que la surveillance budgétaire.

Conseil ECOFIN : Conseil de l'UE se réunissant au niveau des ministres de l'Economie et des Finances.

Conseil général : troisième organe de la **Banque centrale européenne**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des banques centrales nationales des Etats de l'Union européenne.

Conseil des gouverneurs : organe de décision suprême de la **Banque centrale européenne** (BCE). Il se compose des membres du **Directoire** de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales des Etats membres ayant adopté l'**euro**.

Contrepartie : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute transaction avec la banque centrale).

Contrepartie centrale : entité qui s'interpose entre les contreparties aux contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, devenant l'acheteur pour tout vendeur et le vendeur pour tout acheteur.

Dépositaire central de titres : système de dépôt des titres qui permet le traitement des transactions par inscription en compte. Les titres peuvent être conservés chez le dépositaire sous forme papier ou sous la forme d'enregistrements informatiques (titres dématérialisés). Outre les services de conservation et de gestion des titres (services relatifs à l'émission et au remboursement, par exemple), le dépositaire central de titres peut exercer des fonctions de compensation et de règlement-livraison.

Directoire : second organe de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés, depuis l'entrée en vigueur du Traité de Lisbonne, par le Conseil européen, statuant à la majorité qualifiée, sur recommandation du Conseil de l'UE.

Effet de base : Dans l'analyse conjoncturelle on explique souvent l'évolution des taux de variation annuelle d'une variable par des « effets de base ». On est en présence d'un effet de base lorsque l'évolution du taux annuel d'une variable d'un mois t au mois t+1 varie non pas en raison d'une variation du niveau de la variable du mois t au mois t+1, mais plutôt en raison de l'évolution du niveau d'il y a 12 mois.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit : établissement répondant à la définition de l'article 1 de la directive de coordination bancaire du Parlement européen et du Conseil (2000/12/CE), c'est-à-dire « une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ».

Euribor (taux interbancaire offert en euros) : taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en **euros** à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'une échéance d'une semaine et de un à douze mois ; il s'agit de la moyenne, arrondie à trois décimales, des taux offerts quotidiennement par un panel représentatif de banques de premier rang.

Euro : nom retenu pour désigner la monnaie unique européenne, adopté par le Conseil européen, lors du sommet de Madrid des 15 et 16 décembre 1995. Il est utilisé à la place du terme « ECU » employé dans le **Traité** à l'origine.

Eurogroupe : réunion informelle des ministres de l'Economie et des Finances des Etats membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

Eurosystème : comprend la **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales des États membres ayant adopté l'**euro** (cf. **zone euro**). L'Eurosystème est dirigé par le **Conseil des Gouverneurs** et le **Directoire** de la BCE.

Facilité de dépôt : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux contreparties d'effectuer, auprès d'une banque centrale nationale, des dépôts à 24 heures rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé.

Facilité de prêt marginal : facilité permanente de l'**Eurosystème** permettant aux contreparties d'obtenir d'une banque centrale nationale des crédits à 24 heures à un taux d'intérêt prédéterminé contre actifs éligibles.

Facilité permanente : facilité de la banque centrale dont les **contreparties** peuvent bénéficier à leur propre initiative. L'**Eurosystème** offre deux facilités permanentes à 24 heures : la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

Garantie : actif remis en garantie du remboursement des concours à court terme que les **établissements de crédit** reçoivent de la banque centrale, ou actif cédé par les établissements de crédit à la banque centrale dans le cadre de mises en pension.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) : l'IPCH est la mesure des prix utilisée par le **Conseil des gouverneurs** pour les besoins d'évaluation de la **stabilité des prix**. Afin de respecter l'obligation faite par le **Traité** de construire un indice des prix à la consommation sur une base comparable, en tenant compte des différences dans les définitions nationales, l'IPCH a été élaboré par la Commission européenne (Eurostat) en étroite collaboration avec les Instituts de statistique nationaux et **l'Institut monétaire européen** et, ultérieurement, la **Banque centrale européenne**.

Institut monétaire européen (IME) : institution temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le 1er janvier 1994. Les deux missions principales de l'IME consistaient : (a) à renforcer la coopération entre banques centrales et la coordination des politiques monétaires ; (b) à effectuer les préparatifs nécessaires à la mise en place du **Système européen de banques centrales** en vue de la conduite de la politique monétaire unique et de la création d'une monnaie unique au cours de la phase III. Il a été mis en liquidation, le 1er juin 1998, après l'instauration de la **Banque centrale européenne**.

Institutions financières monétaires (IFM) : institutions financières qui forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Elles incluent l'**Eurosystème**, les **établissements de crédit** résidents, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement d'OPCVM monétaires.

M1, M2, M3 : cf. **Agrégats monétaires**

MCE II (mécanisme de change européen II) : dispositif de change qui met en place le cadre de la coopération en matière de politique de taux de change entre la zone euro et les Etats membres qui ne font pas partie de la zone euro depuis le début de la phase III de l'Union économique et monétaire. La participation au mécanisme est volontaire. Néanmoins, il est prévu que les Etats membres disposant d'une dérogation rejoignent le mécanisme.

Modèle de la banque centrale correspondante (MBCC) : modèle élaboré par le **Système européen de banques centrales** en vue de permettre aux **contreparties** de la zone euro d'obtenir un crédit de la banque centrale du pays dans lequel elles sont établies en utilisant une garantie déposée dans un autre pays. Dans le MBCC, la banque centrale nationale assure la fonction de conservateur pour les autres banques centrales nationales par rapport aux titres déposés dans son système national de règlements des opérations sur titres.

Monnaie électronique : réserve électronique de valeur monétaire sur un support technique pouvant être largement utilisé pour effectuer des paiements au profit d'établissements autres que l'institution émettrice sans impliquer nécessairement de comptes bancaires dans la transaction mais servant d'instrument au porteur prépayé.
Monnaie fiduciaire : ensemble des billets et les pièces ayant cours légal.
Opération de cession temporaire : opération par laquelle la banque centrale achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des **garanties**.
Opération *d'échange de devises* : échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme. L'**Eurosystème** peut exécuter des **opérations *d'open market*** sous la forme d'opérations d'échange de devises par lesquelles les banques centrales nationales ou la **Banque centrale européenne** achètent (ou vendent) l'**euro** au comptant contre une devise et le revendent (ou le rachètent) simultanément à terme.
Opération ferme : opération par laquelle la banque centrale achète ou vend ferme des titres sur le marché (au comptant ou à terme).
Opération *d'open market* : En fonction de leurs objectifs, régularité et procédures, les opérations *d'open market* de l'**Eurosystème** peuvent être réparties en quatre catégories : les **opérations principales de refinancement**, les **opérations de refinancement à plus long terme**, les **opérations de réglage fin** et les opérations structurelles. Ces opérations réalisées sur l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. impliquent l'une des transactions suivantes : (1) achat ou vente ferme d'actifs (au comptant ou à terme) ; (2) achat ou vente d'actifs dans le cadre d'un accord de pension ; (3) prêt ou emprunt contre des actifs admis en **garantie** ; (4) émission de certificats de dette de banque centrale ; (5) reprises de liquidité en blanc ; ou (6) **opérations d'échange de devises**.
Opération principale de refinancement : opération *d'open market* exécutée par l'**Eurosystème** de manière régulière sous forme d'**opération de cession temporaire**. Les opérations principales de refinancement sont réalisées par voie d'**appels d'offres** hebdomadaires et ont une échéance d'une semaine.
Opération de refinancement à plus long terme : opération *d'open market* que l'**Eurosystème** exécute de manière régulière et qui consiste en une **opération de cession temporaire**. Les opérations de refinancement à plus long terme sont effectuées par voie d'**appels d'offres** mensuels et sont normalement assorties d'une échéance de trois mois. Lors des turbulences sur les marchés financiers qui ont débuté en août 2007, des opérations supplémentaires, de fréquence variable, ont été menées, assorties d'échéances allant d'une période de constitution de réserves à un an.
Opération de réglage fin : opération *d'open market* réalisée par l'**Eurosystème** de façon non régulière et principalement destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire.
Pacte de stabilité et de croissance : le Pacte de stabilité et de croissance vise à maintenir une situation saine des finances publiques au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire** afin de fournir une meilleure assise pour la stabilité des prix et une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. A cette fin, il requiert des Etats membres la définition d'objectifs budgétaires à moyen terme. Il contient également les modalités pratiques de la procédure de déficit excessif. Le Pacte se compose d'une résolution du Conseil européen d'Amsterdam en date du 17 juin 1997 relative au Pacte de stabilité et de croissance et de deux règlements du Conseil, à savoir : (1) le règlement (CE) n°1466/97 du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, modifié par le règlement (CE) n°1055-2005 du 27 juin 2005 ; et (2) le règlement n°1467/97 du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure de déficit excessif, modifié par le règlement (CE) n°1056/2005 du 27 juin 2005. Le Pacte de stabilité et de croissance est modifié par le rapport du **Conseil Ecofin** intitulé *Améliorer la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance*, qui a été adopté par le Conseil européen de Bruxelles des 22 et 23 mars 2005. Il est complété également par un nouveau code de conduite, approuvé par le Conseil Ecofin du 11 octobre 2005, concernant des spécifications relatives à la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance et des lignes directrices quant au contenu et à la présentation des programmes de stabilité et de convergence.

Réserves obligatoires : Les contreparties de l'Eurosystème ont l'obligation de détenir des réserves auprès de leur banque centrale. Les réserves obligatoires d'un **établissement de crédit** sont calculées par multiplication du **taux de réserves** fixé pour chaque catégorie d'éléments de l'**assiette des réserves** par le montant relatif à ces éléments figurant au bilan de l'établissement. En outre, les établissements sont habilités à déduire un **abattement forfaitaire** de leurs réserves obligatoires.

Risque de crédit : risque qu'une **contrepartie** ne règle intégralement son obligation ni à l'échéance, ni à aucun moment au-delà de cette échéance. Il recouvre le risque de coût de remplacement et le risque en principal. Il comprend également le risque de défaillance de la banque de règlement.

Risque de liquidité du marché : risque que les opérations effectuées sur le marché des capitaux ne puissent être conclues ou seulement dans des conditions plus mauvaises que prévu en raison d'une profondeur insuffisante du marché ou de turbulences financières.

Risque de marché : risque de pertes au bilan ou au hors-bilan dues à des variations des cours du marché.

Risque de règlement : risque que le règlement, au sein d'un système d'échange, n'ait pas lieu comme prévu, généralement en raison de l'incapacité d'une partie à faire face à une ou plusieurs obligations de règlement. Ce risque désigne en particulier le risque opérationnel, le **risque de crédit** et le risque de liquidité.

Risque systémique : risque que l'incapacité d'un intervenant à faire face à ses obligations dans un système empêche, à leur tour, les autres intervenants de remplir les leurs lorsqu'elles seront exigibles. Cette situation peut avoir des effets de contagion, et entraîner notamment d'importants problèmes de liquidité ou de crédit susceptibles de menacer la stabilité du système financier. Cette incapacité peut être liée à des problèmes d'ordre opérationnel ou financier.

Stabilité des prix : maintenir la stabilité des prix est le premier objectif de la **Banque centrale européenne**. En octobre 1998, le **Conseil des gouverneurs** a publié une définition quantitative de la stabilité des prix afin de donner une orientation claire aux anticipations relatives à l'évolution des prix. Le Conseil des gouverneurs a défini la stabilité des prix comme une progression de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2 % par an pour la **zone euro**. En mai 2003, le Conseil des gouverneurs a précisé que, dans la poursuite de l'objectif de stabilité des prix, il visait à maintenir les taux d'inflation en dessous, mais proche de, 2 % à moyen terme.

Stabilité financière : situation dans laquelle le système financier, qui recouvre les intermédiaires financiers, les marchés et les infrastructures de marché, est capable de faire face aux chocs et à une correction brutale des déséquilibres financiers, réduisant ainsi la probabilité qu'apparaissent, dans le processus d'intermédiation financière, des perturbations suffisamment graves pour compromettre sérieusement l'allocation de l'épargne à des projets d'investissement rentables.

Système européen de banques centrales (SEBC) : système constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des banques centrales nationales (BCN) des 27 États membres de l'UE. Il comprend, outre les membres de l'**Eurosystème**, les BCN des États membres qui n'ont pas adopté l'euro et qui ne participent donc pas à la conduite de la politique monétaire de l'Eurosystème.

Système européen de comptes 1995 - SEC 95 : système de définitions et de classifications statistiques homogènes visant à fournir une présentation harmonisée des données statistiques publiées par les États membres. Le SEC 95 est la version propre à la Communauté, du système international des comptes nationaux 1993 (SCN 93).

Système de règlement-livraison de titres : système permettant le transfert de titres avec ou sans paiement de ces derniers.

Système RBTR (système de règlement brut en temps réel) : système de règlement dans lequel traitement et règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans compensation) en temps réel (en continu) (cf. **système TARGET**).

TARGET (système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel ou *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) : **système de règlement brut en temps réel** pour les paiements en euros.

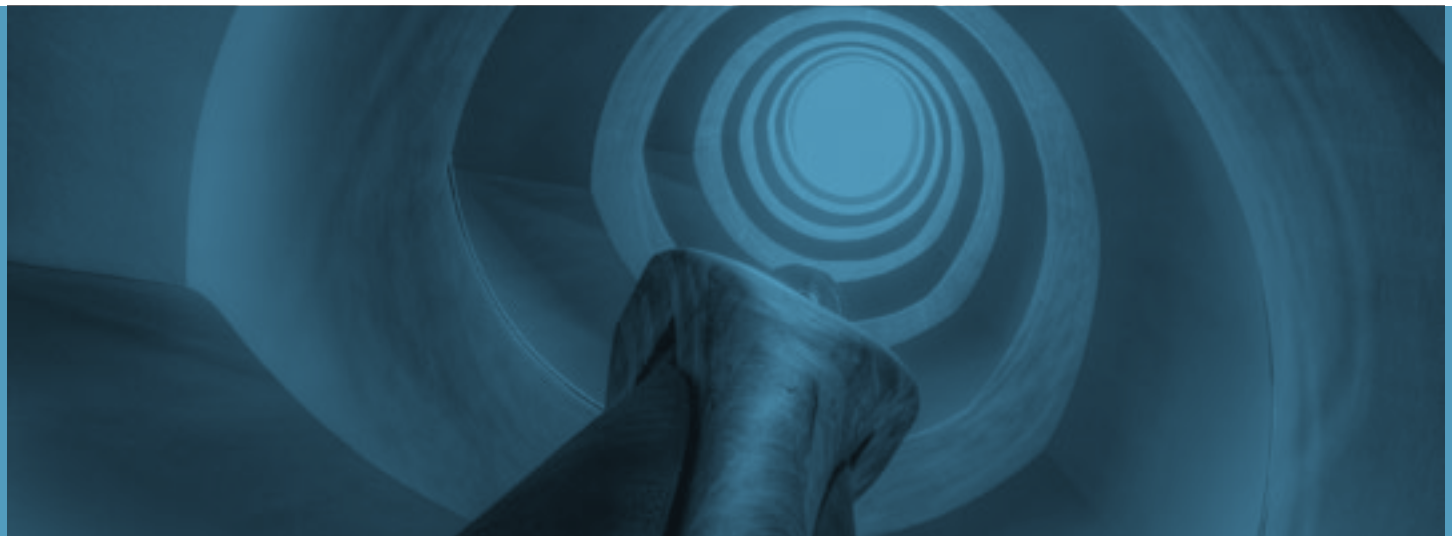
TARGET2 : nouvelle génération du système **TARGET** dans laquelle la structure technique actuellement décentralisée est remplacée par une plate-forme partagée unique offrant un service harmonisé assorti d'une structure tarifaire unique.
TARGET2-Titres (TARGET2-Securities) : plate-forme technique unique de l'Eurosystème permettant aux **dépositaires centraux de titres** et aux BCN d'offrir un tronc commun de services transfrontaliers et neutres de règlement de titres en monnaie banque centrale en Europe.
Taux de change effectif (TCE) de l'euro (nominal/réel) : moyenne pondérée des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises d'importants partenaires commerciaux de la zone euro. La Banque centrale européenne publie les indices de TCE nominal de l'euro par rapport à deux groupes de partenaires commerciaux : le TCE-21 (qui inclut les onze Etats membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE) et le TCE-41 (qui comprend le groupe de TCE-21 et vingt autres pays). Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.
Taux directeurs de la BCE : taux d'intérêt fixés par le **Conseil des gouverneurs** qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la **Banque centrale européenne**. Il s'agit du taux d'intérêt appliqué aux **opérations principales de refinancement**, du taux de la **facilité de prêt marginal** et du taux de la **facilité de dépôt**.
Taux de réserves : coefficient établi par la **Banque centrale européenne** pour chaque catégorie d'éléments du bilan assujettis inclus dans l'**assiette des réserves**. Ces coefficients servent à calculer les **réserves obligatoires**.
Titrisation : processus consistant à regrouper des actifs financiers comme des crédits hypothécaires sur l'immobilier résidentiel, puis à les céder à un véhicule *ad hoc*, le SPV (*special-purpose vehicle*), qui émet des titres à revenu fixe pour les vendre à des investisseurs. Le principal et les intérêts dépendront des flux de trésorerie générés par le lot (*pool*) de créances sous-jacentes.
Traité de Lisbonne : modifie les deux traités fondateurs de l'Union européenne : le traité sur l'Union européenne et le traité instituant la Communauté européenne. Ce dernier a été renommé Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Le Traité de Lisbonne a été signé à Lisbonne le 13 décembre 2007 et est entré en vigueur le 1er décembre 2009.
Union économique et monétaire (UEM) : le **Traité** distingue trois étapes dans la réalisation de l'UEM au sein de l'UE. La phase III, dernière phase du processus, a démarré le 1er janvier 1999 avec le transfert des compétences monétaires à la **Banque centrale européenne** et l'introduction de l'**euro**. La mise en place de l'UEM s'est achevée avec le passage à l'euro **fiduciaire** le 1er janvier 2002.
Valeur de référence pour la croissance monétaire : taux de croissance annuel de **M3** à moyen terme compatible avec le maintien de la **stabilité des prix**. À l'heure actuelle, la valeur de référence pour la croissance annuelle de M3 est fixée à 4,5 %.
Zone euro : **zone englobant les** États membres de l'Union européenne qui ont adopté l'euro en tant que monnaie unique conformément au **Traité**, et dans lesquels une politique monétaire unique est mise en œuvre sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne**. La zone euro comprend actuellement 16 pays : la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie, la Slovaquie et la Finlande.

© Banque centrale du Luxembourg, 2010
Achevé de rédiger début juin 2010.

La reproduction du rapport annuel est autorisée à condition d'en citer la source.

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

Création graphique: Plan K
Mise en pages: Victor Buck Services
Impression: Imprimerie Watgen
Photos : Xavier Hornick, BCL
Romain Scholer, BCL
Eric Chenal, Blitz



2, boulevard Royal – L-2983 Luxembourg – Tél.: +352 4774-1 – Fax: +352 4774-4910 – sg@bcl.lu – www.bcl.lu

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME