



# 01

## LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

# 1

## LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE INTERNATIONALE

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

En avril 2011, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux directeurs de l'Eurosystème de 25 points de base. Il s'agit de la première adaptation des taux directeurs depuis mai 2009. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 1,25%, tandis que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,50% et 2,00%.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé en mars de continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire. De plus, l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit intervenir le 29 juin 2011 sera conduite sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de cette opération d'une durée de trois mois sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée de l'opération à plus long terme. En décembre 2010, la BCE a également mis en place avec plusieurs banques centrales un dispositif temporaire d'échange de devises (accord de swap).

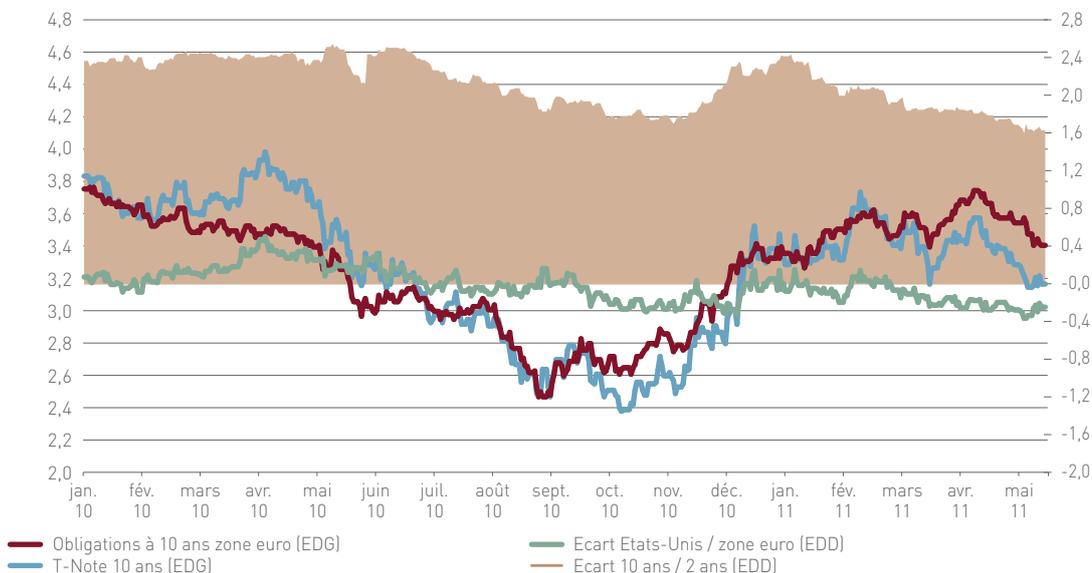
S'agissant de l'analyse monétaire, la croissance de l'agrégat large (M3) et celle du crédit corroborent le diagnostic d'un rythme d'expansion monétaire sous-jacent encore modéré. En février et en mars 2011, le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 2,1% et 2,3% respectivement. La progression annuelle des prêts au secteur privé s'est quant à elle élevée à 2,6% et à 2,5%, respectivement.

Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non-financières est passé à 0,8% en mars, par rapport à 0,6% en février. La progression des crédits à l'habitat est passée de 3,8% en février à 4,4% en mars et celle des crédits à la consommation de -0,7% à -0,9%.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

Au cours de la période étudiée, les marchés obligataires ont continué d'afficher une forte volatilité. Les rendements de long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro se sont tout d'abord globalement détendus dans la première moitié de l'année, sous l'effet d'un regain d'aversion au risque inhérent aux inquiétudes persistantes vis-à-vis du risque souverain des pays périphériques de la zone euro. L'activation du plan d'aide à la Grèce de 110 milliards d'euros, l'introduction du mécanisme européen de stabilisation financière et les mesures prises par l'Eurosystème du point de vue de la fourniture en liquidités et du rachat de titres de dette sur les marchés secondaires ont permis de circonscrire les risques de contagion de la crise des dettes souveraines, sans toutefois mettre un terme aux perturbations affectant ce segment du marché. Les rendements obligataires dans la zone euro et aux Etats-Unis se sont finalement orientés à la hausse à la fin de l'année 2010, dans un environnement financier marqué par un regain d'appétit des investisseurs pour les marchés d'actions. L'amélioration des perspectives macroéconomiques, les anticipations inflationnistes des opérateurs de marché et la remontée attendue des taux d'intérêt directeurs par les principales banques centrales au cours des prochains trimestres ont également exercé une influence positive sur les taux d'intérêt de long terme, et ce en dépit des nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif mises en place par la Fed au mois de novembre 2010.

Graphique 1.1 : Les rendements des titres publics à long terme  
(EDG : en pourcentage annuel ; EDD : en points de pourcentage)



Sources : BCE, Bloomberg

L'écart de rendement entre les obligations à deux ans et à dix ans dans la zone euro s'est pour sa part légèrement réduit sous l'effet de la remontée des taux courts inhérente au processus de réduction de l'excès de liquidités dans le système bancaire et aux anticipations de relèvement des taux d'intérêt directeurs par la BCE. Cet écart s'est toutefois maintenu à un niveau historiquement élevé, contribuant ainsi au redressement de la rentabilité des banques dans le cadre de leur activité d'intermédiation financière. Dans le même temps, les inquiétudes des investisseurs relatives à la contagion de la crise de la dette souveraine dans les pays périphériques se sont traduites par une augmentation substantielle des écarts de rendement de long terme des différents pays de la zone euro. Le soutien conditionnel apporté par l'Union européenne à la Grèce, avec un suivi sous haute surveillance du programme d'assainissement des finances publiques annoncé par ce pays, n'est ainsi pas parvenu à apaiser les inquiétudes des marchés qui se sont ensuite reportées sur les problèmes du secteur bancaire et de l'Etat irlandais. Un plan de sauvetage financier de 85 milliards d'euros sur quatre ans a été accordé au mois de novembre au gouvernement irlandais dans le cadre du mécanisme européen de stabilisation financière et de prêts bilatéraux de la part de la Grande-Bretagne, de la Suède et du Danemark. Malgré les rachats de titres effectués par l'Eurosystème sur les marchés secondaires et les conditions relativement favorables dans lesquelles les émissions de dette du Portugal, de l'Espagne et de l'Italie se sont effectuées au début de l'année 2011, les écarts de rendements se sont de nouveau accentués en fin de période, notamment pour le Portugal. Emboîtant le pas à la Grèce en avril 2010 et à l'Irlande en novembre de la même année, le Portugal a officiellement requis une assistance financière internationale en avril 2011.

### 1.1.3 Le marché des actions

Au cours de la période étudiée, les principaux indices boursiers dans la zone euro et aux Etats-Unis ont dans l'ensemble connu une tendance haussière, le Dow Jones EURO STOXX et le S&P 500 affichant respectivement des gains de 4,0% et 20,0% entre le 1<sup>er</sup> janvier 2010 et le 15 mai 2011. Le Nikkei 225 s'est cependant illustré par une baisse de 8,5% en raison, notamment, de la série de catastrophes intervenues au Japon.

Graphique 1.2 : Les principaux indices boursiers



Source : Bloomberg

La hausse continue des marchés boursiers observée au deuxième semestre 2009 s'est interrompue dès la mi-janvier 2010, dans un environnement caractérisé par une volatilité persistante. L'accentuation des difficultés de financement de la Grèce en février a déclenché une première baisse des marchés, d'abord jugulée au printemps par l'annonce d'un plan d'aide conjointe de l'Union européenne et du Fonds Monétaire International, avant que la dégradation de la République hellénique sur un statut spéculatif par l'agence Standard & Poor's le 27 avril ne relance la défiance des marchés, amenant ainsi la Banque centrale européenne à mettre en place un programme d'achat de titres publics et privés sur les marchés secondaires (SMP) à partir du 9 mai 2010.

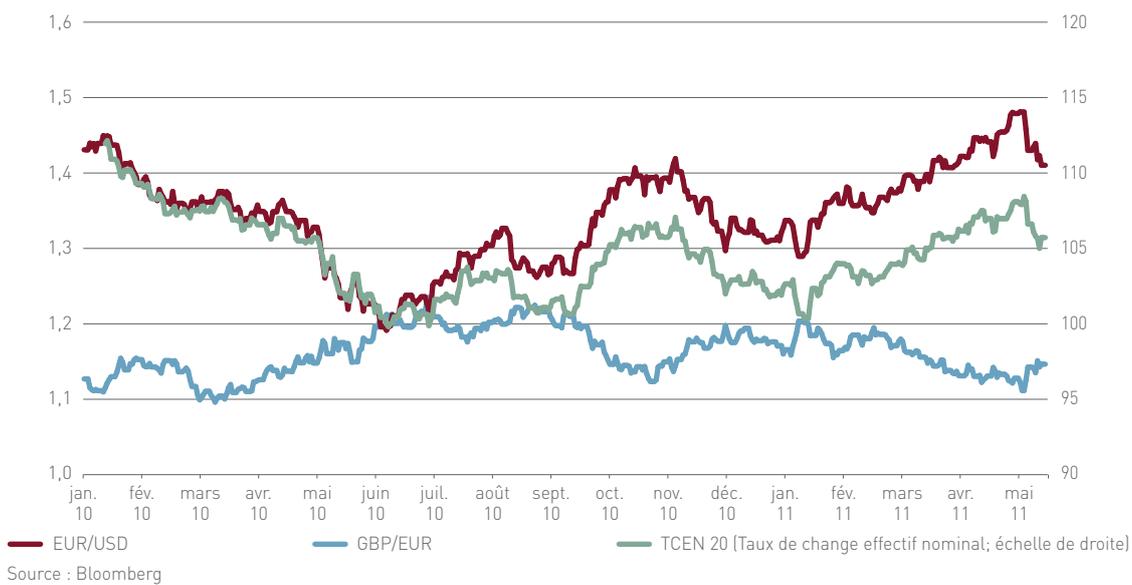
En dépit de la crise de la dette grecque, les marchés d'actions ont été soutenus au premier semestre 2010 par des flux d'informations positives sur les fondamentaux des entreprises et la reprise économique mondiale. Le rattrapage des places boursières observé à partir de mai 2010, qui a été particulièrement vigoureux aux Etats-Unis, a cependant connu un rapide coup d'arrêt, en raison notamment des incertitudes relatives à la question de la soutenabilité de la dette grecque. Dans le même temps, la pérennité de la reprise économique, notamment aux Etats-Unis, a été remise en cause au début de l'été, suite à la révision à la baisse du PIB du premier trimestre, à la publication de créations nettes d'emplois limitées et à la faiblesse persistante du marché immobilier.

A compter de septembre 2010, l'écart de perception qui avait prévalu jusque là entre les bons résultats affichés par les entreprises d'une part et le pessimisme relatif à l'environnement macro-financier d'autre part s'est progressivement étiolé, particulièrement aux Etats-Unis. Il en a résulté un début de rééquilibrage des marchés de capitaux au bénéfice des actions, les investisseurs délaissant plus particulièrement les obligations du fait de la hausse des taux longs. Les valeurs financières ont dans l'ensemble sous-performé les indices globaux, particulièrement après novembre avec le retour au premier plan de la crise financière marqué, notamment, par le recours de l'Irlande, puis du Portugal, au plan de renflouement de l'Union européenne et du Fonds Monétaire International. La hausse des principaux indices boursiers s'est cependant poursuivie jusqu'à la fin de la période sous revue et ce malgré l'interruption engendrée par les tensions géopolitiques dans les pays du Maghreb et du Proche-Orient et la série de catastrophes au Japon.

### 1.1.4 Le marché des changes

Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est tout d'abord caractérisé par une tendance à la baisse avec l'apparition de positions nettes vendeuses importantes qui ont reflété les craintes relatives à la situation budgétaire de certains pays de la zone euro. Le redressement observé en fin de période a cependant permis au TCEN de la monnaie unique de revenir à un niveau légèrement inférieur à celui qui prévalait au début de l'année 2010. Sur l'ensemble de la période étudiée, la monnaie unique s'est légèrement appréciée vis-à-vis du dollar américain et de la livre sterling, mais a en revanche connu une nette dépréciation face au yen, au franc suisse et à la couronne suédoise.

Graphique 1.3 : Les taux de change de l'euro



Au début de l'année 2010, le taux de change de l'euro par rapport au dollar américain s'est tout d'abord caractérisé par un mouvement de dépréciation, à la suite duquel la monnaie unique a atteint un plus bas de 1,19 USD/€ au mois de juin. Le renforcement de l'euro face au dollar à partir du second semestre 2010 a ensuite été soutenu, dans un premier temps, par la réduction de l'excédent de liquidité dans le système bancaire, puis dans un second temps par la hausse des taux d'intérêt directeurs par la Banque centrale européenne. Les nouvelles mesures annoncées par la Réserve fédérale dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif et l'évolution du prix du baril de pétrole ont également pesé sur l'évolution du billet vert dans la deuxième partie de l'année. Au 15 mai 2011, l'euro s'échangeait contre 1,41 USD, soit à un niveau supérieur de plus de 6 % à sa moyenne de 2010.

La monnaie japonaise et la monnaie suisse ont quant à elle respectivement gagné 14,4 % et 15 % par rapport à l'euro entre le 1<sup>er</sup> janvier 2010 et le 15 mai 2011. Le yen, qui s'était brutalement apprécié après la série de catastrophes intervenues au Japon autour de la mi-mars 2011, a par ailleurs fait l'objet d'une intervention concertée des banques centrales du G7 sur le marché des changes. De son côté, la livre sterling s'est légèrement appréciée par rapport à l'euro au cours de la période étudiée. Au 15 mai 2011, l'euro s'échangeait ainsi contre 0,87 livre sterling, à un niveau supérieur de 1,4 % à sa moyenne de 2010.

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 2010. La couronne estonienne a ainsi continué de s'échanger à un niveau proche du cours pivot de 15,6466 EEK/euro, cours qui a servi de référence comme taux de conversion lors du passage à l'euro de l'Estonie le 1<sup>er</sup> janvier 2011. 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 pour leur part distinguées par un mouvement d'appréciation par rapport à la monnaie unique marqué, notamment, par une revalorisation de près de 12 % de la couronne suédoise.

### 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) s'est fortement accélérée depuis la mi-2009. Elle est passée de -0,6% en juillet 2009 à +2,2% fin 2010 pour se hisser à 2,8% en avril 2011, soit son niveau le plus élevé depuis la fin 2008. Un léger recul à 2,7% au mois de mai est envisagé selon l'estimation préliminaire d'Eurostat. En moyenne annuelle, le taux d'inflation s'est chiffré à 1,6% en 2010.

Le renversement de la tendance des prix à la consommation depuis la mi-2009 résulte presque exclusivement de la très sensible progression du cours du pétrole et de l'accélération subséquente des prix de l'énergie. Le taux de variation annuel de la composante énergie est ainsi passé de -14% en juillet 2009 à 11% en décembre 2010, avant de s'établir autour de 13% au premier trimestre 2011. Dans une première étape, l'impact inflationniste en provenance des prix de l'énergie s'est limité aux effets directs, le recul de l'inflation des autres biens et services se poursuivant jusqu'au début de 2010. Cette période de désinflation s'est néanmoins achevée vers la mi-2010 et depuis lors, le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est à nouveau orienté à la hausse. Il s'est hissé progressivement de 0,9% au deuxième trimestre 2010 à 1,8% en avril 2011. Ce retournement s'est généralisé, même si les mouvements des composantes ne sont pas parfaitement synchronisés. Si les prix des biens alimentaires et des biens industriels non énergétiques ont déjà subi une accélération au deuxième trimestre 2010, la remontée de l'inflation des prix des services ne s'est amorcée qu'au troisième trimestre.

Le renversement de la tendance désinflationniste sous-jacente est vraisemblablement imputable à plusieurs facteurs, en l'occurrence des effets indirects et retardés de la progression soutenue du prix du pétrole depuis plus de deux ans, l'envolée des prix des matières premières agricoles depuis le début 2010, des conditions cycliques plus clémentes ainsi qu'un relèvement de la taxation indirecte dans plusieurs pays de la zone euro.

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	2010	2010 T2	2010 T3	2010 T4	2011 T1	avr-11
IPCH global	3,3	0,3	1,6	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8
Produits alimentaires non transformés	3,5	0,2	1,3	1,0	2,3	2,7	2,3	1,4
Produits alimentaires transformés	6,1	1,1	0,9	0,8	0,9	1,3	2,1	2,8
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,8	0,5	1,0
Énergie	10,3	-8,1	7,4	8,1	7,3	9,2	12,7	12,5
Services	2,6	2,0	1,4	1,2	1,4	1,3	1,6	2,0
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,4	1,3	1,0	0,9	1,0	1,1	1,3	1,8

Source : Eurostat

Selon les récentes projections de l'Eurosystème, la progression de l'inflation se poursuivrait en moyenne en 2011 par rapport à 2010. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 2,5% à 2,7% en 2011, contre 1,6% en 2010. Pour 2012, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 1,1% et 2,3%. Comparé à l'exercice de mars 2011, ces projections ont été revues à la hausse, en raison notamment de l'envolée récente du prix du pétrole.

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

La plus récente estimation des comptes nationaux pour l'année 2010 confirme le repositionnement de l'activité économique de la zone euro sur un sentier de croissance. De fait, la croissance économique s'est selon Eurostat établie à 1,8% en 2010 contre -4,1% l'année précédente. Cette croissance est essentiellement imputable à la consommation privée (0,5 p.p.) et au commerce extérieur (0,8 p.p.). La troisième estimation relative aux comptes nationaux pour le quatrième trimestre 2010 fait état d'une stabilisation de la progression annuelle du PIB réel à 2,0%. En glissement trimestriel, le PIB en volume a progressé de 0,3% au quatrième trimestre, en légère décélération par rapport à la croissance enregistrée au cours du trimestre précédent (0,4%).

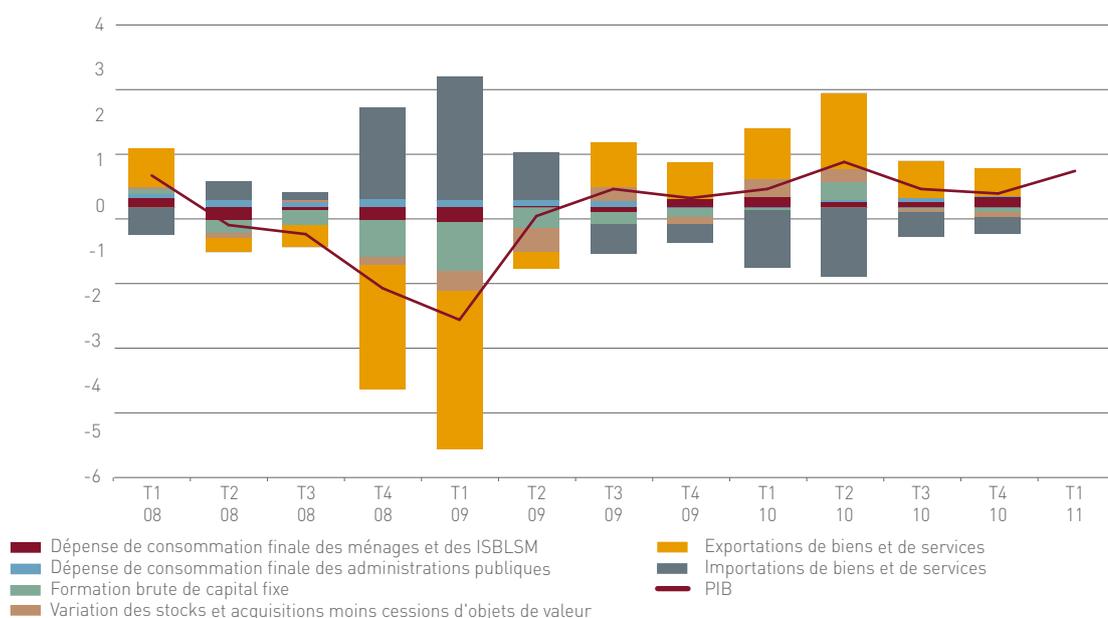
L'examen des différentes composantes du PIB révèle que la croissance annuelle enregistrée au dernier trimestre 2010 résulte essentiellement d'une évolution favorable de la consommation privée (1,1%), de la formation brute de capital (3,9%) ainsi que du commerce extérieur. En glissement trimestriel, seule la formation brute de capital a évolué négativement (-1,2%). Au niveau sectoriel et en glissement annuel, seul le secteur de la construction a enregistré une contraction de son activité (-2,9%). On constate toutefois une décélération de cette tendance négative par rapport au trimestre précédent. Toujours en glissements annuels, les plus fortes progressions ont par ailleurs été enregistrées dans l'industrie (6,1%), le secteur « commerce, transports et communications » (2,2%) ainsi que le secteur « activités financières, immobilier » (1,7%).

La plus récente estimation rapide pour le premier trimestre 2011 fait état d'une accélération de la croissance économique à 0,8% en glissement trimestriel et 2,5% en rythme annuel. L'activité économique s'est raffermie dans l'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception du Portugal et de la Grèce où le PIB en volume s'est contracté de respectivement 0,7% et 4,8% en glissement annuel<sup>1</sup>. Les résultats détaillés des comptes nationaux relatifs au premier trimestre 2011 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce rapport annuel.

En écho à la reprise de l'activité économique, la progression annuelle de l'emploi total s'est établie à 0,2% au quatrième trimestre 2010. Tandis que l'industrie et la construction continuent de ponctionner la croissance annuelle de l'emploi, la reprise de l'emploi semble s'accélérer dans le secteur « activités financières, immobilier ». Le taux de chômage de la zone euro s'est quant à lui établi à 9,9% en avril 2011, ce qui dénote une stabilité par rapport au mois précédent. Il convient par ailleurs de noter que le taux de chômage s'est stabilisé autour des 10% depuis le premier trimestre 2010.

En ce qui concerne le coût du travail, les progressions annuelles de la rémunération par salarié ainsi que des salaires négociés se sont établies à 1,6% au quatrième trimestre 2010, contre 1,5% le trimestre précédent. Ces données confirment ainsi une certaine modération salariale. Par ailleurs, en dépit d'une légère décélération de la progression annuelle de la productivité du travail (par personne employée) de 2,1% au troisième à 1,8% au quatrième trimestre 2010, les coûts salariaux unitaires ont légèrement baissé au dernier trimestre 2010 (-0,2%).

Graphique 1.4 : Évolution du PIB en volume et contributions à la croissance trimestrielle du PIB (en pourcentage par rapport au trimestre précédent et en points de pourcentage)



Source : Eurostat

<sup>1</sup> En ce qui concerne l'Irlande, le Luxembourg, Malte et la Slovénie, les chiffres relatifs au premier trimestre 2011 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce rapport.

Tableau 1.2 : Projections macroéconomiques pour la zone euro (en taux de variation annuel)

	2010	2011	2012
IPCH	1,6	2,5 - 2,7	1,1 - 2,3
PIB réel	1,7	1,5 - 2,3	0,6 - 2,8
Consommation privée	0,8	0,6 - 1,2	0,4 - 2,2
Consommation publique	0,6	-0,4 - 0,6	-0,5 - 0,9
Investissement	-0,9	2,0 - 4,2	1,1 - 5,9
Exportations	11,1	5,8 - 9,6	2,6 - 10,6
Importations	9,3	4,3 - 7,9	2,6 - 10,0

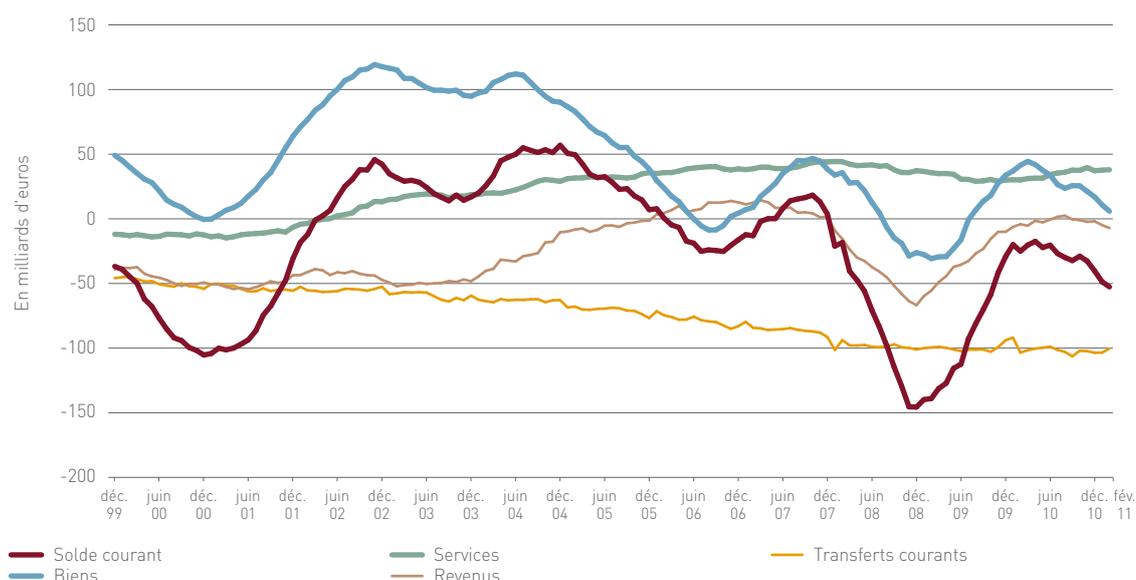
Source : BCE

Selon les projections macroéconomiques de juin 2011 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, la croissance du PIB réel devrait se situer entre 1,5% et 2,3 % en 2011 et entre 0,6 % et 2,8 % en 2012. Par rapport aux projections des services de la BCE publiées en mars 2011, la fourchette de croissance du PIB en volume a été revue légèrement à la hausse pour l'année 2011, 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 2012, ce qui reflète essentiellement les perspectives relatives à l'investissement et aux exportations. Ces projections de juin 2011 établies par les services de l'Eurosystème sont globalement conformes aux prévisions des organisations internationales.

### 1.1.7 Commerce extérieur et balance courante de la zone euro

Au cours de l'année 2010, les transactions courantes de la zone euro se sont soldées par un déficit de 37 milliards d'euros (0,4% du PIB), après un déficit de 26 milliards en 2009. Ce développement est le résultat des détériorations survenues dans les soldes des marchandises et des transferts courants, qui ont toutefois été partiellement compensées par une amélioration des soldes des services et des revenus. L'excédent des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante de la zone euro, s'est contracté de 45 % pour retomber à 21 milliards sur toute l'année 2010. Cette détérioration est due à une hausse plus importante des importations en valeur que des exportations de biens, sous l'effet du renchérissement du prix des produits pétroliers et des autres matières premières.

Graphique 1.5 : Évolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



Source : BCE

L'évolution des indices moyens des prix met en évidence une croissance plus rapide des valeurs unitaires à l'importation (+11% en 2010) qu'à l'exportation (+5%). Les termes de l'échange se sont par conséquent détériorés de 6% sur toute l'année 2010. La hausse du prix de l'énergie et des autres matières premières est à la

base de cette évolution négative. Les indices des volumes du commerce extérieur indiquent en revanche une hausse plus marquée des volumes exportés (+14 %) que des volumes importés (+10 %).

En termes nominaux, les exportations de marchandises de la zone euro ont progressé de 20 % en 2010 contre 22 % pour les importations, entraînant ainsi un recul de l'excédent des biens. A cela s'ajoute la contribution négative de la balance des transferts courants, dont le déficit s'est accru de 10 % pour atteindre 100 milliards d'euros sur toute l'année 2010. Ces deux évolutions négatives ont néanmoins été compensées en partie par une amélioration de l'excédent des services (+21 % à 41 milliards) et par un retournement du solde des revenus, qui a dégagé un léger excédent de 1,8 milliard sur toute l'année 2010.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 Les prix, les coûts et la compétitivité

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

En 2010, l'inflation globale s'est établie à un niveau élevé et elle s'est caractérisée par une accélération graduelle et continue tout au long de l'année. Le taux de variation annuel de l'IPCN est passé de 2,1 % en janvier à 2,5 % en juillet pour terminer l'année à 2,8 %. L'accélération s'est poursuivie par la suite et le taux d'inflation s'est hissé à 3,7 % en avril 2011, soit environ 1,0pp de plus que l'inflation dans la zone euro. En moyenne annuelle, les prix ont progressé de 2,3 % en 2010.

L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a été supérieure à celle mesurée par l'IPCN, avec un profil intra-annuel relativement stable en 2010. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCH est passé de 3,0 % en janvier 2010 à 2,9 % en juillet pour s'établir à 3,1 % en fin d'année. Au début de l'année 2011 toutefois, partant de niveaux déjà très élevés, les taux d'inflation ont connu une sensible accélération. Ainsi, le taux de variation annuel basé sur l'IPCH s'est hissé à 4,0 % en mars et avril. En moyenne annuelle, les prix calculés selon la variante IPCH auraient progressé de 2,8 % en 2010.

Graphique 1.6 : Évolution des prix à la consommation (taux de variation annuels)



Source : Statec

L'évolution défavorable de l'inflation globale, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, résulte à la fois de l'accélération de l'inflation des produits énergétiques et du revirement de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie. Suite à l'envolée du prix du pétrole depuis le début 2009, le recul des taux de variation annuels des prix des produits pétroliers s'est d'abord modéré pour se transmuter ensuite en une variation positive en fin d'année 2009 (voir graphique). Cette accélération s'est accentuée au début de l'année 2010 et le taux de variation annuel s'est maintenu à un niveau élevé jusqu'à la mi-2010. En moyenne annuelle, la progression des prix des

produits pétroliers a pratiquement atteint 15% en 2010. Parallèlement, l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques a reculé lors de la première moitié de l'année 2010, pour se redresser par la suite. Ainsi, le taux de variation annuel a baissé de 1,9% fin 2009 à 1,0% au deuxième trimestre 2010, pour s'établir à 1,7% en fin d'année 2010. Cette accélération s'est poursuivie par la suite et le taux s'est hissé à 2,5% en avril 2011. Le regain d'inflation résulte principalement de l'incidence du paiement de la tranche indiciaire du mois de juillet 2010 sur les prix de certains services, ainsi que du relèvement des prix administrés.

Depuis la mi-2010, l'inflation au Luxembourg est constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes<sup>2</sup>. Au premier trimestre 2011, cet écart défavorable se chiffrait à respectivement 1,1 et 1,0 pp. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au premier trimestre 2011 ont atteint respectivement 4,5 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 8,2 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>3</sup>, ces derniers ont perçu la sensible remontée de l'inflation globale avec un retard de plusieurs mois. Ainsi, les perceptions qualitatives d'inflation des ménages ne se sont redressées que vers la fin 2009 et les anticipations – après une évolution en dents de scie – n'ont rebondi de manière conséquente que vers la fin de l'année 2010. En ce qui concerne ces dernières, et contrairement aux deux années précédentes, il semble que les consommateurs écartent désormais toute possibilité de baisse générale des prix. En mai 2011, avec l'ascension du prix du pétrole, les perceptions d'inflation ont atteint leur niveau le plus élevé depuis le tournant de l'année 2008/2009.

Graphique 1.7 : Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs au Luxembourg et inflation observée



Sources : BCL, Statec

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Après avoir reculé de 8,3% en 2009, les prix à la production industrielle se sont en moyenne nettement redressés au cours de l'année 2010, en ligne avec le raffermissement de la demande mondiale de produits industriels. Au niveau sectoriel, il apparaît que les prix à la production des biens intermédiaires ont nettement rebondi en 2010, après avoir fortement reculé en 2009. Les données relatives au premier trimestre de l'année 2011 montrent que les prix à la production ont en moyenne poursuivi leur ascension en ce début d'année.

<sup>2</sup> L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

<sup>3</sup> L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg par la BCL s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

Les prix à la construction, qui recensent les tarifs pratiqués par les différents corps de métiers dans le bâtiment, affichent un profil qui diffère quelque peu de celui des prix à la production industrielle. En 2010, les prix à la construction ont poursuivi leur décélération. Ils ont progressé en moyenne de 0,7 % (après 1,1 % en 2009). Cette évolution des prix à la construction apparaît modérée compte tenu du retournement à la hausse que l'on a observé dans le secteur des biens intermédiaires sur l'ensemble de l'année 2010. En revanche, elle apparaît plus en ligne avec la légère baisse du coût salarial unitaire enregistrée dans le secteur de la construction (-0,2%). 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.

Tableau 1.3 : Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	2009	2010	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1
Ensemble des produits industriels	-8,3	3,7	0,4	1,7	5,0	1,1	-0,6	4,9
Biens intermédiaires	-14,2	7,1	0,6	2,5	9,0	3,4	-1,0	5,9
Biens d'équipement	1,5	2,2	0,7	-1,0	1,0	2,6	1,5	4,9
Biens de consommation	2,6	0,1	0,8	-0,6	-0,2	0,6	0,3	1,1
Biens énergétiques	-0,8	-3,7	-0,5	-0,4	2,0	-6,7	-0,9	4,4

Source : STATEC

### 1.2.1.3 Les coûts salariaux

La première estimation des comptes nationaux annuels pour l'année 2010, fait état d'un ralentissement de la croissance de la rémunération moyenne par salarié (1,6 % contre 1,8 % l'année précédente).

La croissance de la rémunération par tête s'est accélérée dans le secteur « activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises » (1,6 %) et l'industrie (3,0 %) et a décéléré dans le secteur commercial (2,2 %) et les autres activités de services (1,2 %). La légère baisse enregistrée dans le secteur de la construction (-0,2 %) pourrait s'expliquer par la baisse de l'activité en raison des mauvaises conditions météorologiques en début et fin d'année 2010.

Il convient toutefois de souligner que ces résultats issus de la comptabilité nationale ne sont pas en phase avec l'indicateur de court terme de l'IGSS, qui fait état d'une accélération du coût salarial moyen à 2,5 % en 2010 (contre 2,0 % l'année précédente). Par ailleurs, il convient de rappeler que la contribution de l'indexation automatique des salaires à la croissance du coût salarial moyen s'élève à elle seule à 1,7 p.p. en 2010. Cette première estimation des comptes nationaux pour le coût salarial moyen doit donc être interprétée avec prudence, de même que tous les indicateurs qui en sont dérivés. La comptabilité nationale fera nécessairement l'objet de révisions lors des prochaines publications.

Le coût salarial unitaire réel a baissé de 5,5 % en 2010, le coût salarial unitaire nominal diminuant quant à lui de 0,3 % au cours de la même année. Néanmoins, au-delà des facteurs énumérés ci-dessus, il convient de placer ces évolutions dans leur contexte. De fait, le coût salarial unitaire, tant réel que nominal, avait fortement augmenté en 2009 dans le sillage de la crise (de respectivement 7,0 % et 6,7 %).

Selon la plus récente version de la comptabilité nationale trimestrielle, au quatrième trimestre 2010 la rémunération par tête a progressé de 2,0 % en glissement annuel et de 0,4 % en glissement trimestriel.

Divers facteurs sont susceptibles d'influer sur l'évolution du coût salarial moyen en 2011. Il s'agit d'une part du relèvement des taux de cotisation à la sécurité sociale et de l'ajustement à la hausse du salaire social minimum, tous deux intervenus au 1<sup>er</sup> janvier 2011. Il s'agit d'autre part du paiement d'une tranche indiciaire qui, suite à l'accord conclu entre les partenaires sociaux et le gouvernement, sera effectif en octobre 2011 au plus tôt.

### 1.2.1.4 La compétitivité

En 2010, les indicateurs de compétitivité prix/coûts se sont améliorés (à l'exception de l'indicateur déflaté par le PIB). Selon les résultats du récent exercice de projection de l'Eurosystème, les indicateurs de compétitivité devraient renouer avec leur détérioration tendancielle sur l'horizon de projection 2011-2013.

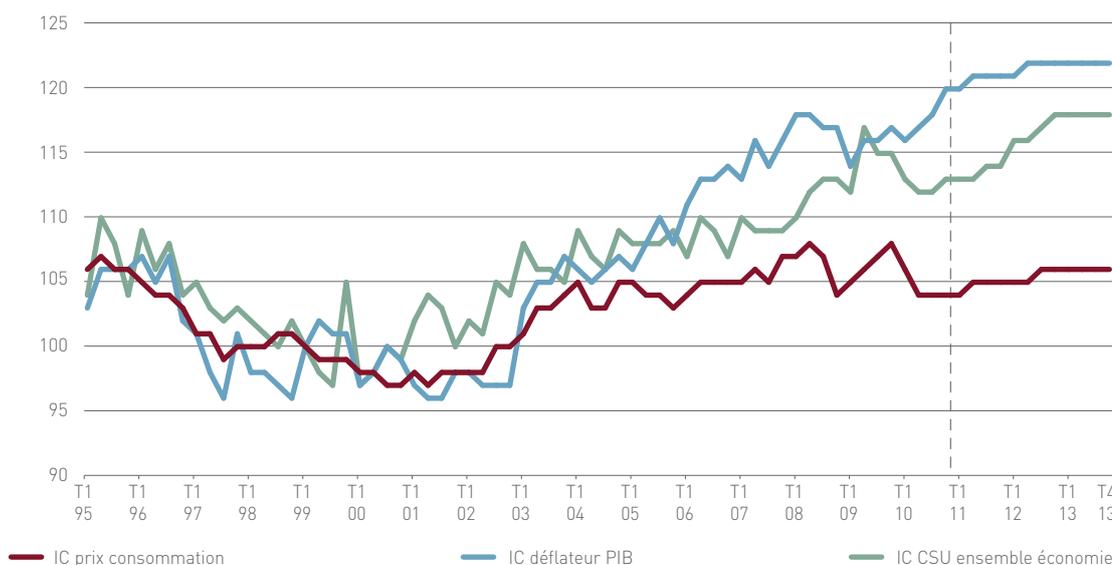
Les indicateurs de compétitivité calculés par la BCL sont des mesures du taux de change effectif déflatés par différents indicateurs des prix ou coûts. Ainsi, ces indicateurs comparent les prix/coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts dans les principaux pays partenaires du Luxembourg<sup>4</sup>, toujours exprimés dans une devise commune. La pondération attachée à chaque pays partenaire est une fonction de son importance dans les échanges commerciaux au Luxembourg.

Le graphique suivant présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg prolongés jusqu'en 2013 à l'aide des récentes projections de l'Eurosystème<sup>5</sup>. Pour chacun d'entre eux, une augmentation de la courbe signifie que les prix ou les coûts augmentent plus rapidement au Luxembourg que dans ses pays partenaires (une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise). L'indicateur basé sur les prix à la consommation a fortement reculé au premier trimestre 2010 et s'est légèrement repris par la suite. Sur l'ensemble de l'année 2010, l'indicateur s'est amélioré, en diminuant de 1,8%. La dernière observation disponible (pour 2011 T1) fait état d'une nouvelle amélioration (soit une diminution de 1,4% en glissement annuel). Selon nos projections, l'indicateur devrait à nouveau se détériorer dès 2011 (+0,5%) et cette détérioration devrait se poursuivre au cours des deux années suivantes (soit +0,7% en 2012 et +0,5% en 2013).

Selon les plus récents chiffres de la comptabilité nationale, l'indicateur basé sur le déflateur du PIB enregistre une détérioration de +1,8% en 2010. La détérioration de l'indicateur a continué tout au long de l'année pour atteindre +2,1% en 2010 T4 (dernière observation disponible). Selon nos projections, cette détérioration devrait se prolonger en 2011 (+2,6%) avant de se modérer en 2012 (+0,6%) et 2013 (+0,3%).

L'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie indique une amélioration de la compétitivité en 2010 (-2,0%). Cette amélioration a néanmoins connu une décélération au deuxième semestre 2010 (en glissement annuel). Selon nos projections, cet indicateur devrait se détériorer en 2011 (+1,1%), en 2012 (+2,8%) et en 2013 (+0,8%).

Graphique 1.8 : 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

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Les années 2011-2013 se basent sur les projections des déflateurs pour les dix-sept pays membres de la zone euro et des hypothèses techniques pour le Royaume-Uni, la Suisse, les Etats-Unis et le Japon.

Encadré 1.1 :

### LA COMPÉTITIVITÉ : QUELQUES ÉLÉMENTS FONDAMENTAUX

Lors d'un discours prononcé à l'université de Liège en février 2011, Jean-Claude Trichet, Président de la Banque Centrale Européenne (BCE), a présenté les principaux éléments d'une stratégie de compétitivité pour les pays membres de l'Union Economique et Monétaire (UEM). De manière générale, la compétitivité peut être définie comme « la capacité d'un pays d'améliorer de façon durable le niveau de vie, en termes économiques, de ses citoyens et de favoriser les créations d'emplois dans une économie ouverte ». Cette notion est d'autant plus importante à l'intérieur de l'UEM où des écarts de compétitivité excessifs entre les pays membres de cette union peuvent créer des déséquilibres importants et persistants. La notion de compétitivité est difficile à cerner, en raison du vaste éventail d'indicateurs disponibles. La stratégie de compétitivité des pays membres de l'UEM devrait se baser sur les cinq éléments fondamentaux qui suivent.

#### 1. Les coûts salariaux unitaires dans le secteur des biens et services non-échangeables sont fondamentaux pour la compétitivité

Contrairement à ce qui est parfois avancé, la compétitivité d'un pays dépend également du secteur des biens et services non-échangeables. Il s'agit des biens et services qui sont généralement exclus

du commerce international en raison d'obstacles physiques (immeubles, certains services personnels), de réglementations nationales ou encore des coûts de transports. Le secteur des biens et services non-échangeables est souvent qualifié de secteur « protégé » alors que le secteur des biens et services échangeables (souvent assimilé à l'industrie manufacturière) constitue le secteur « exposé » à la concurrence internationale.

Cependant, les biens et services non-échangeables constituent des intrants importants dans la production des exportations. Ainsi, la progression des coûts salariaux unitaires dans le secteur non exposé peut obliger les entreprises du secteur exposé à réduire leurs marges de profit, en raison de l'impossibilité de transmettre la hausse de leurs coûts de production aux prix mondiaux. A long terme, un tel phénomène peut se traduire par une contraction du secteur exposé et de la croissance potentielle.

Comme en témoigne le tableau 1, entre 1998 et 2010, la variation cumulée des coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière s'est établie à 20,3% au Luxembourg, contre 5,0% en moyenne dans les pays limitrophes et 8,6% dans la zone euro. Parmi les autres secteurs de production (généralement assimilés au secteur « exposé »), seul le « Commerce, transports et communications » a enregistré une évolution des coûts salariaux unitaires moindre que dans les pays voisins et la zone euro.

Tableau 1 : Évolution cumulée des coûts salariaux unitaires selon la branche économique (entre 1998 et 2010) (en pourcentage)

	Belgique	France	Allemagne	Italie	Pays-Bas	Zone euro	Royaume-Uni	Luxembourg
Economie totale	25,5	23,7	5,2	33,0	28,1	22,2	39,4	35,0
Industrie	7,9	6,8	0,3	31,2	3,4	7,9	29,7	19,3
Industrie manufacturière	8,4	6,0	0,5	35,8	2,7	8,6	21,3	20,3
Construction	19,5	57,7	14,8	69,9	66,3	40,3	97,4	51,8
Commerce, transports et communications	23,2	19,5	-6,0	25,6	3,8	17,1	26,0	7,2
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	30,5	32,5	28,2	42,1	40,9	37,7	36,4	56,6

Remarque : ces évolutions cumulées ont été calculées en comparant la moyenne du niveau des coûts salariaux unitaires en 1998 et celle du niveau en 2010. Source : OCDE, calculs BCL.

Comme l'indique le graphique 1, l'économie luxembourgeoise se caractérise par une progression plus rapide des coûts salariaux unitaires que celle enregistrée par ses principaux partenaires com-

merciaux. La persistance de différentiels de taux de croissance des coûts salariaux unitaires risque de continuer à entraîner des pertes de compétitivité importantes pour le Luxembourg.

Graphique 1 : Évolution des coûts salariaux unitaires depuis 1998  
(Indice 2000 = 100, données trimestrielles désaisonnalisées)



Source : Eurostat

## 2. L'influence des salaires publics sur les salaires du secteur privé

En raison de leur importance en termes de parts du PIB et de la masse salariale, les salaires du secteur public font l'objet d'un intérêt grandissant. Les salaires dans le secteur privé et public peuvent interagir à travers différents canaux de transmission. Des études empiriques récentes<sup>1</sup> révèlent qu'une hausse des salaires dans le secteur public a des répercussions non négligeables sur les salaires dans le secteur privé et ainsi sur la compétitivité.

Tout d'abord, une augmentation de l'emploi dans le secteur public augmente la probabilité, pour un chômeur, d'être engagé dans ce secteur. Par ailleurs, une hausse des salaires publics augmente le gain lié à un emploi dans le secteur public. Par conséquent, les salaires publics sont susceptibles d'exercer une *pression sur les négociations salariales* ainsi qu'un effet d'éviction sur l'emploi dans le secteur privé. Par ailleurs, lorsque les salaires publics augmentent plus rapidement que les salaires du secteur privé, ces derniers sont susceptibles d'augmenter afin de réduire le différentiel. Cet ajustement peut être perçu comme un *effet de signal* du secteur public au secteur privé. Enfin, d'éventuelles hausses d'impôts destinées à financer les salaires publics risquent

d'induire une augmentation du coût du travail dans le secteur privé qui n'est pas liée à des gains de productivité.

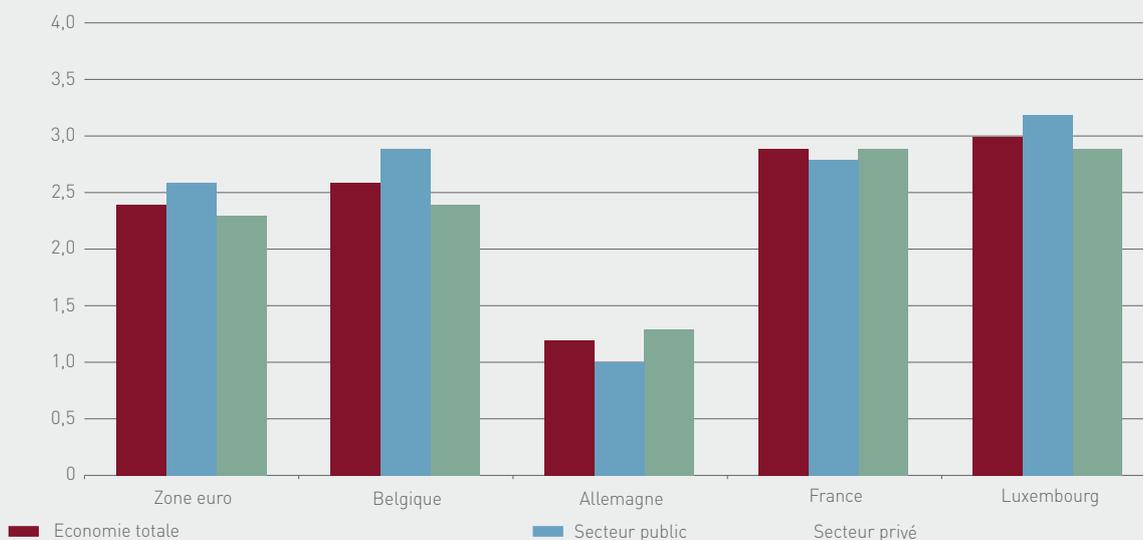
Comme en témoigne le graphique suivant, entre 2000 et 2010 la rémunération par salarié a en moyenne augmenté de 3,0% par an au Luxembourg dans l'ensemble de l'économie, soit à un taux plus élevé que dans les pays voisins et la zone euro. Par ailleurs, on constate que le coût salarial moyen a augmenté plus rapidement dans le secteur public<sup>2</sup> (en moyenne de 3,2% par an) que dans le secteur privé<sup>3</sup> (2,9%). Le même constat est fait en Belgique et dans la zone euro dans son ensemble. Par contre, en Allemagne et en France, la croissance de la rémunération par tête a été moindre dans le secteur public que dans le reste de l'économie au cours de la période étudiée.

2 En raison de l'absence de données précises, le secteur public se définit dans le présent encadré comme le secteur incluant les activités L à P de la nomenclature européenne d'activités, NACE Rév. 1. Celles-ci incluent l'administration publique, mais également les secteurs « éducation », « santé et action sociale » ainsi que d'autres activités assimilables au secteur public comme « assainissement, voirie et gestion des déchets », « activités associatives », « activités récréatives, culturelles et sportives » et « services personnels ».

3 Les données relatives au secteur privé sont obtenues en retranchant les chiffres relatifs aux secteurs L à P des chiffres de l'économie totale.

1 Afonso et Gomes (2008), Lamo, Pérez et Schuknecht (2008), Pérez et Sánchez (2010).

Graphique 2 : Évolution annuelle moyenne de la rémunération par salarié selon le secteur (entre 2000 et 2010) (en pourcentage)



Remarque : en raison de l'indisponibilité de données relatives au nombre de salariés dans le secteur public pour la zone euro en 2010 et la France pour les années 2010 et 2009, les chiffres repris dans ce graphique font référence à la période 2000-2009 pour la zone euro et 2000-2008 en ce qui concerne la France. Les données relatives aux pays restants retracent l'évolution annuelle moyenne de la rémunération par salarié entre 2000 et 2010.

Source : Eurostat, calculs BCL

### 3. Les problèmes liés à des différentiels d'inflation importants et persistants dans le temps

La notion d'union monétaire et l'objectif de stabilité des prix ne sont pas incompatibles avec des écarts temporaires par rapport au taux d'inflation moyen de la zone euro. Des différentiels d'inflation épisodiques peuvent se manifester en raison de différences de développement économique, du degré d'ouverture du pays ou encore de sa position dans le cycle conjoncturel. En l'absence de taux de change nominaux, les différentiels d'inflation constituent alors un facteur d'ajustement potentiel. Longtemps prônée dans la littérature, la théorie de Balassa-Samuelson sur les effets de rattrapage permet néanmoins difficilement d'expliquer certains différentiels d'inflation persistants dans la zone euro, qui résulteraient plutôt de politiques macroéconomiques inappropriées et d'une croissance de la demande interne financée par la dette dans certains Etats membres. Par ailleurs, le mécanisme d'indexation automatique des salaires, tel qu'il existe au Luxembourg, est susceptible d'entraîner une spirale inflationniste persistante, alimentant les différentiels d'inflation et provoquant une perte de compétitivité qui peut conduire à une hausse du chômage. Il convient de rappeler à cet égard que les différentiels d'inflation cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes se situent sur une

penne ascendante depuis la création de l'UEM<sup>4</sup>. Ces différentiels sont susceptibles d'alimenter des pertes de compétitivité des entreprises exportatrices luxembourgeoises.

### 4. Le solde du compte courant en tant qu'indicateur avancé de déséquilibres naissants et de perte de compétitivité

Des déficits ou surplus du compte courant ne sont pas nécessairement synonymes de mauvais fonctionnement de l'économie et peuvent s'inscrire dans le cadre d'effets de rattrapage. Toutefois, de larges déficits combinés à un niveau d'endettement élevé et à une surchauffe dans les secteurs de biens non échangeables peuvent indiquer des problèmes structurels majeurs et sont souvent accompagnés de pertes de compétitivité. Bien que les soldes des comptes courants inter-zone euro ne peuvent pas provoquer des crises de change, ils constituent un indicateur essentiel pour les décideurs politiques au niveau agrégé.

### 5. Des finances publiques saines, une condition sine qua non à une compétitivité durable

Des expériences passées montrent que les consolidations budgétaires comportent des coûts à court

<sup>4</sup> Se référer au Bulletin 2011/1

terme relativement limités en termes de croissance économique, à condition qu'ils s'inscrivent dans le cadre d'une réforme globale. La meilleure stratégie pour assurer le succès de la consolidation doit reposer sur un programme de réformes structurelles et une maîtrise des dépenses. Par ailleurs, de telles politiques sont susceptibles de favoriser la reprise économique par le biais d'une amélioration de la confiance et elles permettent de restaurer la capacité des responsables publics à intervenir en cas de difficultés. Des finances publiques saines et la crédibilité des signatures souveraines des États jouent ainsi un rôle essentiel dans la stabilité économique et financière à moyen et à long terme.

### Bibliographie

Afonso A. and Gomes P. (2008), Interactions between private and public sector wages, ECB Working Paper Series, n° 971

Lamo A., Pérez J. J. and Schuknecht L. (2008), Public and private sector wages co-movement and causality, ECB Working Paper Series, n° 963

Pérez J. J. and Sánchez A. J. (2010), Is there a signaling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data, ECB Working Paper Series, n° 1148

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Tableau 1.4 : Croissance annuelle (en pourcentage) de l'emploi\* et taux de chômage (en pourcentage de la population active)

	Emploi salarié*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «strict» désaisonnalisé	Taux de chômage «large»	Taux de chômage «large» désaisonnalisé
2005	3,2	0,2	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,3%	6,1%	5,3%
2006	4,1	-0,7	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%	5,5%
2007	4,6	0,5	4,4	7,9	2,4	2,3	4,4%	4,4%	6,1%	5,5%
2008	5,0	2,5	4,8	7,2	3,2	3,2	4,4%	4,4%	5,7%	5,7%
2009	1,2	1,4	1,2	1,0	1,4	2,8	5,7%	5,7%	7,0%	7,0%
2010	1,7	1,4	1,7	1,7	1,7	2,2	6,0%	6,0%	7,6%	7,6%
2010T1	0,7	3,3	0,8	0,3	1,2	2,1	6,3%	6,0%	7,8%	7,6%
2010T2	1,7	1,4	1,7	1,6	1,7	2,1	5,7%	6,0%	7,4%	7,6%
2010T3	2,2	0,4	2,1	2,2	2,0	2,2	5,8%	6,1%	7,4%	7,6%
2010T4	2,4	0,7	2,3	2,7	2,0	2,2	6,3%	6,1%	7,9%	7,8%
Jan-10	0,3	3,2	0,4	-0,2	0,9	1,9	6,4%	5,9%	7,8%	7,5%
Fév-10	0,7	3,4	0,9	0,4	1,2	2,1	6,4%	6,0%	7,9%	7,6%
Mars-10	1,0	3,2	1,2	0,8	1,5	2,2	6,2%	6,0%	7,7%	7,7%
Avr-10	1,5	1,7	1,5	1,4	1,6	2,1	5,9%	6,0%	7,5%	7,6%
Mai-10	1,7	1,2	1,6	1,4	1,8	2,1	5,6%	6,0%	7,3%	7,5%
Juin-10	1,9	1,3	1,9	1,9	1,9	2,2	5,6%	6,1%	7,3%	7,6%
Juil-10	2,0	0,6	1,9	2,0	1,9	2,2	5,7%	6,1%	7,3%	7,6%
Août-10	2,3	0,5	2,2	2,3	2,0	2,3	5,8%	6,1%	7,4%	7,6%
Sep-10	2,3	0,3	2,2	2,4	2,0	2,2	5,9%	6,1%	7,6%	7,7%
Oct-10	2,4	0,8	2,3	2,6	2,1	2,3	6,1%	6,1%	7,8%	7,7%
Nov-10	2,4	0,6	2,3	2,6	2,0	2,2	6,2%	6,1%	7,9%	7,8%
Déc-10	2,4	0,6	2,3	2,8	2,0	2,2	6,5%	6,1%	8,1%	7,9%
Jan-11	2,5	0,6	2,4	2,4	2,4	2,2	6,3%	5,9%	8,0%	7,7%
Fév-11	2,4	0,6	2,3	2,6	2,1	1,8	6,2%	5,8%	7,9%	7,6%
Mars-11	2,4	0,7	2,3	2,6	2,1	1,8	5,9%	5,7%	7,7%	7,6%
Avr-11	2,2	1,6	2,2	2,6	1,9	1,9	5,9%	6,0%	7,7%	7,7%

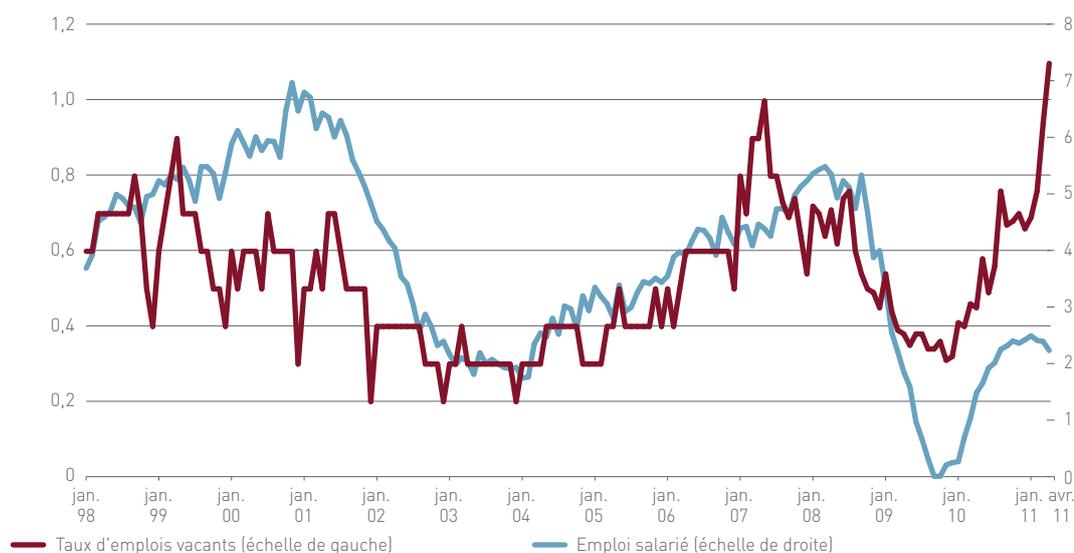
\*Les données concernant l'emploi pour les mois de février à avril 2011 sont des estimations. Par ailleurs, les données relatives au chômage pour le mois d'avril 2011 sont des données provisoires.

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

En écho à la reprise de l'économie luxembourgeoise, la progression annuelle de l'emploi total et de l'emploi salarié s'est établie à 1,7% en 2010, contre 1,2% l'année précédente. Les plus récentes données disponibles font état d'une certaine stabilisation de la progression annuelle de l'emploi autour de 2,2% à 2,5% au cours de la deuxième moitié de 2010 et en ce début d'année 2011.

Le taux d'emplois vacants n'a quasiment pas cessé de s'améliorer depuis le début de l'année sous revue. La progression dynamique enregistrée par les offres d'emploi non satisfaites (OENS) postées par les entreprises auprès de l'ADEM<sup>6</sup> signale un regain de dynamisme et de confiance de la part des firmes. Parallèlement, l'emploi salarié, dont la croissance annuelle avait fortement décéléré suite à la crise, a vu sa progression s'accélérer.

Graphique 1.9 : Taux d'emplois vacants et évolution de l'emploi salarié  
(en pourcentage et variation en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)



Remarque : Il s'agit de données non ajustées pour les variations saisonnières

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

Le redémarrage de l'emploi a abouti à la création nette de plus de 6 100 postes en 2010, dont environ un tiers (en moyenne annuelle) a été occupé par des travailleurs non-résidents. Après avoir subi une décélération marquée dans le sillage de la crise, la progression annuelle de l'emploi frontalier s'est accélérée tout au long de l'année 2010, pour s'établir à 2,6% en avril 2011. De son côté, la croissance de l'emploi national a connu un léger ralentissement en fin d'année. Selon les dernières estimations, la progression annuelle de l'emploi résident s'est établie à 1,9% en avril 2011.

Le regain de dynamisme de l'emploi frontalier trouve son reflet du côté du travail intérimaire, qui a progressé de 11,8% en 2010 après s'être largement contracté l'année précédente (-22,9%). L'incertitude persistante semble inciter les entreprises à recourir en priorité à l'emploi intérimaire, qui a joué le rôle de facteur stabilisateur pendant la crise.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle qu'à l'exception du secteur industriel (-0,1 p.p.), l'ensemble des branches économiques ont contribué positivement à la progression annuelle de l'emploi salarié en 2010. La croissance de l'emploi trouve essentiellement son origine dans le secteur « commerce, horeca, transports et communications » (0,6 p.p.), les autres activités de services (0,6 p.p.) ainsi que le secteur « activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises »<sup>7</sup> (0,4 p.p.).

<sup>6</sup> Le nombre d'OENS s'est établi à 3 862 en avril 2011, soit à un niveau historiquement élevé.

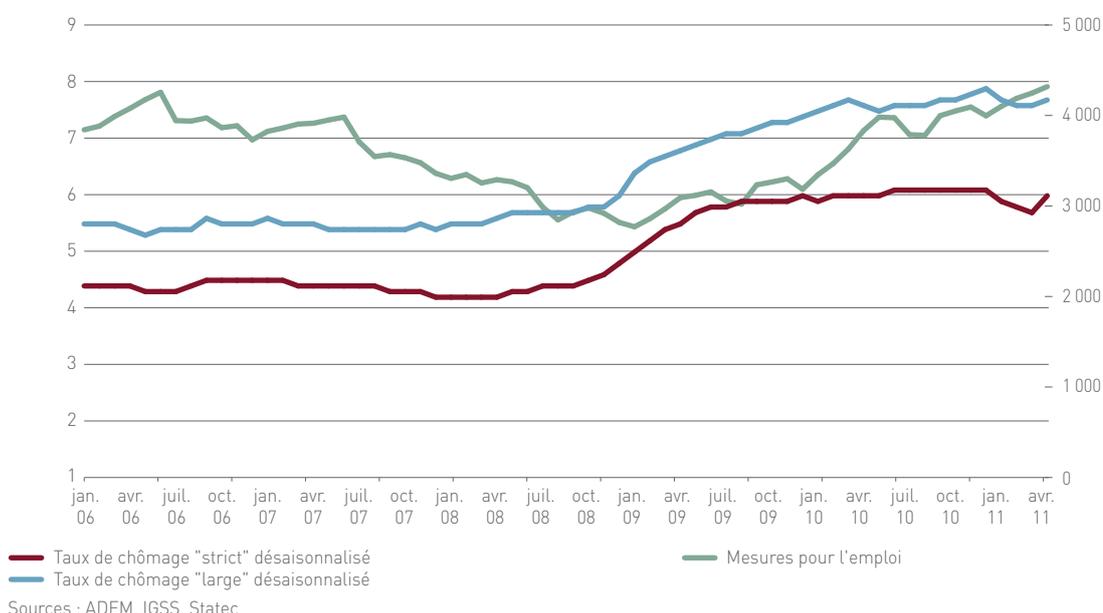
<sup>7</sup> La progression de l'emploi enregistrée dans ce secteur s'explique en grande partie par l'emploi intérimaire.

La plus récente estimation relative aux comptes nationaux trimestriels fait état d'une stabilisation de la progression annuelle de l'emploi salarié à 2,0% au dernier trimestre 2010. Il convient de souligner la contribution positive de l'industrie (0,1 p.p.), qui a cessé de ponctionner la progression annuelle de l'emploi.

### 1.2.2.2 Le chômage

Le taux de chômage « strict » annuel moyen s'est établi à 6,0% en 2010, en hausse de 0,3 p.p. par rapport à l'année précédente. Cette évolution a priori négative masque néanmoins la quasi-stabilisation du taux de chômage « strict » désaisonnalisé autour de 6,0% à 6,1% depuis fin 2009. Par ailleurs, les plus récentes estimations font état d'une légère baisse du taux de chômage au cours des derniers mois (à l'exception du mois d'avril 2011), ce qui corrobore une légère amélioration de la situation fondamentale. En avril 2011, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé s'est établi à 6,0%. Toutefois, ces données encore provisoires risquent d'être révisées à la baisse.

Graphique 1.10 : Taux de chômage et nombre de mesures pour l'emploi  
(en pourcentage de la population active et en nombre)



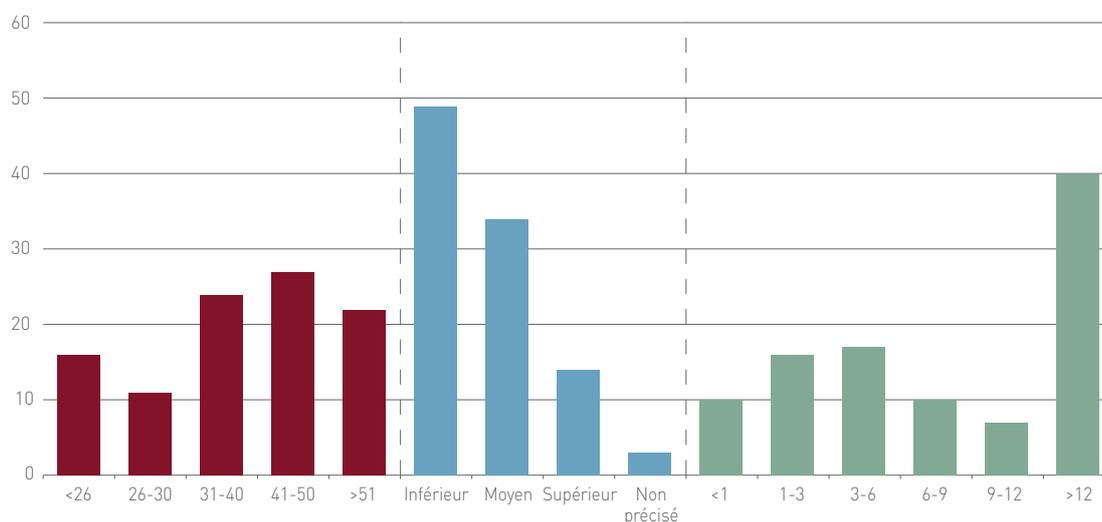
Le taux de chômage au sens « large » s'est établi à 7,6% en 2010, en hausse de 0,6 p.p. par rapport à 2009. Cette évolution s'explique essentiellement par la forte progression enregistrée du côté du nombre de mesures de soutien à l'emploi. De fait, le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une telle mesure s'est établi à plus de 3 800 en moyenne en 2010, en hausse de 24,1% par rapport à l'année précédente. Les mesures les plus importantes sont celles destinées aux demandeurs d'emploi non-indemnisés ainsi que celles ciblent les jeunes chômeurs. D'après les plus récentes estimations, le taux de chômage « large » désaisonnalisé s'est établi à 7,7% en avril 2011.

Après avoir atteint des niveaux historiquement élevés, le recours au chômage partiel a poursuivi sa tendance baissière, entamée depuis mi-2009. Selon les plus récentes données, le nombre de demandes introduites par les entreprises s'est établi à 33 pour le mois de juin 2011, en quasi-stagnation par rapport au mois précédent (34 demandes) mais en forte baisse par rapport à juin 2010 (88 demandes). Par ailleurs, le nombre de salariés potentiellement affectés par une mesure de chômage partiel a baissé de 57,4% entre juin 2010 et juin 2011 pour s'établir à 1 402 salariés. Environ deux tiers des demandes d'autorisations concernent le secteur industriel. Bien que de nombreuses incertitudes subsistent, l'abolition des conditions favorables dont bénéficient les entreprises ayant recours au chômage partiel pourrait avoir un effet relativement limité sur le chômage, essentiellement en raison de la baisse du recours à ce dispositif.

Selon la base de données mensuelle de l'IGSS, la durée moyenne de travail a augmenté de 0,2% au cours de l'année 2010, après s'être fortement contractée l'année précédente (-3,0%)<sup>8</sup>. Plusieurs facteurs pourraient expliquer la faible progression de la durée moyenne de travail au cours de l'année sous revue. Tout d'abord, bien que le nombre d'heures chômées ait diminué en 2010, celui-ci demeure à des niveaux historiquement élevés<sup>9</sup>. D'autre part, le nombre de salariés travaillant à temps partiel a progressé de 2,2% entre 2009 et 2010, alors que le nombre de salariés en temps complet n'a augmenté que de 1,7%<sup>10</sup>. La poursuite (certes dans une bien moindre mesure) de la hausse du recours à des contrats à temps partiel pourrait en partie expliquer la progression relativement faible de la durée moyenne de travail au cours de l'année sous revue et ceci dans le contexte d'une baisse du chômage partiel et d'une hausse des heures supplémentaires.

La progression dynamique des OENS couplée à une quasi-stabilisation des demandes d'emploi non satisfaites (DENS) ont engendré une amélioration de l'appariement entre l'offre et la demande de travail. De fait, en moyenne, en 2010, un emploi a été offert pour sept candidats potentiels inscrits à l'ADEM, contre un poste offert pour dix chômeurs au cours de l'année précédente. Toutefois, l'inadéquation demeure importante, en particulier pour les catégories de personnes a priori plus vulnérables. Comme le témoigne le graphique ci-joint, en 2010, près de la moitié des chômeurs ne disposent que d'un niveau de qualification inférieur.

Graphique 1.11 : Répartition des demandeurs d'emploi selon différentes caractéristiques en 2010 (en pourcentage par rapport au nombre total de demandeurs d'emploi inscrits à l'ADEM)



Sources : ADEM, IGSS, Statec

De même, un cinquième des demandeurs d'emploi a plus de 51 ans. Par ailleurs, environ 20,0% des demandeurs d'emplois résidents sont considérés comme «travailleurs à capacité de travail réduite»<sup>11</sup> ou «travailleurs handicapés». Les chômeurs appartenant à ces catégories rencontrent souvent plus de difficultés à réintégrer le marché du travail et sont plus enclins à tomber dans du chômage de longue durée. Celui-ci n'a au demeurant cessé d'augmenter au cours des dernières années et cette évolution s'est accélérée suite à la crise.

8 Ces chiffres font référence au nombre d'heures mensuelles travaillées en moyenne par chaque salarié. En raison d'une rupture statistique engendrée par l'introduction du Statut Unique au 1<sup>er</sup> janvier 2009 et afin de pouvoir faire des comparaisons entre les différentes années, ces chiffres incluent également les heures rémunérées mais non effectuées. Il s'agit par exemple des incapacités de travail pour cause de maladie, des congés pour raisons familiales, des congés d'accompagnement ainsi que des congés pour cause d'accident. Dans la limite des informations disponibles, en corrigeant la durée moyenne de travail du nombre d'heures rémunérées mais non effectuées, on peut estimer le nombre d'heures effectivement prestées par les salariés (incluant les heures supplémentaires). Ces chiffres corrigés font état d'une stagnation du nombre d'heures travaillées par salarié et par mois en 2010 (par rapport à 2009).

9 A noter que les heures chômées incluent le chômage conjoncturel ainsi que le chômage pour intempéries. En conséquence, les mauvaises conditions météorologiques enregistrées en début et fin d'année 2010 ont certainement contribué à la baisse de l'activité dans certains secteurs (tels que la construction) et donc à la hausse des heures chômées au cours de ces périodes.

10 Pour rappel, alors que le nombre de salariés sous contrat à temps complet avait baissé de 1,0% en 2009, le temps partiel avait fortement augmenté dans le sillage de la crise (accroissement de 15,7% en 2009).

11 Personnes bénéficiaires d'une décision de reclassement externe prise par la commission mixte de reclassement des travailleurs incapables d'exercer leur dernier poste de travail en application des dispositions L.551-1. et suivantes du Code du travail (y compris un certain nombre de personnes reconnues également travailleurs handicapés).

En comparaison par rapport à la population active, le taux de chômage de longue durée s'est établi à 2,3 % en moyenne en 2010, en hausse par rapport à l'année précédente (1,8 %). L'aggravation du chômage de longue durée est d'autant plus évidente que le taux de chômage de courte durée<sup>12</sup> a quant à lui légèrement baissé au cours de la même période, en passant de 3,8 % en 2009 à 3,7 % en 2010. Par ailleurs, le taux de chômage des personnes disposant d'un niveau de qualification inférieur est supérieur à celui des personnes moyennement ou hautement qualifiées (soit en moyenne en 2010, respectivement 6,1 %, 4,0 % et 3,8 %)<sup>13</sup>.

Les évolutions récentes des principaux agrégats de l'emploi et du chômage témoignent d'une amélioration de la situation sur le marché du travail. Néanmoins, il est à craindre que la récente hausse du chômage vienne en partie alimenter le chômage structurel, de sorte que la reprise de l'emploi ne suffise pas à enrayer complètement les effets de la crise sur le chômage.

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 Industrie et construction

La production industrielle a nettement rebondi en 2010, après s'être littéralement effondrée en 2009. Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches de l'industrie ont vu leur production se redresser en 2010 même si, il est vrai, les trajectoires infra-annuelles ont quelque peu varié d'un secteur à l'autre. Deux secteurs ont ainsi vu leurs rythmes de production ralentir fortement entre le premier et le deuxième semestre de l'année 2010. Il s'agit de l'industrie des biens intermédiaires et de la sidérurgie. Rappelons que les évolutions de la production dans ces deux secteurs sont en partie liées, notamment parce que la sidérurgie fournit le secteur des biens intermédiaires en matériaux utilisés dans la construction.

Tableau 1.5 : Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuelle)

	2009	2010	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-15,9	10,2	2,8	15,6	14,5	5,2	6,2
Pjo - Biens intermédiaires	-16,6	10,0	12,8	23,3	16,6	-0,1	2,2
Pjo - Biens d'équipement	-29,9	12,8	-22,2	-0,7	17,9	22,1	12,4
Pjo - Biens de consommation	-5,3	11,8	7,0	17,2	6,2	11,0	13,6
Pjo - Énergie	-2,7	11,8	0,7	9,2	22,9	4,1	12,1
Pjo - Industrie hors sidérurgie	-14,8	9,6	-0,6	13,4	12,2	6,5	6,7
Pjo - Sidérurgie	-24,2	15,8	46,1	36,9	35,7	-5,7	1,7

Source : STATEC

Sur l'ensemble de l'année 2010, la croissance de l'activité industrielle a été nettement plus dynamique au Luxembourg que dans la zone euro, où la production n'a progressé que de 7,1 % (contre 10,2 % au Luxembourg). Les plus récentes statistiques couvrent le mois de février 2011. Elles font état d'une progression modeste de 2,1 %, sur un an, de la production industrielle totale en février.

Dans les secteurs des biens d'équipement et de la sidérurgie, la production a fortement progressé en février (de respectivement 18,6 % et 13,1 %). La hausse de la production a été plus modérée dans le secteur de l'énergie (+3,9 %). Enfin, la production a reculé en février dans le secteur des biens intermédiaires (-1,6 %) et de consommation (-2,0 %).

Au final, la production industrielle du Luxembourg se situait fin février 2011 à un niveau qui reste de plus de 8 % inférieur au point relativement haut observé en août 2008, – alors que la baisse enregistrée dans la zone euro sur la même période s'établit autour de 6 %).

<sup>12</sup> Il s'agit de la proportion des demandeurs d'emploi dont la durée de chômage est inférieure ou égale à 12 mois.

<sup>13</sup> Il s'agit ici de données issues de l'Enquête sur les forces de travail menée par le Statec et Eurostat. Il se peut que des divergences apparaissent entre les données publiées par l'ADEM et celles issues de l'Enquête sur les forces de travail. A titre d'exemple, en 2010, le taux de chômage s'est établi à 4,4 % selon l'enquête trimestrielle et 6,0 % selon les données publiées par l'ADEM. Dans l'absolu, ces chiffres ne sont pas comparables étant donné les différences existantes en termes de sources de données et de méthodologie appliquée.

L'activité dans le secteur de la construction, pour sa part, a fait preuve d'une relative résistance en 2008 et en 2009 par rapport à l'industrie, avant d'afficher des résultats décevants en 2010. Le niveau de la production a en moyenne quasiment stagné en 2010 par rapport à 2009 et ce, en dépit d'un redressement des heures travaillées. Les indicateurs disponibles pour le début de l'année 2011 indiquent au contraire une reprise de l'activité. La production dans le secteur de la construction est ainsi apparue exceptionnellement dynamique en janvier et février 2011, après un mois de décembre catastrophique en raison de la rigueur de l'hiver. Elle aurait ainsi profité d'un report d'activité non effectuée en décembre. La croissance sur un an de la production dans la construction s'est établie à un rythme moyen supérieur à 20% au cours des deux premiers mois de l'année. Elle a aussi bénéficié d'effets de base favorables, l'activité dans le secteur de la construction s'étant fortement réduite au début de l'année 2010 en raison notamment de mauvaises conditions météorologiques.

Dans le secteur résidentiel, les permis de construire des logements ont reculé de 21,0% au quatrième trimestre de l'année 2010 par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. Toujours en glissement annuel, les autorisations de construction de maisons individuelles et de maisons à appartements ont diminué de respectivement 11,2% et 25,3% au dernier trimestre de 2010. Sur l'ensemble de l'année 2010, les permis ont progressé de manière dynamique sur le segment des maisons individuelles (+32,9%) tandis qu'ils ont reculé pour les maisons collectives (-11,7%). Le nombre total de permis de bâtir enregistre une quasi-stabilisation par rapport à 2009, en se situant à 3 551.

Tableau 1.6 : Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2009	2010	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Production par jour ouvrable -Total	1,1	0,2	5,6	3,1	-1,3	4,0	1,6	-3,8
Heures travaillées	-0,9	1,2	3,5	-5,0	-2,6	9,1	-6,0	4,9
Permis de bâtir <sup>1</sup>	-8,5	0,3	-2,8	-4,4	40,4	13,7	-3,8	-21,0

<sup>1</sup> Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

### 1.2.3.2 Secteur financier

#### Le bilan des établissements de crédit

Graphique 1.12 : Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1995 à mars 2011 (en millions d'euros pour le bilan)



Source : BCL

Le graphique précédent, qui reprend en bleu l'évolution de la somme des bilans des banques, montre un recul du volume des activités au cours des années 2002 et 2003, puis une hausse entre fin 2004 et octobre 2008, suivie d'une baisse jusqu'en mars 2010. Il apparaît que les mois d'avril à juin 2010 se sont caractérisés par

une légère hausse de la somme des bilans, qui ne s'est pas poursuivie. Au mois de décembre, la somme des bilans est de 769 256 millions d'euros.

Ce graphique met également en évidence le mouvement de concentration dans le secteur bancaire au Luxembourg depuis le début des années 2000.

### Evolution des principaux postes de l'actif du bilan

Tableau 1.7 : Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	12-2009	12-2010	03-2011	12-2009 - 12-2010		12-2010 - 03-2011		03-2011
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	374 389	364 047	372 689	-10 342	-2,8	8 642	2,4	48,6
Créances sur la clientèle	188 149	191 174	191 768	3 024	1,6	594	0,3	25,0
Portefeuille-titres	214 425	187 683	176 821	-26 743	-12,5	-10 862	-5,8	23,1
Autres actifs	20 497	26 353	24 851	5 856	28,6	-1 502	-5,7	3,2
Total de l'actif	797 461	769 256	766 129	-28 205	-3,5	-3 127	-0,4	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source: BCL

Entre les mois de décembre 2009 et de décembre 2010, la somme des bilans des établissements de crédit s'est contractée de 3,5%, passant de 797 461 à 769 256 millions d'euros. Le portefeuille de titres des banques ainsi que les créances interbancaires expliquent cette baisse. Les créances sur la clientèle et les autres actifs sont par contre en hausse par rapport à l'année précédente. La baisse de la somme des bilans des établissements de crédit s'est poursuivie au cours des trois premiers mois de 2011. Ainsi, elle était en recul de 0,4% (soit de 3 127 millions d'euros) en mars 2011 par rapport à décembre 2010.

Contrairement aux trimestres précédents, la réduction du volume des activités ne s'est pas essentiellement matérialisée par le biais de l'interbancaire, dont la baisse, entamée au début de l'année 2009, demeure pourtant ininterrompue. En effet, depuis le début de l'année 2010, le portefeuille de titres des banques s'est contracté de 12,5%, soit de 26 743 millions d'euros, pour atteindre un total de 187 683 millions d'euros au 31 décembre 2010. Cette contraction résulte en partie de la baisse de certains indices boursiers depuis le mois d'avril 2010. En effet en mars 2010, la valeur du portefeuille de titres s'élevait à 218 807 millions d'euros, soit un volume supérieur à celui observé fin 2009. Par ailleurs, cette contraction s'inscrit également dans un contexte où les banques cherchent à se libérer de certains titres, afin de réduire le volume de leurs actifs à risques et d'améliorer la qualité de leurs expositions. Le portefeuille-titres des banques est investi à 92,4% en valeurs mobilières à revenus fixes. Les 7,6% restants sont des valeurs mobilières à revenus variables (actions et participations).

En ce qui concerne la réduction du volume des créances interbancaires, le rythme de la baisse s'est quelque peu amoindri. En effet, entre janvier 2009 et janvier 2010, les créances interbancaires ont diminué de 19,3%, tandis qu'entre décembre 2009 et décembre 2010, la baisse n'est plus que de 2,8%. Cependant, l'encours des créances interbancaires de 364 047 millions d'euros fin décembre 2010 est à mettre en relation avec l'encours de 509 120 millions d'euros du troisième trimestre 2008, pour réaliser l'ampleur de la diminution des créances interbancaires depuis la crise.

Au cours de l'année 2010, les créances sur la clientèle ont augmenté de 1,6% pour s'élever à 191 174 millions d'euros au 31 décembre 2010. Notons que le volume des crédits accordés aux résidents luxembourgeois a augmenté de 12% au cours de la période, tandis que le volume des crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro a baissé de 4,3%. Fin mars 2011, les créances sur la clientèle représentent 25% de l'actif des établissements de crédit.

L'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une évolution fortement positive entre décembre 2009 et décembre 2010, passant de 20 497 à 26 353 millions d'euros. La vente de produits dérivés par les banques est relativement contra-cyclique. En effet, un contexte d'incertitude sur les marchés financiers incite les investisseurs à se protéger contre les risques et donc à acquérir des produits dérivés ayant pour objet cette protection. Notons cependant qu'entre le troisième et le quatrième trimestre 2010, l'encours des autres actifs a diminué de 10%. Le poids relatif des autres actifs reste modeste ; ils représentent, fin mars 2011, 3,2% du total de l'actif des établissements de crédit.

### Evolution des principaux postes du passif du bilan

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé peuvent également être transposées à l'analyse du passif.

Entre décembre 2009 et décembre 2010, les encours de dettes interbancaires ont diminué de 22 350 millions d'euros (soit de 6%), atteignant ainsi 348 243 millions d'euros fin 2010. Les positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg, qui a réduit son apport de liquidités aux banques depuis septembre 2009, quand les concours aux établissements de crédit de la zone euro représentaient 18 448 millions d'euro, contre 2 769 millions d'euros fin décembre 2010. Les dépôts interbancaires représentent près de la moitié (45,4%) du passif du bilan des banques fin mars 2011.

Les dettes envers la clientèle ont faiblement diminué entre décembre 2009 et décembre 2010, pour atteindre 265 804 millions d'euros. La diminution des dépôts de la clientèle non bancaire est essentiellement due à la clientèle étrangère résidant dans les autres pays membres de la zone euro. Le refinancement des banques reste cependant toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle non bancaire, qui représentent un poids relatif de 35,2% de la somme du passif fin mars 2011.

Entre décembre 2009 et décembre 2010, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 11,8%. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, les positions en titres faisant l'objet de fluctuations dues à la valorisation comptable des titres. De plus, avec un encours de 72 278 millions d'euros à la fin de l'année, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (8,9% de la somme du passif fin mars 2011).

A la fin de l'année 2010, 82 931 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Comme les autres actifs, les autres passifs sont influencés par les normes IAS/IFRS appliquées depuis janvier 2008. Les autres passifs sont en hausse de 5,9% entre fin 2009 et fin 2010 et en baisse de 3,0% entre décembre 2010 et mars 2011.

Tableau 1.8 : Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	12-2009	12-2010	03-2011	12-2009 - 12-2010		12-2010 - 03-2011		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	03-2011
Dettes interbancaires	370 593	348 243	347 750	-22 350	-6,0	- 493	-0,1	45,4
Dettes envers la clientèle	266 619	265 804	270 017	- 815	-0,3	4 213	1,6	35,2
Dettes représentées par un titre	81 914	72 278	67 906	-9 636	-11,8	-4 371	-6,0	8,9
Autres passifs	78 336	82 931	80 456	4 596	5,9	-2 476	-3,0	10,5
Total du passif	797 461	769 256	766 129	-28 205	-3,5	-3 127	-0,4	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source: BCL

## 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 3,6% en deux ans, entre décembre 2008 et décembre 2010, ce qui équivaut à une perte de 953 emplois.

C'est au cours du troisième trimestre de l'année 2008 que l'effectif des banques du Luxembourg a atteint son maximum, avec 27 269 personnes employées, dans 154 établissements de crédit. Depuis, cet effectif n'a cessé de reculer.

Au 31 décembre 2010, 26 255 personnes occupent un emploi bancaire au Luxembourg dans les 147 établissements de crédit recensés, contre 26 416 un an auparavant, soit 161 employés de moins.

Le dernier trimestre de l'année 2010 enregistre pourtant une hausse de 37 emplois par rapport au troisième trimestre de l'année. Il s'agit d'un premier revirement de tendance, après huit trimestres marqués par des baisses de l'emploi. Cependant, cette hausse est due à un effet de base. En effet, un établissement de crédit a augmenté son effectif de plus de 100 personnes au cours du dernier trimestre, en rémunérant désormais directement des employés qui travaillaient auparavant pour un sous-traitant de son service d'administration de fonds d'investissement. En neutralisant cette opération non-récurrente, l'emploi au 31 décembre 2010 serait en baisse de près de 80 unités par rapport au trimestre précédent.

Finalement, on note encore que le premier trimestre de l'année en cours se caractérise par une baisse de l'emploi de 37 unités, soit 0,1% par rapport au dernier trimestre de l'année 2010. Ainsi, au 31 mars 2011, l'emploi dans les établissements de crédit est en baisse de 180 unités par rapport au 31 mars 2010.

Graphique 1.13 : Évolution de l'effectif des banques entre décembre 1994 et mars 2011



Source : BCL

## L'évolution des comptes de profits et pertes

Sur base des chiffres provisoires relatifs à l'année 2010, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois a diminué de 18,5% entre 2009 et 2010 pour s'élever à 5 031 millions d'euros en 2010.

### Revenus

La baisse de la somme des bilans des banques cumulée avec les moindres opportunités de transformations d'échéances au cours des années 2009 et 2010 ont généré des revenus d'intérêts moins élevés en 2010. Les intérêts perçus ont diminué de 34,1% par rapport à l'année 2009 alors que les intérêts bonifiés ont reculé de 38,9% sur la même période. Ainsi, la marge sur intérêts a reculé de 14,6% entre 2009 et 2010, pour s'élever à

5 653 millions d'euros en 2010. Partant, son importance relative dans le produit bancaire s'est établie à 57,0 % contre 69,0 % et 61,9 % en 2008 et 2009.

Les revenus de valeurs mobilières, qui sont inclus dans la marge sur intérêts, se sont élevés à 750 millions d'euros, ce qui correspond à une légère diminution par rapport à 2009 où ils s'étaient élevés à 773 millions d'euros.

Tableau 1.9 : Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit  
Résultat des établissements de crédit, y inclus les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois  
(en millions de EUR ; données brutes ; en fin de période)

	Rubrique des profits et pertes	2009/12	2010/12	Variations en pourcent	Variations en termes bruts
1	Produits d'intérêts	27 755	18 278	-34,1 %	-9 477
2	Revenus de valeurs mobilières	773	750	-3,0 %	-23
3	Intérêts bonifiés	21 906	13 375	-38,9 %	-8 531
4	Marge sur intérêts	6 622	5 653	-14,6 %	-969
5	Revenus nets sur commissions	3 188	3 808	19,4 %	620
6	Revenus sur opérations de change	103	288	179,6 %	185
7	Autres revenus nets	780	169	-78,3 %	-611
8	Revenus hors intérêts	4 071	4 265	4,8 %	194
9	Produit bancaire	10 693	9 918	-7,2 %	-775
10	Frais de personnel	2 491	2 669	7,1 %	178
11	Frais d'exploitation	1 747	1 937	10,9 %	190
12	Frais de personnel et d'exploitation	4 238	4 606	8,7 %	368
13	Amortissements sur immobilisé non financier	279	281	0,7 %	2
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts	6 176	5 031	-18,5 %	-1 145
15	Constitution nette de provisions	256	21	-91,8 %	-235
16	Dépréciations nettes	2 432	555	-77,2 %	-1 877
17	Résultats divers	13	92	592,5 %	79
18	Résultats avant impôts	3 501	4 547	29,9 %	1 046
19	Impôts sur revenu et le bénéfice	875	638	-27,1 %	-237
20	Résultat net	2 626	3 909	48,9 %	1 283

Source : BCL

Contrairement à la marge sur intérêts, les revenus nets sur commissions ont nettement augmenté entre 2009 et 2010 et convergent dès lors vers les niveaux atteints en 2008. Cette augmentation s'explique essentiellement par le développement des valeurs boursières. Ces dernières influent sur le volume des actifs sous gestion, dont l'assiette sert de base au calcul des frais de gestion. L'évolution des valeurs boursières génère également une modification du volume des investissements de la clientèle privée. Au total, sous l'impulsion notamment de la reprise des marchés financiers, les revenus nets sur commissions du secteur bancaire se sont accrus de 19,4 % entre 2009 et 2010.

L'impact de la crise financière et le recul des primes de risque demandées par les investisseurs ont fait augmenter les valeurs de marché des titres en question, ce qui a partiellement contrebalancé les réductions de valeur des titres souverains. En 2009, la hausse des marchés financiers a généré des gains sur titres particulièrement élevés. En conséquence, les autres revenus nets affichent, pour l'année 2010, un excédent de 169 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 611 millions d'euros, soit 78,3 % par rapport à 2009. Notons toutefois que ce résultat est favorable en comparaison des données du 30 juin 2010, lorsque les banques affichaient des moins-values de 176 millions d'euros après 316 millions d'euros le trimestre précédent. Toutefois, les autres revenus restent caractérisés par une volatilité élevée et leur évolution parmi les banques est hétérogène.

Le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 7,2 % en comparaison annuelle et s'élève à 9 918 millions d'euros pour l'année 2010.

Tableau 1.10 : Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit<sup>1) 2)</sup>

Résultat des établissements de crédit, y compris les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en pourcent du produit bancaire ; en fin de période)

Rubrique des débits et des crédits	2008	2009	2010
<b>I Composantes du produit bancaire</b>			
Marge sur intérêts	69,0	61,9	57,0
Revenus nets sur commissions	35,2	29,8	38,4
Revenus sur opérations de change	3,6	1,0	2,9
Autres revenus nets	-7,7	7,3	1,7
<b>II Affectations du produit bancaire</b>			
Frais de personnel et d'exploitation	42,2	39,6	46,4
Constitution nette de provisions	-1,0	2,4	0,2
Dépréciations nettes	52,3	22,7	5,6
Impôts sur revenu et le bénéfice	2,5	8,2	6,4
Résultat net	1,6	24,6	39,4

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

2) Données provisoires pour 2010

Source : BCL

## Coûts

En ce qui concerne les frais de personnel et d'exploitation, on note une augmentation de 8,7% qui se décompose en une hausse des frais de personnel de 7,1% et des frais d'exploitation de 10,9%. La hausse des frais de personnel et d'exploitation, conjuguée à la baisse du produit bancaire, implique que les frais de personnel et d'exploitation représentent désormais 46,4% du produit bancaire, contre 39,6% en 2009.

En ce qui concerne les constitutions nettes de provisions et les dépréciations, des diminutions très marquées sont survenues en 2010. Elles s'expliquent, entre autres, par l'amélioration des conditions sur les marchés ainsi que par le fait que la qualité des créances détenues par les établissements de crédit s'est nettement améliorée en 2010. Ainsi, les constitutions nettes de provisions sont en baisse de 91,8% alors que les dépréciations, quant à elles, sont en baisse de 77,2%.

Dans ce contexte, le résultat net dégagé en 2010 est en hausse de 48,9%, pour s'élever à 3 909 millions d'euros contre 2 626 millions d'euros en 2009.

## Premier trimestre 2011

Les chiffres encore provisoires se rapportant au premier trimestre de l'année 2011 confirment les données relatives à l'année 2010.

A la fin du premier trimestre de l'année en cours la marge sur intérêts s'est élevée à 1 453 millions d'euros, soit une baisse de 1,1% par rapport à fin mars 2010. Ainsi, le rythme de baisse de la marge sur intérêts, en variation annuelle, s'est nettement ralenti par rapport aux trimestres précédents.

Les résultats hors intérêts affichent une hausse de 6,2% par rapport au premier trimestre de l'année 2010. Cette progression s'explique notamment par la bonne performance du résultat net sur commissions (en hausse de 19,8%), qui se chiffre à 1 103 millions d'euros pour le premier trimestre de l'année 2011.

Les frais de personnel et d'exploitation, quant à eux, ont augmenté de 4,6% pour s'élever à 1 211 millions d'euros. Il convient de noter que cette hausse s'explique essentiellement par les frais d'exploitation, les frais de personnel étant pour leur part comparables aux frais de fin de mars 2010 (+0,7%).

Ainsi, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts est resté quasiment stable (+ 0,7%) entre fin mars 2010 et 2011 et s'élève à 1 609 millions d'euros.

Tableau 1.11 : Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit  
Résultat des établissements de crédit, y compris des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions de EUR ; données brutes en fin de période)

	Rubrique des profits et pertes	mars 2010	mars 2011	Variations en pourcent	Variations en termes bruts
1	Produits d'intérêts	5 144	5 050	-1,8 %	-94
2	Revenus de valeurs mobilières	143	118	-17,5 %	-25
3	Intérêts bonifiés	3 818	3 715	-2,7 %	-103
4	Marge sur intérêts	1 469	1 453	-1,1 %	-16
5	Revenus nets sur commissions	921	1 103	19,8 %	182
6	Revenus sur opérations de change	118	46	-61,0 %	-72
7	Autres revenus nets	316	290	-8,2 %	-26
8	Revenus hors intérêts	1 355	1 439	6,2 %	84
9	Produit bancaire	2 824	2 892	2,4 %	68
10	Frais de personnel	705	710	0,7 %	5
11	Frais d'exploitation	453	501	10,6 %	48
12	Frais de personnel et d'exploitation	1 158	1 211	4,6 %	53
13	Amortissements sur immobilisé non financier	68	72	5,9 %	4
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts	1 598	1 609	0,7 %	11

Source : BCL

### Les taux d'intérêt des banques

Le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable s'est replié de 15 points de base entre le 31 décembre 2009 (2,03 %) et le 31 décembre 2010 (1,88 %). Au cours du premier trimestre de l'année 2011, le coût des crédits immobiliers est passé de 1,87 % en janvier à 1,91 % en mars, soit une hausse de 4 points de base. L'observation de février 2011 (1,81 %) est la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique en janvier 2003.

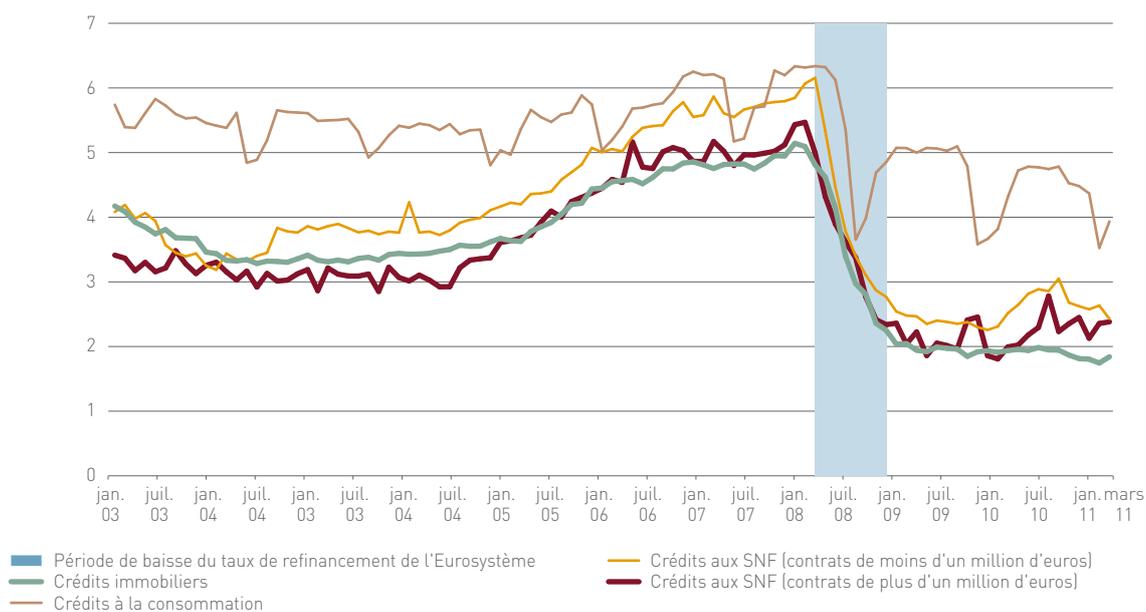
En mars 2011, le coût d'un crédit immobilier dont le taux d'intérêt est fixé pour dix ans était de 3,24 %, alors qu'il s'élevait à 3,05 % en décembre 2010.

Suite à une baisse du coût des crédits à la consommation au début de l'année 2010, ces derniers ont enregistré une hausse avant de se stabiliser autour d'un taux de 4,8 % au cours de la seconde moitié de l'année 2010. Ce taux enregistre une nouvelle baisse au début de l'année 2011, sous l'influence du festival de l'automobile à Luxembourg. Entre décembre 2009 et décembre 2010, le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans a diminué de 61 points de base, passant de 5,17 % à 4,56 %. Entre décembre 2010 et mars 2011, ce dernier a diminué de 55 points de base, passant à 4,01 %.

En ce qui concerne le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est supérieure à cinq ans, il était en hausse de 30 points de base entre décembre 2009 (4,76 %) et décembre 2010 (5,06 %). Le coût en question a cependant diminué de 65 points de base entre décembre 2010 et mars 2011 (4,41 %).

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 de 6 points de base entre décembre 2010 (2,26 %) et mars 2011 (2,20 %). Au cours de l'année 2010, entre décembre 2009 (1,76 %) et décembre 2010, une hausse de 50 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 1.14 : 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 2011 (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 augmenter de 27 points de base entre décembre 2009 (2,42%) et décembre 2010 (2,69%), puis baisser de 19 points de base entre décembre 2010 et mars 2011 (2,50%). Pour sa part, le coût des crédits correspondant aux nouveaux contrats d'un montant supérieur à un million d'euros a augmenté de 49 points de base en 2010, puis diminué de 7 points de base entre janvier et mars 2011, passant de 2,52% en décembre 2010 à 2,45% en mars 2011.

En ce qui concerne les volumes des nouveaux contrats, ces derniers ont atteint en mars 2011 les montants respectifs de 1 646 millions d'euros pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros et de 8 952 millions d'euros pour les crédits d'un montant supérieur à un million d'euros au cours de mars 2011.

La rémunération des dépôts des ménages, pour les nouveaux contrats de maturité inférieure à un an, a été de 0,82% en mars 2011. Ce taux a enregistré une hausse de 32 points de base par rapport à décembre 2009 (0,50%).

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 une hausse de 34 points de base entre décembre 2009 (0,40%) et mars 2011 (0,74%).

### ***L'enquête sur la distribution du crédit bancaire***

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande.

Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement des critères d'octroi (une hausse de la demande) et la part de celles ayant signalé un assouplissement (une baisse). A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

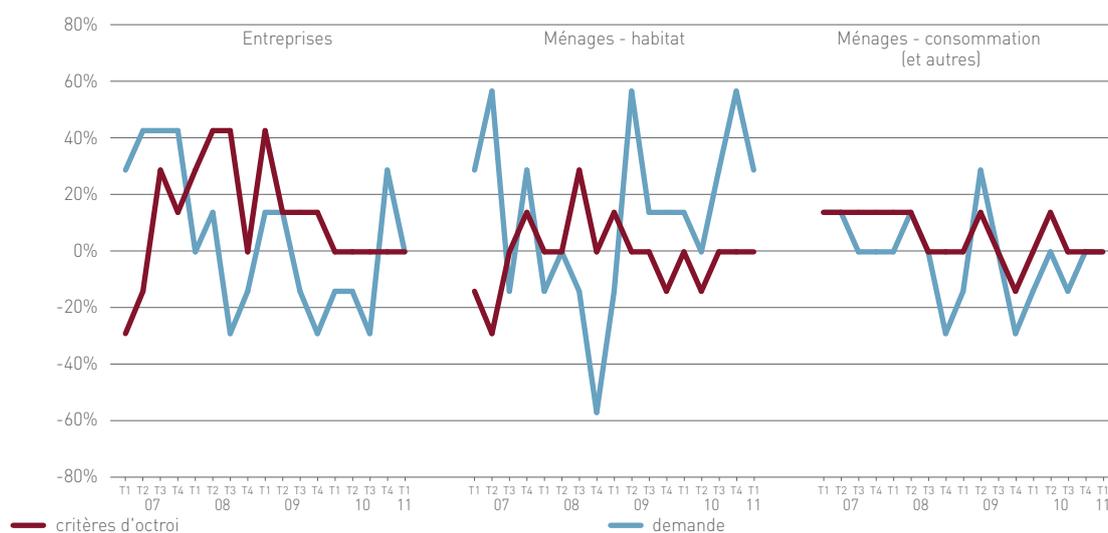
La plus récente enquête couvre le premier trimestre 2011. Généralement, les résultats luxembourgeois relatifs à l'évolution des critères d'octroi des crédits sont plus favorables que ceux de la zone euro dans son ensemble. Les résultats relatifs à la demande sont en moyenne plus ou moins en ligne dans les deux échantillons. L'enquête comprend, depuis le troisième trimestre 2007, également des questions supplémentaires sur l'accès au financement du marché.

Pour les données dérivées des questions régulières de l'enquête, le graphique représente l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs au Luxembourg.

**Entreprises :** Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises sont restés inchangés en 2010 ainsi qu'au premier trimestre 2011. Dans la zone euro, les pourcentages nets se sont généralement inscrits à des niveaux très bas, malgré un rebond à plus de 10 % au deuxième trimestre 2010. Force est de constater que les critères d'attribution n'ont pas été assouplis depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, ni au Luxembourg ni dans la zone euro dans son ensemble. La politique de crédit des banques demeure restrictive dans la mesure où les durcissements cumulés enregistrés depuis le deuxième trimestre 2007 n'ont pas encore été neutralisés, voire même inversés.

Les banques ont également signalé plusieurs hausses successives de leurs marges sur les prêts plus risqués.

Graphique 1.15 : Évolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg (pourcentages nets)



Source : BCL

Pour ce qui est de la demande, les évolutions récentes sont plutôt favorables, notamment pour ce qui est de l'échantillon agrégé. Une forte tendance haussière des pourcentages nets est discernable dans la zone euro, de sorte que la demande nette s'est rapprochée de son sommet historique au premier trimestre de l'année en cours. Ces développements sont largement attribuables à un besoin de financement accru des entreprises, qui découle de la restructuration de dettes et de la gestion de stocks et des fonds de roulement. Au Luxembourg, la demande nette a rebondi au quatrième trimestre 2010, pour ensuite retomber à zéro lors de la plus récente enquête. Un besoin de financement accru des entreprises lié à la gestion des stocks et des fonds de roulement a exercé un effet positif sur la demande au cours de la majeure partie de la période sous revue.

**Ménages (habitat) :** En ce qui concerne l'évolution des crédits à l'habitat accordés aux ménages, les critères d'octroi au Luxembourg se sont en moyenne très légèrement assouplis, une banque ayant signalé un assouplissement de ses critères d'attribution au deuxième trimestre 2010, alors que les pourcentages nets se sont établis à zéro lors des autres enquêtes. Dans la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets se sont inscrits aux environs de 10 % durant l'essentiel de la période sous revue, à l'exception d'un recul prononcé (à 1 %) mais éphémère au troisième trimestre 2010.

Le durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers dans la zone euro s'est surtout traduit sur la marge perçue sur les prêts risqués.

La demande nette fut en moyenne positive au Luxembourg, notamment au dernier trimestre 2010 quand quatre banques ont rapporté une hausse de la demande. Les résultats agrégés de la zone euro sont plus volatils mais vont généralement dans le sens d'un rebond de la demande. Ces développements respectifs sont, dans une large mesure, liés à l'évolution des perspectives sur le marché du logement.

**Ménages (consommation et autres):** Les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) au Luxembourg se sont en moyenne très légèrement durcis. Au niveau de la zone euro, les critères d'attribution se sont globalement durcis, même si au troisième trimestre 2010 les résultats allaient dans le sens d'un assouplissement imminent.

La demande nette a en moyenne très légèrement reculé au Luxembourg; dans l'échantillon agrégé, la demande nette fut négative durant la majeure partie de la période sous revue.

**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 à plusieurs reprises. Une des questions supplémentaires récurrentes a 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 que les conditions d'accès se sont améliorées au cours des cinq trimestres sous revue, bien que légèrement. Les résultats de la zone euro sont relativement hétérogènes.

Encadré 1.2:

### L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits au Luxembourg, publié en mars 2011 (voir Bulletin 2011/01). Alors que les publications antérieures couvraient les crédits aux ménages et aux entreprises uniquement, le présent encadré passe en revue l'ensemble des développements relatifs aux crédits octroyés au secteur privé hors institutions financières monétaires (IFM), avant et notamment depuis la crise financière.

Les sources exploitées ci-dessous ainsi que dans le cadre des publications antérieures comprennent les données bilantaires (données BSI) des IFM, la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données MIR) qui couvre aussi les volumes de crédits nouvellement accordés, ainsi que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) qui fournit des indications sur l'évolution de l'offre et de la demande des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises. Les résultats BLS les plus récents datent du premier trimestre 2011. Pour ce qui est des collectes BSI et MIR, les plus récentes données disponibles datent de mars 2011. Plusieurs ajustements statistiques des données bilantaires ont été effectués. Les séries ne sont toutefois pas ajustées pour les effets saisonniers.

Le secteur privé<sup>1</sup> se compose des ménages, des sociétés non-financières (SNF) ou entreprises, des sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) et des autres intermédiaires financiers (AIF). Les prêts aux ménages sont également ventilés selon le type de crédit (crédits immobiliers, crédits à la consommation et autres crédits). Légèrement plus de la moitié des prêts octroyés par les IFM au Luxembourg à des contreparties du secteur privé de la zone euro sont destinés à des non-résidents. Ainsi, dans le Graphique 1, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés par les IFM implantées au Luxembourg sont ventilées selon l'origine géographique des contreparties. Le graphique retrace également l'évolution du taux de croissance annuel des crédits octroyés par l'ensemble des IFM de la zone euro à des contreparties de la zone euro.

Certaines parallèles sont discernables entre les deux séries qui retracent les progressions annuelles respectives. Les tendances sous-jacentes sont similaires, notamment depuis l'intensification des turbulences financières au quatrième trimestre 2008, quand les taux de croissance se sont fortement repliés. Le graphique fait également ressortir un redressement progressif des deux séries au

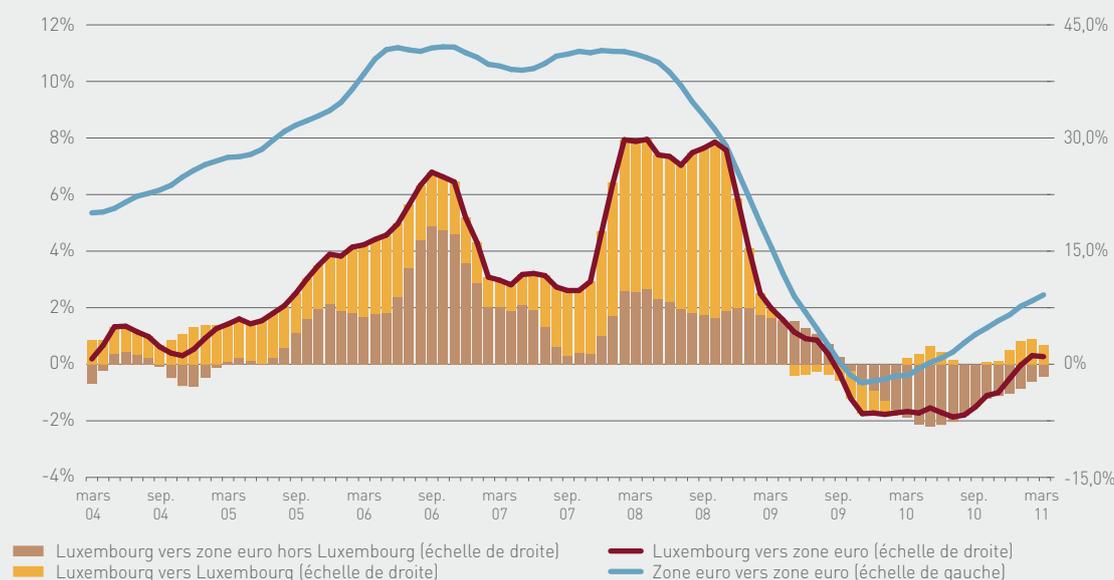
<sup>1</sup> Dans le présent encadré, « secteur privé » signifie « secteur privé hors IFM ». L'interbancaire est exclu de l'analyse, entre autres en raison de sa volatilité.

cours de l'année passée. Il va de soi que la série luxembourgeoise est plus volatile que celle de la zone euro. Cette volatilité découle du fait que certaines IFM résidentes ont un poids important dans l'échantillon, ce qui explique également la chute du taux de croissance annuel vers la fin de 2006. Si les deux séries affichent des tendances sous-jacentes analogues, la progression annuelle des crédits octroyés par les IFM au Luxembourg est en moyenne nettement supérieure à celle des crédits octroyés par l'ensemble des IFM de la zone euro.

Le graphique montre aussi que le repli de la progression annuelle des crédits octroyés par les

IFM au Luxembourg fin 2008 fut d'abord attribuable à une forte baisse de la contribution des prêts octroyés aux contreparties résidentes. Le récent redressement du taux de croissance annuel découle lui aussi largement des crédits octroyés à des contreparties résidentes. Néanmoins, si les tendances sous-jacentes actuelles persistent, la croissance du crédit devrait se poursuivre sous le double effet d'un rebond des crédits octroyés aux résidents et aux non-résidents. Le reste de l'encadré se limitera pourtant aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associés aux développements macroéconomiques luxembourgeois.

Graphique 1 : Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM (progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



Sources : BCL, BCE

En mars 2011, pratiquement la moitié des encours de crédits octroyés aux résidents étaient destinés aux AIF, largement composés de fonds d'investissement. Environ un tiers des crédits étaient octroyés aux ménages, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 20% des encours étaient destinés aux entreprises. La part des crédits aux SAFF fut peu élevée. La composition sectorielle des encours a d'importantes implications pour les développements des crédits et pour l'économie plus généralement. Par exemple, l'évolution des crédits immobiliers est relativement stable par rapport aux prêts octroyés aux AIF. Les prêts immobiliers sont davantage liés au revenu disponible des ménages et aux perspectives sur le marché du logement. Par contre, les prêts aux AIF font preuve d'une volatilité accrue, dans la mesure où ces crédits sont utilisés dans le cadre de la gestion de liquidités.

Le Graphique 2 établit clairement que la dynamique des crédits destinés aux contreparties résidentes est étroitement liée au secteur des AIF.

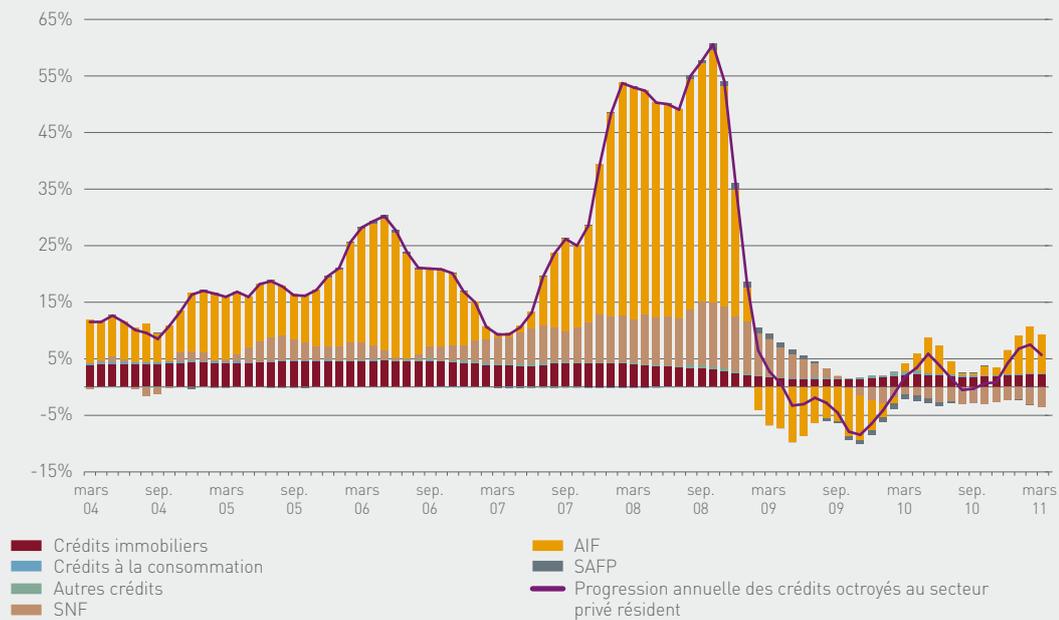
Ainsi, la décélération marquée du taux de croissance annuel à partir du dernier trimestre 2008 découle avant tout d'un recul considérable de la contribution des prêts aux AIF. En l'espace de quelques mois seulement, la progression annuelle des crédits destinés au secteur privé résident est devenue négative, après avoir excédé les 60% en septembre 2008. La contribution des crédits aux entreprises a également fléchi de manière continue, pour devenir négative environ un an plus tard. Si les crédits immobiliers ont fait preuve d'une certaine stabilité, une modération de la dynamique de ces crédits est discernable peu après l'émergence des tensions financières en 2007. Cependant, la

dynamique des crédits immobiliers s'était déjà modérée avant la crise. Un autre constat important est que le récent redressement de la progression annuelle des crédits octroyés aux résidents découle surtout d'une reprise des crédits aux AIF.

Malgré l'importance des crédits octroyés aux AIF, une analyse détaillée de ce secteur dépasse la portée de cet encadré. Maintes informations dis-

ponibles pour les secteurs des ménages et des entreprises ne couvrent d'ailleurs pas les AIF. Les variables explicatives sous-jacentes ne sont de surcroît pas aisément identifiables, même suite à un travail analytique approfondi. Néanmoins, la chute quasi immédiate des crédits octroyés aux AIF suite à la faillite de Lehman Brothers s'explique sans doute par le fait que ces crédits sont utilisés dans le cadre de la gestion de liquidités des fonds.

Graphique 2 : Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes (progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



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



Le Graphique 3 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou de variations de stocks<sup>2</sup> (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

Après avoir repris de la vigueur courant 2009, les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents ont continué à progresser tout au long de l'année passée ainsi qu'en 2011. Leur progression fut particulièrement forte au quatrième trimestre 2010. Les variations de stocks se sont quant à elles fortement accrues au dernier trimestre 2010, avant de se tasser à un niveau moins élevé au premier trimestre 2011.

Les données MIR indiquent que les volumes de nouveaux crédits immobiliers accordés se sont établis à 3 286 millions d'euros en 2010 (et à 676 millions d'euros au premier trimestre 2011). En guise de comparaison, en 2008 et en 2009 les crédits nouvellement accordés se sont respectivement établis à 2 893 millions et à 3 895 millions d'euros. Il convient de rappeler que certaines différences

méthodologiques existent entre la collecte MIR et la collecte BSI<sup>3</sup>.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi des crédits immobiliers n'ont pas changé considérablement depuis l'émergence des turbulences financières, alors que la demande nette s'inscrit pratiquement en hausse continue depuis son rebond en 2009.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, ils se caractérisent par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. Si la progression annuelle de ces crédits a poursuivi une tendance à la hausse depuis début 2008, cette tendance s'est inversée depuis avril 2010. Du côté des données MIR, quelque 750 millions d'euros ont été accordés au total en 2010 (229 millions d'euros au premier trimestre 2011), par rapport à respectivement 564 millions et 768 millions en 2008 et en 2009. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que globalement, ni les critères d'octroi, ni la demande nette n'ont changé considérablement lors de la crise financière.

Le Graphique 4 retrace l'évolution des crédits octroyés aux entreprises.

Graphique 4 : Les crédits octroyés aux entreprises du Luxembourg  
(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

<sup>2</sup> Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours (corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).

<sup>3</sup> Par exemple, pour la collecte MIR il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données BSI seuls les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte MIR comprennent toutes les renégociations des crédits existants et ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

Le taux de croissance annuel demeure négatif et a généralement continué à se détériorer depuis l'intensification des turbulences financières, malgré l'un ou l'autre rebond de la série qui s'est avéré éphémère. Une certaine reprise est discernable en ce qui concerne les variations mensuelles des encours, qui demeurent toutefois peu élevées ou négatives.

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 avaient perdu de la vigueur au cours de l'année 2009 mais, à partir de mai 2010, se sont inscrits à des niveaux qui dépassent parfois considérablement ceux des années précédentes. Par contre, les gros volumes continuent à s'inscrire à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009.

Si les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux SNF se sont durcis au cours de la crise financière, les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères inchangés depuis 2010. Il convient de rappeler que

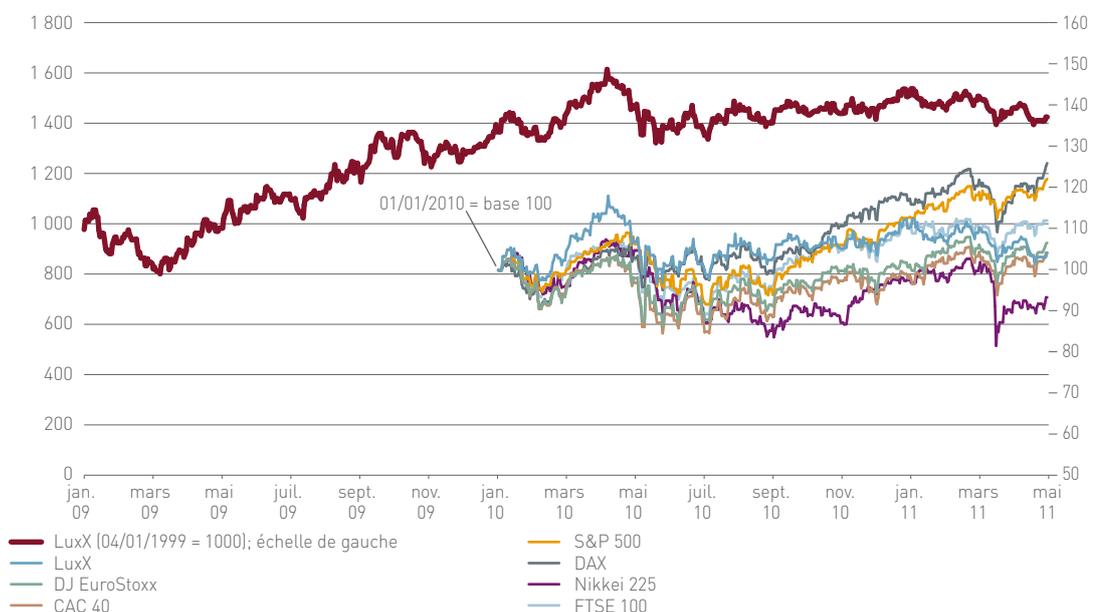
l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé. La demande nette, qui s'était repliée au cours de la période de crise, a brièvement rebondi au quatrième trimestre 2010 mais est à nouveau restée inchangée au premier trimestre 2011. Les résultats agrégés de l'enquête ne permettent pas de différencier selon l'origine géographique des contreparties.

On peut donc conclure que le repli des crédits octroyés au secteur privé résident découle en premier lieu du recul des crédits octroyés aux AIF, qui à son tour est lié à l'activité de gestion de fonds. Le récent redressement du volume de crédits au secteur privé découle d'une reprise des crédits octroyés aux AIF. Quant aux crédits octroyés aux ménages, nettement moins touchés par la crise financière que les AIF, l'ensemble des informations disponibles va dans le sens d'une accélération continue de la dynamique des crédits immobiliers. En même temps, l'évolution des crédits aux entreprises continue à se détériorer.

### L'activité boursière au Luxembourg

Entre fin 2009 et fin 2010, l'indice LuxX a progressé de 12 %, passant de 1 372 à 1 542. Ensuite, l'indice luxembourgeois a légèrement reculé pour s'inscrire à 1 430 au 29 avril 2011 et à 1 424 le 31 mai 2011. Globalement, l'indice a évolué dans une fourchette relativement étroite pour la majeure partie de la période sous revue. A noter qu'avec effet au 1<sup>er</sup> mars 2011 la société Aperam fut incluse dans la composition du panier servant de base au calcul de l'indice LuxX, suite à la scission opérée entre ArcelorMittal et sa branche d'aciers inoxydables, électriques et spéciaux.

Graphique 1.16 : L'évolution du LuxX et des indices boursiers étrangers  
(Indice : 01/01/2010 = 100 sauf indication contraire ; données quotidiennes)



Source : Bloomberg

Le prix des actions ArcelorMittal, qui interviennent avec un poids de 20 % dans le calcul de l'indice, a reculé de 19 % en 2010. Depuis leur cotation en bourse, la valeur des actions Aperam s'est légèrement repliée. Ces mouvements ont toutefois été contrebalancés par une hausse de la valeur des autres principales composantes. En effet, la valeur des actions SES (qui interviennent aussi avec un poids de 20 %) a progressé de 18 %, alors que le prix des actions Reinet Investments a augmenté de 8 %. La valeur des actions RTL s'est quant à elle accrue de 47 %. Toutes les autres composantes du LuxX ont progressé entre fin 2009 et le 30 avril 2011, à l'exception de KBC Group et Dexia, qui ont perdu 11 % et 37 % respectivement.

Fin 2010, la Bourse de Luxembourg comptait 44 916 valeurs cotées, par rapport à 45 660 cotations en 2009. Au premier trimestre 2011, le nombre de valeurs cotées a reculé davantage, pour passer à 44 387. La ventilation du nombre de valeurs cotées indique que les parts des différentes composantes sont restées relativement stables. Ainsi, en mars 2011, la part du nombre d'obligations s'est inscrite à 67 % et celle des OPC à 15 %. La part des warrants s'est légèrement accrue, pour s'établir à 18 %, alors que celle des actions est restée inférieure à 1 %.

Le volume des transactions s'est replié, passant de 272 millions d'euros en 2009 à 219 millions en 2010. Cette chute est largement attribuable à une forte baisse du volume d'échange en actions. Au premier trimestre 2011, le volume de l'ensemble des transactions s'est élevé à 48 millions d'euros contre 78 millions au premier trimestre 2010.

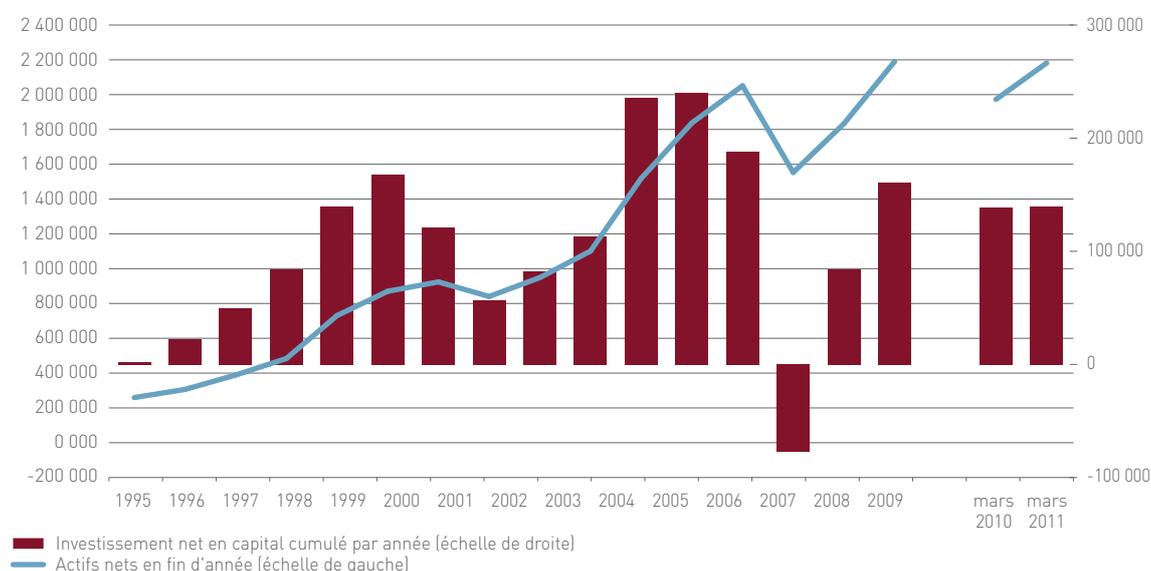
### Les organismes de placement collectif

#### L'évolution en nombre

L'analyse de l'évolution du nombre d'organismes de placement collectif inscrits au Luxembourg au cours de l'année 2010 révèle une nette tendance à la hausse, qui contraste avec les évolutions en demi-teinte enregistrées en 2009, où le nombre d'OPC n'avait que légèrement progressé (91 unités supplémentaires), tandis que le nombre de compartiments s'était replié de 93 unités. En effet, en 2010, 204 OPC supplémentaires ont été inscrits sur la liste officielle. Leur nombre total est ainsi passé de 3 463 en décembre 2009 à 3 667 à la fin de l'année 2010. Quant au nombre de compartiments, il a affiché une croissance vigoureuse, puisqu'il s'est accru de 705 unités, pour s'élever à 12 937 fin 2010. Il convient encore de relever qu'au cours du premier trimestre de 2011, cette tendance à la hausse s'est confirmée. Le nombre d'OPC a augmenté de 57 unités, tandis que le nombre de compartiments a progressé de 120 unités par rapport à la fin du mois de décembre 2010.

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

Graphique 1.17 : Évolution des actifs nets et de l'investissement net en capital (en millions d'euros)



Source : CSSF

L'évolution globalement positive des marchés financiers au cours de l'année 2010, doublée du retour de la confiance des investisseurs, s'est répercutée sur la performance de l'industrie des fonds. La valeur nette d'inventaire (VNI) s'est appréciée de plus de 19% par rapport au niveau observé à la fin de l'année 2009. A la fin du quatrième trimestre 2010, elle s'élevait à 2 198 994 millions d'euros, contre 1 840 993 millions à la fin du mois de décembre 2009.

Tableau 1.12: Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif  
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital <sup>1)2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>2)3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
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
avril	3 521	12 552	2 012 887	13 803	18 546	419 955	26,4	32 349	1,6
mai	3 542	12 612	1 992 413	-14 858	-5 616	373 144	23,0	-20 474	-1,0
juin	3 550	12 628	2 010 637	18 784	-560	379 381	23,3	18 224	0,9
juil.	3 582	12 685	2 019 223	8 907	-321	313 193	18,4	8 586	0,4
août	3 614	12 718	2 068 990	31 383	18 384	329 573	18,9	49 767	2,5
sep.	3 633	12 755	2 083 740	9 589	5 161	309 906	17,5	14 750	0,7
oct.	3 645	12 814	2 107 575	15 457	8 378	330 047	18,6	23 835	1,1
nov.	3 656	12 877	2 160 872	16 263	37 034	371 962	20,8	53 297	2,5
déc.	3 667	12 937	2 198 994	8 230	29 892	358 001	19,4	38 122	1,8
2011									
jan.	3 684	12 979	2 184 027	14 212	-29 179	323 339	17,4	-14 967	-0,7
fév.	3 705	13 030	2 208 198	15 623	8 548	310 264	16,3	24 171	1,1
mars	3 724	13 057	2 190 896	2 515	-19 817	210 358	10,6	-17 302	-0,8

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

Tant le mécanisme de valorisation que les investissements nets en capital ont joué un rôle dans la progression de la valeur nette d'inventaire. En effet, les conditions de marché ont contribué à la progression de la VNI à hauteur de 55 %, tandis que les 45 % restants s'expliquent par la hausse du volume net des investissements. Cette situation s'inscrit dans la continuité de l'embellie observée à partir du second trimestre de 2009 (voir le graphique ci-dessus).

Il convient de rappeler que durant la crise, le niveau le plus bas de la valeur nette d'inventaire des OPC a été enregistré en mars 2009. Depuis lors, le retour de l'optimisme a engendré une nette augmentation des investissements nets en capital, qui s'élevaient à 161 568 millions d'euros pour l'année 2010. Au premier trimestre de 2011, en raison de conditions de marché défavorables en janvier et mars, la VNI a légèrement diminué par rapport à décembre 2010, pour atteindre 2 190 896 millions d'euros à la fin du mois de mars. Mais les investissements nets en capitaux sont restés positifs, atteignant 32 350 millions d'euros au cours de la même période.

### Les OPC monétaires

Au 31 décembre 2010, 462 compartiments monétaires étaient officiellement enregistrés auprès de la CSSF, par rapport aux 479 compartiments monétaires enregistrés au 31 décembre 2009. Notons encore que le nombre des OPC monétaires a encore décliné au début de 2011, puisque la place comptait 440 fonds de ce type à la fin du mois de mars.

En 2010, parallèlement à la croissance des marchés financiers, les OPC monétaires ont continué à perdre leur attrait aux yeux des investisseurs. En effet, depuis avril 2009, les principaux indices boursiers sont plutôt orientés à la hausse et les investisseurs se sont tournés vers les OPC ayant une politique d'investissement plus active en termes d'instruments financiers, au détriment des OPC monétaires dont les rendements sont réputés plus limités. Au 31 décembre 2010, la somme de bilan des OPC monétaires s'élevait à 284 554 millions d'euros, contre 319 372 millions au 31 décembre 2009. Par conséquent, au cours de l'année 2010, le recul s'est élevé à près de 11 %. Cette tendance à la baisse s'est prolongée au début de 2011. À la fin du premier trimestre, le montant des parts a encore reculé de 3 012 millions d'euros par rapport à décembre, soit de 1,0 %.

Encadré 1.3:

#### L'ANALYSE DES COMPTES FINANCIERS LUXEMBOURGEOIS POUR LE SECTEUR DES MÉNAGES<sup>1</sup>

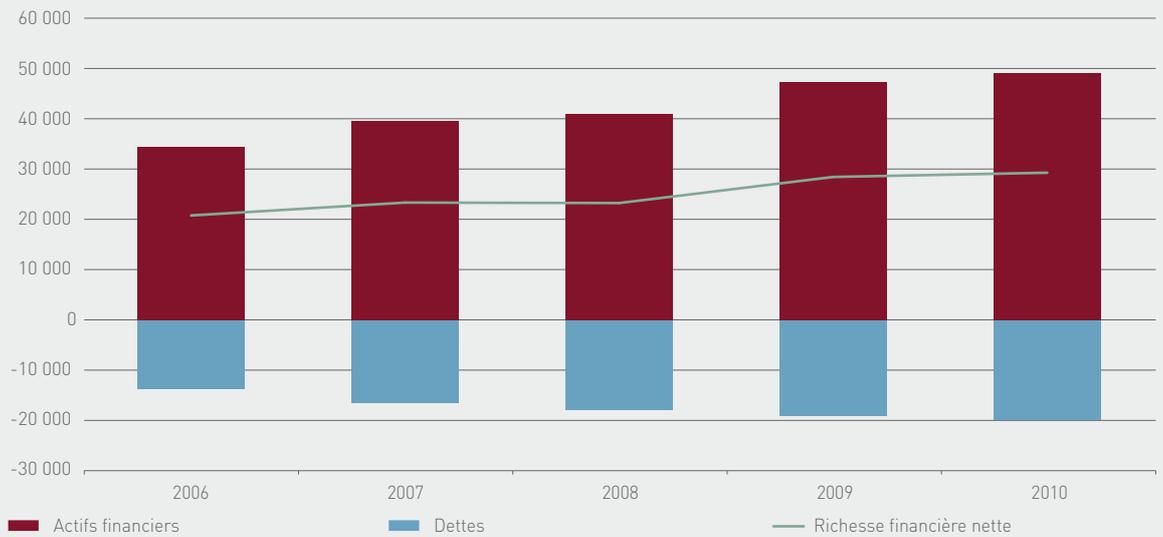
La publication récente des comptes financiers par le STATEC offre des perspectives intéressantes d'un point de vue analytique, à travers la mise à disposition d'informations relatives au bilan des différents secteurs institutionnels de l'économie luxembourgeoise. L'objectif de cet encadré est de fournir une première exploitation de ces données pour le secteur des ménages et des entreprises à but non lucratif sur la période allant du premier trimestre 2006 au quatrième trimestre de 2010. Cet exercice s'attache à mettre en évidence, dans le cadre d'une comparaison avec les autres pays de la zone euro, certaines spécificités du point de vue du niveau, de la structure et de l'évolution des principaux postes de l'actif et du passif des ménages luxembourgeois.

#### *La richesse financière et la composition du portefeuille d'actifs financiers des ménages luxembourgeois*

En termes d'encours, la richesse financière brute totale des ménages luxembourgeois s'établissait à près de 51,1 milliards d'euros à la fin de l'année 2010. Au cours de la période allant du premier trimestre 2006 au quatrième trimestre de 2010, le patrimoine financier des ménages luxembourgeois a augmenté de plus de 50 %, soit d'environ 17,6 milliards d'euros. Cette hausse est non seulement attribuable à une revalorisation favorable des actifs financiers (+7,7 milliards d'euros), mais également au dynamisme de l'acquisition nette d'actifs financiers par les ménages luxembourgeois (+9,9 milliards d'euros). Dans le même temps la dette des ménages a progressé de 59 % pour s'établir à 20,9 milliards d'euros. La richesse financière nette totale, à savoir la différence entre l'encours des actifs financiers et l'encours de dettes, est dès lors revenue à 30,2 milliards d'euros en fin de période.

<sup>1</sup> Analyse établie sur la base des données disponibles le 6 mai 2011.

Graphique 1 : Richesse financière nette des ménages luxembourgeois (millions d'euros)



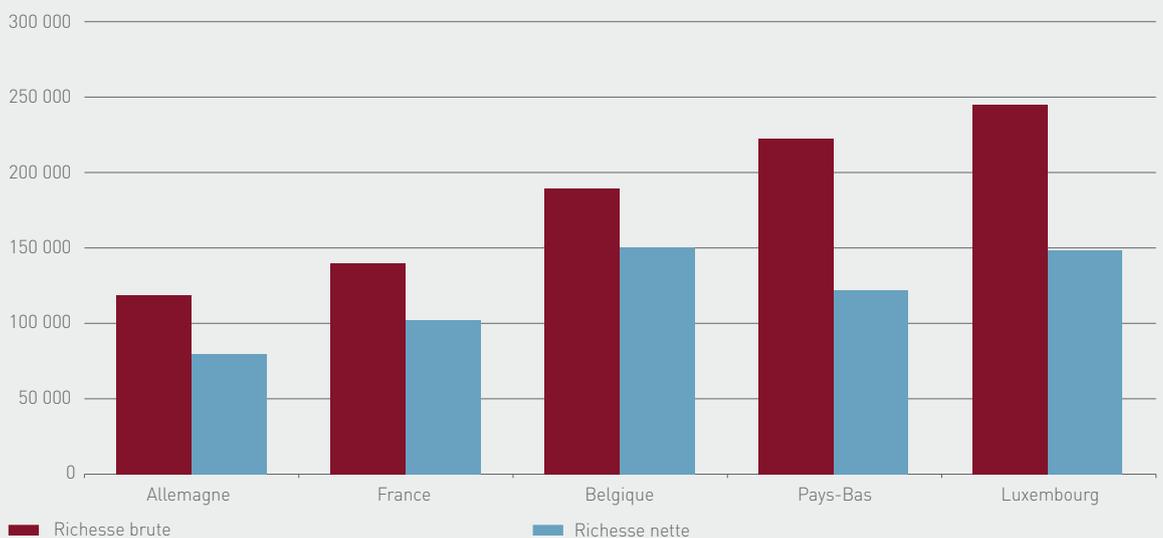
Source : Statec

A la fin de l'année 2009, la richesse financière brute moyenne par ménage luxembourgeois s'établissait à près de 246 000 euros, contre 223 000 euros en moyenne par ménage néerlandais, 190 000 euros par ménage belge, 140 000 euros par ménage français et 119 000 euros par ménage allemand<sup>2</sup>. En comparaison avec les autres pays de la zone euro, le poids des actifs financiers apparaît donc comme

relativement élevé dans le patrimoine des ménages luxembourgeois, d'autant plus que le montant de ces actifs financiers est sous-évalué en raison de l'absence de données sur les actions non cotées et autres participations (unquoted equity). La prise en compte du niveau d'endettement des ménages permet toutefois de nuancer ce résultat, puisque la richesse financière nette par ménage s'élevait, au quatrième trimestre de 2009, à respectivement 149 000, 123 000, 151 000, 103 000 et 80 000 euros au Luxembourg, aux Pays-Bas, en Belgique, en France et en Allemagne.

<sup>2</sup> Ces moyennes sont également influencées par le nombre de personnes par ménage. En Allemagne, par exemple la taille moyenne d'un ménage est nettement inférieure à la norme européenne.

Graphique 2 : Richesse financière moyenne par ménage dans les pays de la zone euro (en euros, année 2009)



Sources : Eurostat et Statec

Du point de vue de la composition du portefeuille d'actifs financiers, les ménages luxembourgeois se distinguent des autres pays de la zone euro par le poids relativement élevé des dépôts bancaires. Au cours de la période étudiée, la part de ces derniers dans le patrimoine financier a en effet oscillé aux alentours de 50%, illustrant ainsi le

faible appétit pour le risque des ménages luxembourgeois. A contrario, pour des raisons institutionnelles, le poids des provisions techniques d'assurance apparaît quant à lui relativement faible, notamment par rapport à un pays comme les Pays-Bas où le système de retraite par capitalisation est largement développé.

Tableau 1 : La composition du portefeuille d'actifs financier des ménages dans les pays de la zone euro\* (2009)

	Belgique	Allemagne	France	Pays-Bas	Luxembourg
Monnaies et dépôts	37,7%	40,1%	33,4%	25,2%	50,6%
Titres autres qu'actions	10,8%	8,2%	1,9%	3,0%	15,9%
Actions cotées	4,8%	3,4%	3,8%	5,1%	4,4%
Parts d'OPC	15,9%	12,5%	8,9%	2,8%	14,2%
Provisions techniques d'assurance	29,5%	35,1%	44,4%	62,8%	14,4%
Autres actifs	1,3%	0,8%	7,6%	1,0%	0,5%

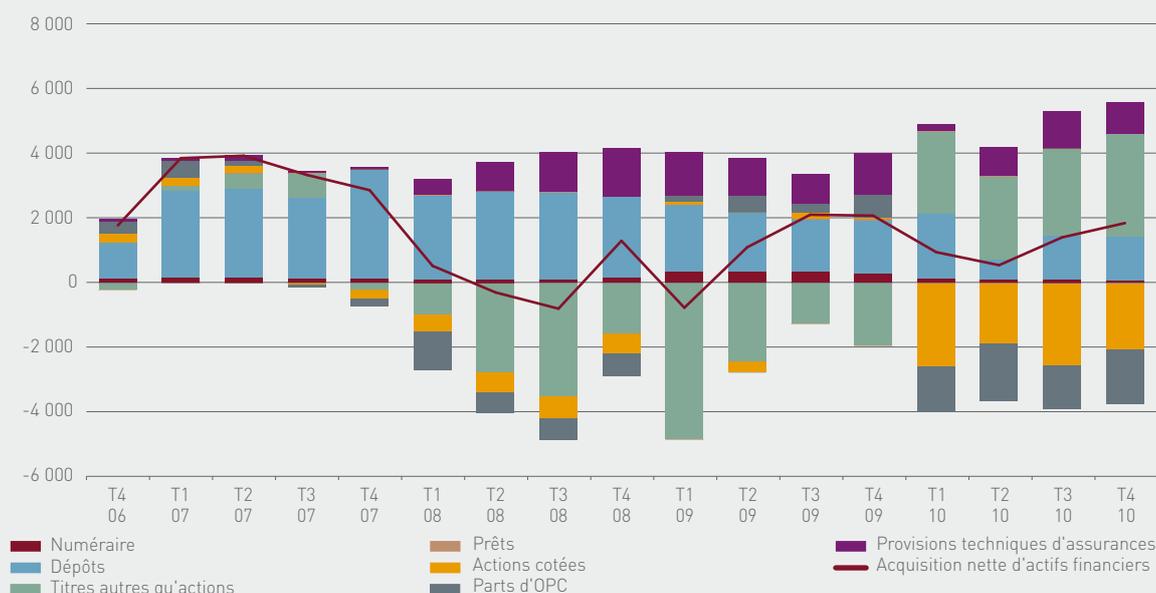
\* Afin de rendre la comparaison pertinente, les postes « actions non-cotées » et « autres participations » ont été retirés du total de l'actif des pays autres que le Luxembourg.

Source : Eurostat et Statec

De manière générale, les changements dans la composition du portefeuille d'actifs financiers des ménages sont influencés par divers facteurs tels que les décisions de politique monétaire, l'environnement macroéconomique ou encore les changements de législation et/ou de fiscalité, ces éléments jouant en effet un rôle essentiel du

point de vue de la rémunération des différentes classes d'actifs. De manière à mettre en avant le comportement d'investissement des ménages luxembourgeois au cours de la crise, le graphique suivant présente l'évolution détaillée de leurs transactions financières depuis la fin de l'année 2006.

Graphique 3 : Transactions cumulées sur quatre trimestres (millions d'euros)

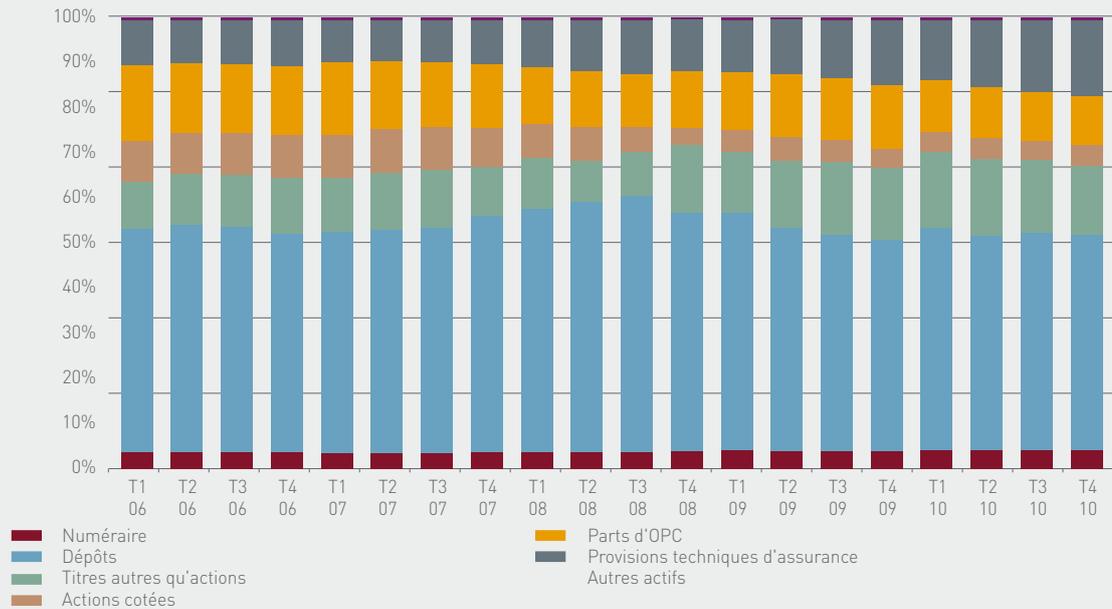


Source : Statec

La crise financière qui a commencé à l'été 2007 s'est traduite par une restructuration du portefeuille des ménages luxembourgeois. La forte volatilité des cours boursiers et les incertitudes relatives à l'activité et à l'emploi ont en effet incité les ménages à constituer une épargne rapidement mobilisable, et donc à augmenter fortement leurs dépôts et placements à vue. L'aversion au risque engendrée par

la crise financière s'est ainsi traduite par l'adoption d'un comportement de préférence pour la liquidité de la part des ménages et son corollaire, une augmentation du poids relatif des dépôts bancaires dans leur portefeuille. La baisse des taux monétaires à partir de la fin de l'année 2008 a de surcroît renforcé l'attrait de ce type d'actifs, en réduisant le coût d'opportunité de leur détention.

Graphique 4 : Évolution de la composition du portefeuille d'actifs financiers des ménages luxembourgeois



Source : Statec

Dans le même temps, les ménages luxembourgeois se sont détournés des actions et des parts d'OPC au cours de l'année 2008. Le désintéressement affiché pour cette classe d'actifs, qui avait pourtant marqué une pause en 2009, s'est largement poursuivi à partir du premier trimestre de 2010. La part des actions et des parts d'OPC dans le portefeuille des ménages est ainsi respectivement passée de 9,5% à 4,6% et de 15,4% à 10,8% entre 2006Q4 et 2010Q4, et ce en dépit d'une revalorisation d'ensemble de près de 3,9 milliards d'euros au cours de cette période.

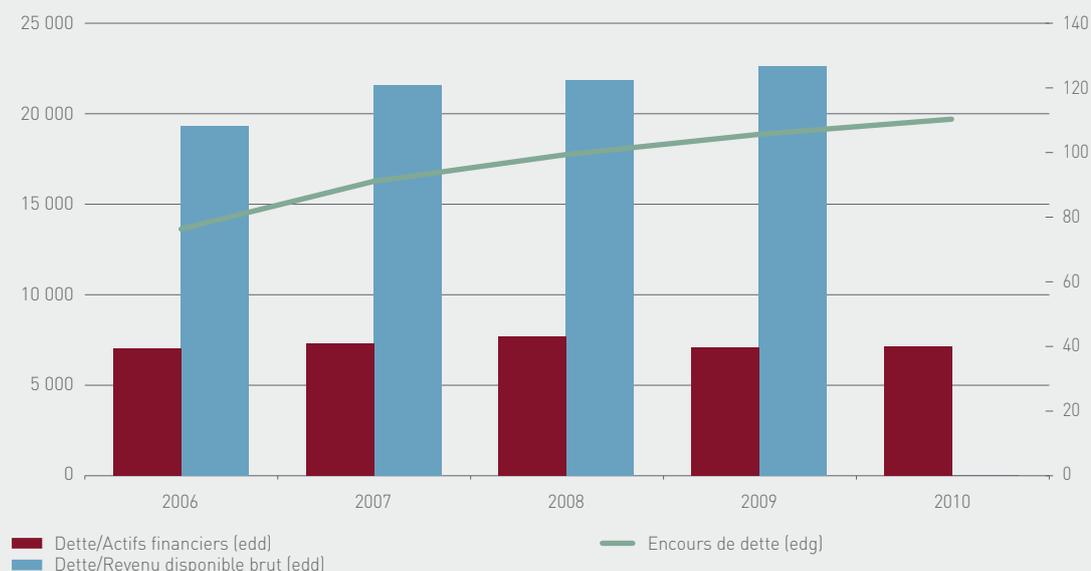
A contrario, le comportement de portefeuille des ménages luxembourgeois s'est clairement distingué par un biais en faveur de l'acquisition d'obligations et de provisions techniques d'assurance, notamment en fin de période. La part des obligations, qui a par ailleurs bénéficié d'une revalorisation de 4,3 milliards d'euros entre le quatrième trimestre de 2006 et le trimestre correspondant de 2010, a de ce fait sensiblement augmenté pour passer de 12,3% à plus de 15% de l'ensemble des actifs financiers en 2010Q4. Les provisions techniques d'assurance

ont également nettement progressé, pour s'établir à près de 17% de l'ensemble des actifs financiers en fin de période, reflétant ainsi l'intérêt croissant suscité par les produits d'assurance vie auprès des ménages luxembourgeois.

#### L'endettement des ménages luxembourgeois

Du point de vue du passif, la dette des ménages luxembourgeois a connu une nette tendance à la hausse, favorisée notamment par le faible niveau des taux d'intérêt et le dynamisme du marché immobilier. Par conséquent, le ratio d'endettement des ménages, qui était encore de 108% en 2006, a nettement augmenté au cours des dernières années pour s'établir à près de 127% du revenu disponible brut en 2009. A titre de comparaison, ce ratio était respectivement, pour la même année, de 77% en France, 84% en Belgique, 91% en Allemagne et 257% aux Pays-Bas, pour une valeur moyenne de 95% pour l'ensemble de la zone euro. Ce ratio d'endettement élevé affiché par les ménages luxembourgeois doit toutefois être relativisé au regard de la valeur totale de leurs actifs financiers.

Graphique 5 : Taux d'endettement des ménages luxembourgeois  
(en millions d'euros)



Source : Statec

Une part considérable de l'endettement des ménages luxembourgeois s'est réalisée à travers l'augmentation des crédits immobiliers. Ces derniers, qui représentent actuellement près de 85 % de l'encours total de dettes des ménages luxembourgeois, ont majoritairement été contractés à taux variables. Le montant des intérêts versés par les ménages au titre du service de la dette est donc fortement sensible aux décisions de politique monétaire. En effet, la part de ces derniers dans le revenu disponible des ménages luxembourgeois, qui était encore de 5,86 % en 2008, a fortement baissé en 2009, pour s'établir à 2,48 %.

Étant donné que les comptes financiers ne sont pas établis pour des groupes d'âges ou de déciles de revenu spécifiques, il est impossible de connaître avec précision le degré de vulnérabilité des différentes catégories de populations. Néanmoins, dans la mesure où les taux d'intérêt sont résolument orientés à la hausse, il n'est pas exclu que certains ménages disposant de revenus modestes puissent rencontrer des difficultés pour faire face à leurs engagements dans un futur proche. Eu égard à l'évolution relativement favorable de la situation sur le marché du travail et de la valeur du patrimoine financier des ménages, les conséquences de la hausse des taux d'intérêt devraient cependant demeurer relativement faibles du point de vue de la stabilité financière d'ensemble de l'économie luxembourgeoise.

### 1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

En 2009, le commerce de gros hors automobiles et motocycles a enregistré sa deuxième année consécutive de baisse. Le commerce de détail a fait preuve de plus de résistance, son chiffre d'affaires (CA) accusant une quasi-stabilisation en 2009.

Les statistiques de l'année 2010, plus encourageantes, indiquent que sur l'ensemble de l'année 2010, le chiffre d'affaires a nettement progressé dans le commerce de détail (+11,8 %) et le commerce de gros hors automobiles et motocycles (+23,4 %). Dans le secteur des transports, les évolutions apparaissent aussi encourageantes sur l'ensemble de l'année. Ainsi, le chiffre d'affaires a progressé de 22,8 % dans les transports aériens et de 20,6 % dans les services auxiliaires des transports. Enfin, le secteur hôtel-restauration affiche des résultats décevants, puisque son chiffre d'affaires s'est accru de 2,9 % seulement en 2010 après un recul de 2,6 % en 2009.

Dans le secteur automobile, les statistiques font apparaître un redressement plus modéré du chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile sur l'ensemble de l'année 2010 (+4,1%). Les immatriculations automobiles, qui avaient baissé de 7,8% au quatrième trimestre 2010 par rapport au trimestre correspondant un an plus tôt, ont tout de même progressé sur l'ensemble de l'année 2010 alors que la zone euro dans son ensemble affiche une baisse d'environ 5,5% sur la même période (-23,2% en Allemagne et -2,2% en France). Les immatriculations d'automobile ont stagné au premier trimestre de l'année 2011 au Luxembourg. Il semblerait que la non-reconduction par le gouvernement des régimes d'aides financières CAR-e au-delà du 31 juillet 2010 ait contribué au dynamisme des immatriculations au premier semestre 2010 et aux résultats décevants affichés depuis lors.

Tableau 1.13 : Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs\*  
(en taux de variation annuel)

	2009	2010	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Immatriculations de voitures	-9,3	4,8	-11,8	-0,7	11,0	13,0	-1,2	-7,8
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-10,5	4,1	-14,5	-6,6	-2,9	11,7	7,0	0,6
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-21,1	23,4	-29,7	-3,8	14,7	35,1	27,2	17,4
Commerce de détail	-0,2	11,8	-1,4	9,8	11,7	12,8	12,3	10,7
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et des ventes de cms)	-0,8	3,1	-2,3	3,9	3,4	3,6	4,6	1,0
Hôtels et restaurants	-2,6	2,9	-2,0	-2,6	3,2	2,6	3,2	2,8
Transport aérien	-23,1	22,8	-23,9	-18,0	13,6	38,2	21,7	18,1
Transport par eau	-16,1	8,9	3,3	-22,5	22,7	37,6	-15,8	2,8
Transport terrestre	-7,3	3,8	-11,6	0,4	-2,7	9,8	6,5	1,9
Services auxiliaires des transports	-19,8	20,6	-24,9	-12,6	20,7	29,2	19,5	13,7

\* En valeur.

Les données provisoires indiquent qu'en février, les ventes de détail ont progressé de 17,4% et le commerce de gros de 21,5%. Ces derniers résultats, bien qu'encourageants, doivent cependant être relativisés. La structure du secteur du commerce est très particulière au Luxembourg. Le chiffre d'affaires dans le commerce de gros représente environ 80% du chiffre d'affaires total, le commerce de détail et d'automobile représentant chacun environ 10% du total. Or, les entreprises du commerce de gros enregistrées sur le territoire national sont en grande majorité spécialisées dans le commerce international. Par ailleurs, les sociétés de vente par correspondance installées au Luxembourg réalisent la majeure partie de leurs ventes à l'étranger. Aussi, les statistiques relatives au chiffre d'affaires dans le commerce de détail corrigé de la vente par correspondance (VPC) et des ventes de carburants en magasins spécialisés (CMS) sont plus à même de fournir des informations sur la consommation des ménages que les statistiques de commerce total (gros et de détail). Les données provisoires indiquent qu'en février, le chiffre d'affaires dans le commerce de détail hors VPC et CMS a progressé de 4,6% sur un an, ce qui, compte tenu de l'inflation enregistrée à la même époque (pour mémoire, l'évolution de l'IPC sur un an s'est établie à +3,7% en avril 2011) reste très modéré. Les progressions de l'IPC et des ventes de détail hors VPC et CMS de respectivement 2,3% et 3,1% en 2010 paraissent globalement en ligne avec la sobriété de la consommation privée observée sur l'ensemble de l'année 2010 (+2% selon la plus récente version des comptes trimestriels). A contrario, les statistiques globales du commerce (ventes VPC et CMS comprises), bien que satisfaisantes, ne reflètent pas nécessairement la tenue de la consommation privée.

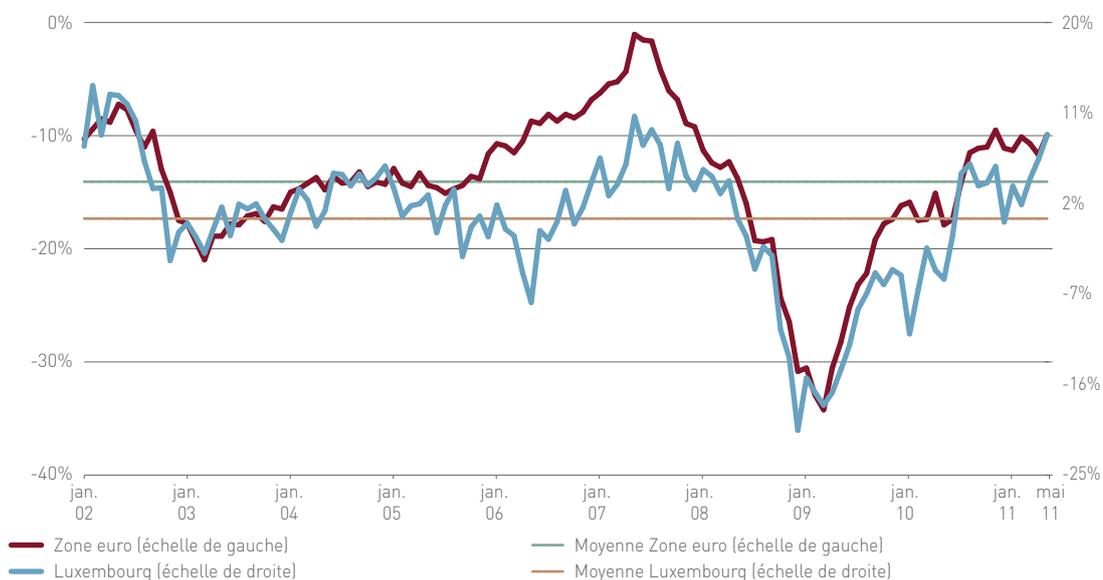
#### 1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs<sup>14</sup> du Luxembourg a atteint son minimum historique en décembre 2008. Depuis, il est apparu globalement favorablement orienté même si, il est vrai, ses évolutions mensuelles ont été très volatiles depuis la mi-2010 par rapport à celles observées dans la zone euro. Les données récentes montrent que la confiance des consommateurs évolue désormais à des niveaux proches de ceux

14 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.

qui étaient observés avant le début des turbulences financières en août 2007. Dans la zone euro, la confiance des consommateurs se situe depuis la fin 2010 à des niveaux proches de sa moyenne historique mais très nettement en deçà des niveaux observés à la mi-2007.

Graphique 1.18 : Indicateurs de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)



Sources : BCL et Commission européenne

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

Tableau 1.14 : Indicateur de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)

		Anticipations sur les douze prochains mois				
		Indicateur de confiance des consommateurs	Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2009	décembre	-5	-11	58	-1	49
2010	janvier	-11	-17	62	1	34
	février	-6	-14	52	1	39
	mars	-2	-7	48	1	45
	avril	-5	-7	41	-3	33
	mai	-5	-25	31	-10	44
	juin	-1	-12	26	-7	40
	juillet	5	-9	19	-4	52
	août	6	-1	18	-1	43
	septembre	4	-7	18	3	38
	octobre	4	-1	22	-5	46
	novembre	6	1	24	0	46
	décembre	0	-1	35	-6	43
2011	janvier	4	-2	30	-4	52
	février	2	2	30	-5	41
	mars	5	2	22	1	38
	avril	7	-1	19	-4	50
	mai	9	2	10	-3	46

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

La plus récente enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date de mai 2011. Elle indique que l'indicateur de confiance, après correction des variations saisonnières, a enregistré une nouvelle hausse en mai.

Les composantes de l'indicateur ont affiché des évolutions contrastées en mai. Les anticipations des consommateurs relatives à la situation économique générale au Luxembourg et à leur situation financière se sont redressées par rapport à avril, tandis que la composante relative au taux de chômage s'est nettement améliorée. Enfin, la composante relative à la capacité d'épargner a quelque peu reculé.

Plus généralement, il apparaît que depuis la mi-2010, les consommateurs sont relativement optimistes eu égard aux évolutions futures de la situation économique et du chômage au Luxembourg. Ces deux composantes sont depuis juillet 2010 favorablement orientées. En outre, elles ont depuis lors évolué à des niveaux en moyenne nettement supérieurs à leur moyenne historique. En revanche, aucune tendance haussière ne s'est vraiment dégagée des anticipations des ménages sur leur situation financière et leur capacité d'épargner. Ces deux composantes, plutôt volatiles au fil des mois, ont fluctué depuis juillet 2010 autour de niveaux encore inférieurs aux moyennes historiques. Il n'en reste pas moins qu'au total, le niveau de confiance des consommateurs se situe depuis le début de l'année à des niveaux qui restent très élevés. Ce dernier élément pourrait constituer un signe positif en faveur de la consommation privée au cours de l'année 2011.

### 1.2.5 La croissance économique

La récente estimation des comptes nationaux annuels, devenue disponible début avril, n'apporte qu'une légère révision à la progression annuelle du PIB pour l'année 2009. De fait, la contraction de l'activité est désormais estimée à -3,6%, contre -3,7% dans la version précédente. La première estimation des comptes nationaux annuels pour l'année 2010 fait état d'une progression annuelle du PIB de 3,5%.

Tableau 1.15: Comptes nationaux annuels: Première estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2010

	Comptes nationaux d'avril 2011 Taux de variation annuels				Contributions à la croissance (en points de pourcentage)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Consommation privée	3,3	4,7	0,2	2,0	1,1	1,5	0,1	0,7
Consommation publique	2,8	2,7	4,6	2,9	0,4	0,4	0,7	0,5
Formation brute de capital fixe	17,9	1,4	-19,2	2,6	3,4	0,3	-3,9	0,4
Variations des stocks	-48,0	-27,2	23,8	-125,6	-0,5	-0,1	0,1	-0,6
Acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-1 102,7	-1,9	278,2	-69,8	-0,4	0,0	-0,9	1,0
Demande intérieure (excluant les stocks)	5,9	3,1	-5,9	3,0	4,6	2,2	-4,0	2,6
Importations	9,3	8,5	-10,2	6,7	-12,9	-12,3	14,9	-9,0
Exportations	9,1	6,6	-8,2	6,3	15,5	11,6	-14,5	10,6
Exportations nettes	8,3	-2,0	1,0	4,6	2,6	-0,6	0,3	1,5
Produit intérieur brut	6,6	1,4	-3,6	3,5	6,6	1,4	-3,6	3,5
Déflateur du PIB	3,6	4,2	-0,3	5,5				
Emploi salarié	4,7	4,9	1,0	1,6				
Emploi total	4,5	4,7	0,9	1,6				
Rémunération moyenne par salarié	3,7	2,1	1,8	1,6				
Productivité du travail	2,1	-3,2	-4,5	1,9				
Coût unitaire du travail	1,6	5,4	6,7	-0,3				

Source : Statec, calculs BCL (aux erreurs d'arrondis près)

L'examen de la décomposition de la croissance selon l'approche « dépenses » montre qu'à l'exception des variations des stocks (et les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur), l'ensemble des composantes ont évolué favorablement en 2010. La demande interne excluant les stocks et les exportations nettes ont alimenté la croissance à raison de 2,6 p.p. et 1,5 p.p., respectivement.

L'analyse sectorielle de la croissance économique montre que l'ensemble des branches ont évolué positivement au cours de l'année 2010. Il convient néanmoins de relativiser la croissance enregistrée par certains secteurs comme l'industrie (12,8%) ou encore la construction (3,0%) et de replacer ces évolutions dans leur contexte. De fait, ces secteurs avaient été fortement exposés à la crise au cours des deux années précédentes. La forte croissance enregistrée par le secteur commercial est essentiellement imputable au secteur des transports ainsi qu'au commerce de gros et aux ventes par correspondance.

En ce qui concerne l'emploi et la rémunération des salariés, cette nouvelle version de la comptabilité nationale met en lumière une modération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié pour la troisième année consécutive. Cette modération salariale a engendré une légère baisse des coûts salariaux unitaires (-0,3%) et ceci malgré une accélération de la productivité (1,9%). Néanmoins, toutes les évolutions décrites ci-dessus doivent être relativisées et considérées avec une extrême prudence en raison du caractère encore incomplet de la couverture statistique de l'année 2010, qui entraînera nécessairement des révisions lors des publications à venir des comptes nationaux. Ces révisions s'avèrent d'autant plus probables que ces données ne sont pas en phase avec l'indicateur de court terme de l'IGSS, qui fait état d'une accélération de la rémunération par tête (à 2,5%) en 2010, contre 2,0% en 2009<sup>15</sup>.

La première estimation des comptes nationaux pour le quatrième trimestre 2010 fait état d'une accélération de la croissance en glissement annuel, qui s'est alors établie à 4,6% par rapport au même trimestre de l'année précédente et à 1,7% par rapport au trimestre précédent.

Une analyse approfondie montre que l'ensemble des composantes de la demande ont évolué favorablement en glissement annuel au dernier trimestre 2010, à l'exception de la formation brute de capital (-9,8%). Les plus fortes progressions ont été enregistrées par le commerce extérieur (notamment les exportations qui ont affiché une progression annuelle de 5,0%) et la consommation privée (2,9%).

Au niveau sectoriel et en glissement annuel, l'ensemble des branches économiques ont contribué positivement à la croissance économique au quatrième trimestre 2010. La valeur ajoutée issue de l'industrie et du secteur « commerce, transports et communications » a progressé de respectivement 13,3% et 12,0% par rapport au dernier trimestre de l'année précédente. En glissement trimestriel, seul le secteur de la construction (ainsi que l'agriculture) ont évolué négativement au dernier trimestre 2010, probablement sous l'influence des mauvaises conditions météorologiques.

<sup>15</sup> Les données relatives à la rémunération des salariés telles que retracées dans la comptabilité nationale ont comme principale source la base de données de l'IGSS. Toutefois, en raison de divers ajustements, les chiffres des comptes nationaux ne correspondent pas exactement à ceux issus de l'indicateur de l'IGSS. Ainsi, il convient de rester prudent dans l'interprétation et la comparaison des résultats chiffrés de l'indicateur.

#### Encadré 1.4:

#### **LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE POTENTIELLE SE CONFIRME**

Depuis la contraction du PIB en 2009, la croissance potentielle du Luxembourg a diminué de presque la moitié pour se situer dans une fourchette entre 2% et 3%. Selon les données de comptabilité nationale publiées en avril, la croissance observée en 2010 a atteint 3,5%. Ce chiffre étant supérieur à la croissance potentielle, le niveau du PIB est remonté vers son niveau potentiel, sans pour autant le rejoindre. Pour 2011-2013, les estimations basées sur les résultats du récent exercice de projection indiquent que la croissance potentielle restera très faible par rapport au passé.

L'écart de production (différence entre les niveaux du PIB observé et potentiel, en % du potentiel) est devenu négatif en 2009 selon l'ensemble des méthodes<sup>1</sup> considérées dans cet encadré. La plupart de

ces méthodes anticipent que l'écart restera négatif jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Il est vrai que l'écart devrait se réduire, mais seule l'approche par la fonction de production laisse augurer un écart proche de zéro en 2012 (PIB observé proche de son niveau potentiel) et un écart positif en 2013<sup>2</sup>. Deux autres méthodes anticipent un écart pratiquement nul en 2013: le filtre Hodrick-Prescott et le modèle de Kuttner, qui tient compte d'une décélération de l'inflation au cours des années à venir.

La tendance linéaire, seule méthode à postuler une croissance potentielle constante, continue à produire des estimations peu plausibles, avec un écart de production qui devient de plus en plus négatif. Ce constat confirme le manque de fiabilité de cette méthode suite à un choc aussi important que la récente crise financière.

<sup>2</sup> L'approche par la fonction de production est implémentée avec le filtre Hodrick-Prescott, ce qui comporte un biais de fin d'échantillon bien connu.

<sup>1</sup> Voir le Cahier d'études N° 4 de la BCL.

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							
2006	27,55	3,6%	1,9%	2,0%	1,9%	0,0%	1,7%
2007	29,38	5,5%	5,2%	5,0%	5,2%	2,4%	3,6%
2008	29,80	2,4%	3,5%	3,3%	3,5%	0,5%	0,6%
2009	28,72	-5,9%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-5,8%	-4,5%
2010	29,73	-7,0%	-2,4%	-2,6%	-2,4%	-5,1%	-2,7%
2011	30,93	-8,0%	-1,5%	-2,0%	-1,5%	-3,9%	-1,0%
2012	31,86	-9,6%	-1,2%	-2,1%	-1,2%	-2,8%	0,1%
2013	33,01	-10,5%	-0,3%	-1,6%	-0,3%	-1,1%	1,7%
Révisions							
Révisions de l'écart de production par rapport aux estimations en 2010							
2006	-0,6%	-0,2%	-0,9%	-0,7%	1,9%	-0,3%	-0,6%
2007	-0,4%	0,0%	-0,9%	-0,9%	4,5%	-0,7%	-0,7%
2008	1,0%	1,4%	0,3%	0,5%	3,3%	0,3%	0,5%
2009	0,7%	1,2%	-0,2%	0,3%	-0,9%	-0,4%	0,1%
2010	1,3%	1,7%	0,0%	0,7%	1,8%	-0,6%	-0,3%
Croissance du PIB réel							
Estimations de la croissance potentielle							
2006	5,0%	4,7%	3,6%	3,8%	3,6%	4,7%	4,1%
2007	6,6%	4,7%	3,3%	3,4%	3,1%	4,1%	4,7%
2008	1,4%	4,7%	3,1%	3,1%	3,1%	3,3%	4,4%
2009	-3,6%	4,7%	2,9%	2,7%	2,9%	2,8%	1,5%
2010	3,5%	4,7%	2,8%	3,0%	2,8%	2,8%	1,6%
2011	4,0%	4,7%	2,8%	3,1%	2,8%	2,4%	1,9%
2012	3,0%	4,7%	2,7%	3,1%	2,7%	1,9%	1,8%
2013	3,6%	4,7%	2,7%	3,1%	2,7%	1,8%	2,1%
Moyenne croissance réelle							
Moyenne croissance potentielle							
1985-2010	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%	4,6%
2001-2010	3,1%	4,7%	3,7%	3,7%	3,7%	4,2%	3,7%

Sources : calculs BCL, données STATEC

Les données de comptabilité nationale publiées en avril 2011 ont réduit l'ampleur de la contraction de 2009 par rapport à celle qui ressortait des données disponibles en 2010. Le niveau du PIB de 2009 a à nouveau été révisé vers le haut (+0,7%), de même que son niveau de 2008 (+1,0%). Considérées de concert, ces révisions donnent lieu à une augmentation de l'écart de production en 2008 pour l'ensemble des méthodes, ainsi qu'à une compression des écarts négatifs en 2009 pour trois des six méthodes. Comme signalé par le passé, l'ampleur des révisions présentées dans le tableau illustre la fragilité de toutes ces méthodes et la nécessité d'interpréter les résultats avec précaution.

En 2010, l'écart de production est estimé entre -5,1% et -2,4% (sans tenir compte de la tendance linéaire). Le modèle d'Apel-Jansson décèle toujours l'écart le plus grand, en partie parce qu'il considère aussi l'évolution de l'inflation et du chômage. L'inflation très faible en 2009 et la progression rapide du chômage au cours de la même année sont deux signes

de faibles tensions sur les marchés des facteurs. Ils contribuent donc à augmenter le niveau de production potentiel estimé par cette méthode. Il en résulte un écart négatif plus important.

Tableau 2 : Estimations de la croissance potentielle au Luxembourg

	2010	2011	2012	2013
OCDE (Economic Outlook 89, mai 2011)	3,2%	2,8%	2,9%	
Prévisions Commission européenne (13 mai 2011)	2,2%	2,2%	2,6%	
Statec (Note de Conjoncture 1-11, mai 2011)	2,9%	2,7%	2,6%	2,5%
Programme de stabilité et croissance (avril 2011)	2,9%	2,7%	2,6%	2,6%

Sources : Commission européenne, Ministère des Finances, OCDE, Statec.

Quant à la croissance potentielle, la tendance linéaire l'estime toujours à 4,7% sur l'échantillon depuis 1981. Selon les autres méthodes, la croissance potentielle se situerait entre 1,6%

et 3,0% en 2010. Cette fourchette augmente légèrement sur l'horizon de projection. Il convient de noter qu'elle est conforme aux prévisions publiées par d'autres institutions pour la croissance potentielle au Luxembourg.

Par rapport aux autres méthodes, l'approche par la fonction de production estime qu'en 2009, la chute de la croissance potentielle a été plus brutale. Elle anticipe aussi une reprise plus faible à l'horizon 2013. Une croissance potentielle moins élevée est plus facilement dépassée par la croissance observée, ce qui explique pourquoi cette approche est aussi la plus optimiste quant à l'évolution future de l'écart de production.

L'intérêt principal de l'approche par la fonction de production est qu'elle permet une décomposition de la croissance potentielle selon la contribution du capital, de l'emploi et de la productivité totale des facteurs (PTF). Cette dernière est calculée en tant que résidu de Solow à travers un exercice de comptabilisation de la croissance<sup>3</sup>. Comme indiqué

déjà dans le rapport annuel BCL 2009, 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).

Selon les plus récentes données disponibles, la contribution de la PTF est devenue marginalement négative<sup>4</sup> depuis 2006 et devrait rester proche du niveau estimé en 2010 (-0,2%). La contribution de l'emploi a connu divers cycles, avec des pics lors des crises de 1991, 2001 et 2008. En 2009, cette contribution a chuté de 2,8% à 0,7% et en 2010 elle a atteint seulement 0,9%. Pour les années à venir, la contribution de l'emploi devrait légèrement dépasser 1%. Enfin, la contribution du capital a chuté de 1,7% en 2008 à moins de 1% en 2009 et en 2010. Elle devrait se rétablir très lentement vu la forte baisse des investissements en 2009 et les effets durables de la crise sur le stock du capital.

3 Cet exercice diffère de celui dans la base AMECO de la Commission européenne, où la PTF est contaminée par la contribution des travailleurs frontaliers ignorée par la méthode harmonisée à travers pays). La série du stock de capital est aussi différente, mais également obtenue par la méthode de l'inventaire permanent appliquée à une série longue pour l'investissement réel.

4 L'Observatoire de la compétitivité (Perspectives de politique économique n°14) ne distingue pas entre tendance et cycle de la PTF, mais confirme le fort recul en 2008.

Graphique 1 : Comptabilisation de la croissance potentielle



Sources : données Statac, Banque mondiale, calculs BCL

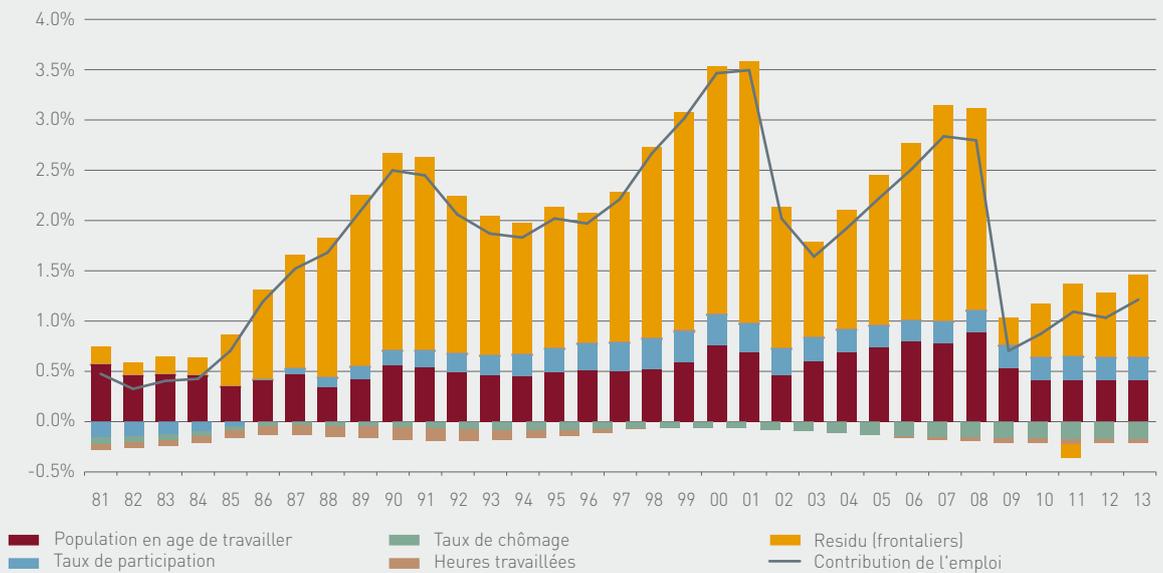
La contribution de l'emploi peut être analysée à son tour en fonction des variations de la population en âge de travailler, des taux de participation et de chômage (limités à la population résidente), ainsi que d'une composante résiduelle représentant

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, passant de 2,6 % en 2001 à moins de 1,0 % en 2003. Cinq années ont ensuite été requises pour retourner à 2,0 %. Plus récemment, la contribution des frontaliers a chuté de pratiquement 2,0 % en 2008 à 0,2 % en 2009 et a atteint moins de 0,5 % en 2010. Selon les projections, cette contribution sera encore inférieure à 1,0 % en 2013.

La composante «heures travaillées» a contribué à concurrence de -0,2 % en 2009 et 2010, vu le recours massif au chômage partiel lors de la crise. Cet effet négatif devrait disparaître graduellement. La contribution du taux de chômage a été négative depuis 1980, en raison de la tendance haussière de cette variable. Elle est relativement stable autour de -0,1 %. La contribution du taux de participation a toujours été limitée et s'est amoindrie depuis 2001, pour atteindre un plateau depuis 2006 (autour de 0,2 %).

Graphique 2 : Décomposition de la contribution de l'emploi



Sources : données Statec, EU-KLEMS, calculs BCL

### 1.2.6 Projections macroéconomiques générales

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2010<sup>16</sup> et ont été élaborées dans le contexte du redressement conjoncturel marqué qui s'était manifesté à partir de la mi-2009. La poursuite de la croissance au deuxième semestre 2010 était alors envisageable, comme l'attestaient la croissance dans la zone euro et l'évolution favorable des indicateurs conjoncturels au Luxembourg. La consolidation de la croissance était d'autant plus tangible que le chômage partiel continuait à reculer et que l'emploi avait redémarré. Pour l'année 2010, une progression du PIB réel autour de 3,8 % était escomptée par la BCL. Ce scénario était basé sur l'hypothèse que la reprise conjoncturelle ne saurait garder le rythme de croisière de l'époque et qu'elle s'épuiserait au tournant de l'année 2010/2011, avant de regagner en vigueur en 2012 et au-delà. Le profil de croissance escompté, en particulier la dynamique à moyen terme, restait cependant en deçà de la moyenne historique. Il était notamment 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 2010, le redressement conjoncturel s'est avéré plus dynamique qu'on ne l'avait anticipé, bien que le bilan dressé par les comptes nationaux annuels puisse paraître moins positif.

16 Voir BCL, Bulletin 2010/3, pp.76-82

La première estimation pour la croissance en 2010 est de 3,5 %, soit un rythme légèrement inférieur à nos anticipations de décembre. Par contre l'expansion du PIB nominal témoigne de la vigueur de la reprise. A plus de 9 %, elle a été bien au-delà de nos attentes. Les comptes nationaux trimestriels ont aussi été révisés pour les années 2009 et 2010. Selon ces comptes, la croissance trimestrielle aurait été moins dynamique que précédemment estimé au cours de l'année 2009, mais elle se serait accentuée à partir du deuxième trimestre 2010. Depuis lors, la progression du PIB réel aurait été supérieure à la croissance tendancielle, de sorte que l'activité économique mesurée par le PIB en volume s'établirait désormais à un niveau proche de celui prévalant avant la récession. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2011, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières enregistrées à la fin de l'année 2010, se chiffre à 2,2 %.

Selon la quasi-totalité des indicateurs disponibles, la dynamique conjoncturelle favorable de la fin de l'année 2010 s'est prolongée au début de l'année 2011. L'expansion de l'activité aurait été assez soutenue au premier trimestre. Elle se serait cependant quelque peu estompée par la suite.

Au premier trimestre 2011, le dynamisme dans le secteur financier s'est certes légèrement tempéré, malgré la hausse des marchés boursiers. En termes de variation trimestrielle, la progression de la VNI dans les OPC s'est en effet nettement ralentie après une augmentation très marquée au cours des sept trimestres précédents. Les revenus sur commissions des banques, ajustés pour les variations saisonnières, ne connaissent également qu'une hausse modérée. Par contre, à la faveur des conditions météorologiques très clémentes, les enquêtes de conjoncture dans la construction laisseraient entrevoir une nette accélération de l'activité. La production industrielle s'est aussi accélérée au début de l'année, même si sa progression se situe en deçà de ce que laissaient augurer les enquêtes d'opinion. Cette progression mitigée est d'autant plus surprenante que l'activité dans la zone euro a été caractérisée par un dynamisme exceptionnel avec une croissance du PIB réel de 0,8 %. Cette dernière évolution devrait être de bon augure pour le secteur exportateur du Luxembourg, d'autant que cette expansion a été tirée par nos principaux partenaires commerciaux, en l'occurrence les économies limitrophes.

En ce qui concerne le deuxième trimestre 2011, peu d'informations sont disponibles à l'heure actuelle. La croissance dans les économies limitrophes s'est sans doute modérée. Le niveau actuel des marchés boursiers suggérerait aussi une croissance tempérée de la VNI des OPC et les revenus sur commissions des banques. Par contre, les chefs d'entreprises dans la construction sont d'un optimisme quasiment sans précédent. Les enquêtes mensuelles et trimestrielles dans l'industrie laissent également augurer une activité soutenue et un carnet de commandes bien rempli.

En somme, l'économie luxembourgeoise est vraisemblablement sortie de la récession, dans le sens où le PIB réel a probablement déjà dépassé son niveau d'avant la récession. Ce diagnostic est d'ailleurs corroboré par la plupart des indicateurs d'activité tels que les exportations de biens, la VNI des OPC et les revenus sur commissions des banques, malgré leur croissance modérée en début d'année. Seule la production industrielle peine à retrouver les niveaux d'avant la crise. L'emploi, aussi bien en termes de personnes que d'heures travaillées, est en forte progression et le recours au chômage partiel, emblématique de la récession, s'amenuise davantage.

Ce constat favorable ne doit nullement occulter le fait que l'activité économique n'a pas du tout progressé entre le premier trimestre 2008 et la fin de 2010, c'est-à-dire pendant près de trois ans. Ce manque de croissance, associé à une politique budgétaire volontairement expansionniste, s'est aussi soldé par l'émergence de plusieurs distorsions. Malgré la sortie de la récession, le taux de chômage persiste à un niveau historiquement élevé, proche de 8 % pour le taux de chômage au sens large. En dépit des mesures de consolidation adoptées par le gouvernement pour les années 2011 et 2012, le déficit public ne disparaîtrait pas d'ici 2013. La dette publique dépasserait quant à elle les 20 % du PIB. Il convient d'éviter la persistance de ces distorsions. Seule une correction mise en œuvre dans les meilleurs délais, tirant profit du contexte macroéconomique plus favorable, permettra de restaurer des fondamentaux propices à une croissance durable. Elle permettra également de constituer des marges de manœuvre qui pourront être déployées lors de la prochaine dégradation conjoncturelle.

La sortie de la récession au Luxembourg n'implique pas non plus la fin de la crise financière, comme l'attestent des marchés obligataires toujours en proie à certaines perturbations. Un dénouement désordonné de la crise dans certains pays de la zone euro pourrait négativement affecter les activités et les résultats du secteur

financier et compromettrait de ce fait les gains de la croissance. Ces risques de dénouement désordonné ne peuvent être négligés à l'heure actuelle, d'autant plus que l'évaluation *ex ante* des conséquences d'un tel choc est hautement incertaine. Ils incitent par conséquent à une prudence continue.

### **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 poursuivre sa hausse, amorcée au second trimestre 2010, jusqu'au quatrième trimestre 2013. Sur l'ensemble de l'année 2011, il s'établirait à 1,6 % avant d'atteindre 2,3 % en moyenne en 2012 et 2,8 % en moyenne en 2013. Les taux longs sont orientés à la hausse depuis le quatrième trimestre 2010. Ils remonteraient graduellement pour atteindre 4,1 % au quatrième trimestre 2013. Il en résulterait un aplatissement de la courbe des taux sur l'horizon de prévision. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, progresseraient en moyenne d'environ 7 % en 2011 avant de se replier marginalement en 2012 et 2013. Par rapport à décembre dernier, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été révisées à la hausse à raison d'environ 6 % en 2011 et en 2012. Depuis fin 2010, l'euro s'est apprécié de quelque 3 % par rapport au dollar pour se situer aux environs de 1,43\$/€ à la mi-mai, poussant le taux de change effectif de l'euro à la hausse à concurrence de 2 % environ par rapport à décembre 2010. Enfin, le prix du pétrole a progressé de 92\$/bl en décembre dernier à environ 115\$/bl en mai 2011. Selon les marchés des « futures », le prix du pétrole s'établirait à 111\$/bl en 2011, avant de revenir à 108\$/bl en 2012 et à 104\$/bl en 2013. Par rapport à l'exercice de décembre 2010, ces hypothèses se traduisent par une sensible révision à la hausse du prix attendu du pétrole en 2011 et 2012. En dépit de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros sont fortement revues à la hausse, à concurrence de 22 % en 2011 et de 15 % en 2012.

En résumé, les hypothèses relatives au taux d'intérêt à court terme, au taux de change de l'euro et au prix du pétrole sont légèrement moins favorables que celles qui prévalaient en décembre dernier. Dans l'ensemble et toutes autres choses égales par ailleurs, ce nouveau jeu d'hypothèses techniques plaiderait donc pour un scénario de croissance marginalement moins porteur pour l'économie luxembourgeoise. Cependant, l'impact à la baisse des hypothèses techniques sur la croissance de l'activité économique est plus que compensée par l'embellie conjoncturelle dans les économies en Europe et dans le reste du monde, qui est au-delà des attentes.

### **Environnement international**

La reprise économique mondiale a été un peu plus forte que prévu en 2010 et la vigueur de l'économie mondiale s'est poursuivie au premier trimestre de l'année 2011. Les évolutions récentes des principaux indicateurs économiques suggèrent en revanche que la croissance devrait s'affaiblir au second trimestre de l'année. A moyen terme, les perspectives de croissance mondiale apparaissent désormais entachées de plusieurs facteurs. Il s'agit des conditions climatiques défavorables observées aux Etats-Unis ces derniers mois et des retombées des catastrophes naturelles auxquelles a fait face le Japon en ce début d'année 2011. A ces événements naturels s'ajoutent la mise en œuvre de politiques budgétaires plus rigoureuses dans nombre de pays industrialisés et les besoins de restructuration des bilans des secteurs public et privé. Dans les pays émergents, la croissance de l'activité devrait rester dynamique avec de sérieux risques de surchauffe dans certains cas. Le scénario relatif à la croissance mondiale du FMI est légèrement plus optimiste que celui de la Commission européenne (CE). Après un redressement marqué en 2010, les deux institutions prévoient une modération de la croissance du PIB mondial en 2011 et une poursuite de l'expansion au même rythme pour 2012. La croissance du commerce mondial connaîtrait une décélération, après une expansion excédant la moyenne historique en 2010. Malgré la normalisation anticipée pour l'économie mondiale, ces projections sont légèrement plus optimistes que projeté lors des exercices précédents.

Tableau 1.16 : Projections des institutions internationales et hypothèses techniques (taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)<sup>1)</sup>

	2010	2011	2012	2013
Commerce mondial (CE)	14,0 (+0,2)	7,8 (+0,4)	7,9 (+0,6)	-
PIB mondial (FMI)	5,0 (+0,2)	4,4 (+0,2)	4,5	-
PIB mondial (CE)	4,9 (+0,4)	4,0 (+0,1)	4,1 (+0,1)	-
PIB zone euro (FMI)	1,7 (+0,0)	1,6 (+0,1)	1,8	-
PIB zone euro (CE)	1,8 (+0,1)	1,8 (+0,3)	1,9 (+0,1)	-
PIB zone euro (Eurosystème)	1,7	1,5 - 2,3	0,6 - 2,8	-
Demande internationale adressée au Luxembourg	9,6	6,9 (+1,0)	6,5 (+0,9)	6,3
Prix du pétrole en \$/bl <sup>2)</sup>	80	111 (+22)	108 (+17)	104
Taux de change \$/€ <sup>3)</sup>	1,33	1,42 (+0,03)	1,43 (+0,04)	1,43
Taux d'intérêt à 3 mois	0,8	1,6 (+0,2)	2,3 (+0,6)	2,8
Taux d'intérêt à 10 ans	3,2 (-0,2)	3,5 (-0,3)	3,8 (-0,4)	4,1
Eurostoxx <sup>4)</sup>	266	284 (+15)	280 (+17)	276

1) Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2010, en points de pourcentage.

2) Révisions en \$/bl

3) Révisions en \$/€

4) Révisions en points d'indice

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, FMI

Les perspectives économiques dans la zone euro se sont également améliorées au cours des derniers mois et la croissance du PIB réel se rapprocherait graduellement de sa trajectoire historique, soit une croissance proche de 2 %. Selon l'exercice de projection de l'Eurosystème de juin 2011, la variation anticipée pour le PIB réel devrait se situer entre 1,5 % et 2,3 % en 2011 et entre 0,6 % et 2,8 % en 2012. A court terme, la croissance du PIB prévue par l'Eurosystème apparaît légèrement plus favorable que celle de la CE et du FMI, en raison de la prise en compte de la croissance très soutenue enregistrée au 1<sup>er</sup> trimestre de l'année 2011. Pour 2012 en revanche, la croissance du PIB prévue par l'Eurosystème apparaît légèrement moins optimiste que celle de la CE et du FMI. Comparées à l'exercice précédent, les projections de l'Eurosystème pour 2011 ont été nettement revues à la hausse tandis que pour 2012 elles ont été légèrement abaissées.

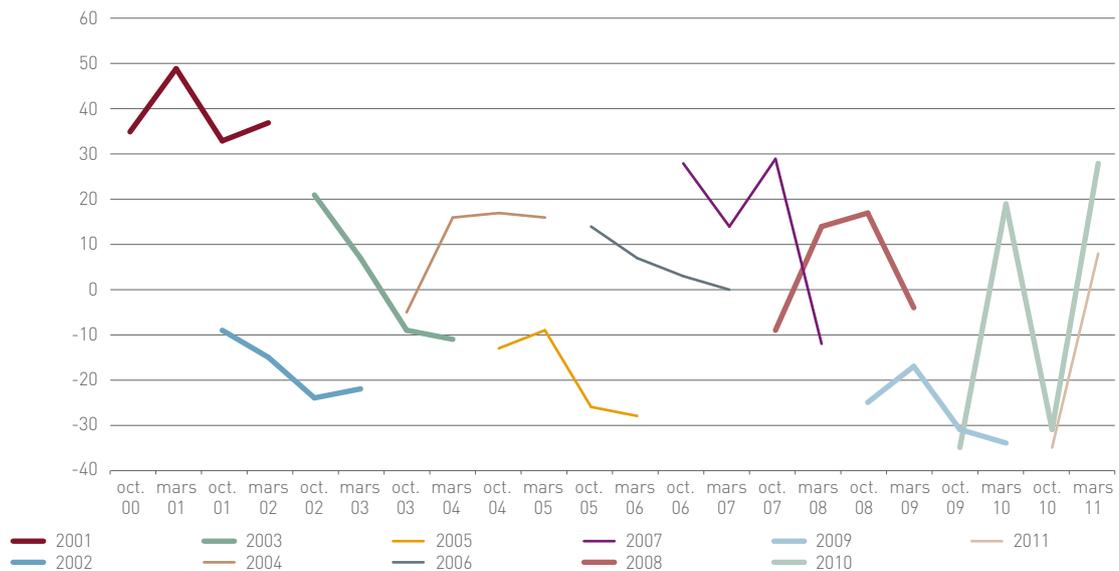
La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations de ses partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Après s'être littéralement effondrée en 2008 et 2009, la demande internationale s'est vigoureusement redressée en 2010. Selon le scénario sous-jacent, elle devrait converger vers une trajectoire de croissance plus modérée, quoique toujours élevée. En termes de variation annuelle, le rebond de la demande internationale observé en 2010 serait suivi d'un net ralentissement en 2011 et de modérations en 2012 et 2013. Le ralentissement de la demande mondiale adressée au Luxembourg au cours de ces deux années serait le reflet de la normalisation du commerce mondial sur la période considérée.

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

La dynamique de croissance trimestrielle plus avantageuse au cours de l'année 2010 ainsi que son étalement sur le début de l'année 2011 donnent lieu à un scénario qui se présente plus favorablement que lors de l'exercice de décembre 2010. Les projections font état d'une progression du PIB réel en 2011 qui se situerait entre 3,7 % à 4,3 %, soit 1,2 point de pourcentage de plus qu'anticipé précédemment. La croissance anticipée pour 2012 se situerait entre 2,5 % et 3,5 % tandis que pour 2013, elle s'établirait entre 2,9 % et 4,3 %. Ce scénario intègre un ralentissement de la croissance à partir du deuxième trimestre 2011. Après une période d'expansion au-dessus de la moyenne, il est admis que la dynamique de croissance se modérera avant de retrouver une certaine vigueur en 2012 et 2013. Le ralentissement du taux de variation annuel moyen en 2012 n'est par conséquent qu'apparent. Sa modération provient de l'essoufflement escompté au cours de l'année 2011, les taux trimestriels sous-jacents suggérant bien une accélération au cours de l'année 2012. Le profil des taux de croissance annuels moyens, bien qu'en dents de scie, est aussi en ligne avec le profil du PIB réel dans la zone euro tel que projeté par l'Eurosystème. Le sentier de croissance normalisé anticipé pour 2013 demeurerait en deçà de l'évolution historique luxembourgeoise. Cette projection est basée sur l'hypothèse de l'abaissement du potentiel de croissance, qui résulterait notamment des ajustements structurels dans le secteur financier.

Après la forte reprise observée depuis la mi-2009, la croissance se consoliderait et la composition du PIB s'équilibrerait davantage. Dans un scénario idéal, l'impulsion en provenance du commerce mondial se transmettrait graduellement à l'investissement, qui, via la création d'emplois et de revenus, influencerait à son tour la consommation privée. Dans une petite économie ouverte et largement dépendante de ses marchés exportateurs, les deuxième et troisième phases du cycle sont évidemment beaucoup moins prépondérantes que dans des économies fermées. Ce scénario semble cependant prendre forme. Contrairement à d'autres économies qui sont confrontées à un surendettement de leurs entreprises, de leurs ménages ou de l'Etat, il n'y a pas d'indications quant à des déséquilibres majeurs susceptibles de contrarier la reprise au Luxembourg. Les projections de l'optique dépenses du PIB tiennent compte de cet élément.

Graphique 1.19 : Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise (dépenses à prix courants, en taux de variation annuels)\*



\*Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, les taux de variation annuels des dépenses d'investissement sont calculés 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

L'année 2010 s'est caractérisée par une croissance robuste et équilibrée, puisque toutes les composantes du PIB ont contribué à sa progression. L'investissement total n'a néanmoins augmenté qu'à la faveur des dépenses d'investissement public, l'investissement privé ayant encore fléchi. En 2011, la croissance serait à nouveau tirée par le dynamisme des exportations alors que la demande domestique totale serait assez modérée. Elle progresserait en effet à un rythme atténué, car elle serait négativement affectée par les mesures de consolidation budgétaire. Les mesures du gouvernement central prennent plusieurs formes et elles exerceront une incidence sur plusieurs composantes de la demande domestique, entre autres les dépenses d'investissement public. Le rehaussement de la fiscalité directe pèsera directement sur le revenu disponible des ménages et freinera par ce biais la consommation privée.

Si en 2011, l'investissement public pourrait baisser sur base des plans du gouvernement central, ce défaut de croissance pourrait toutefois être compensé par la reprise de l'investissement privé. 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 vers la mi-2010 ceux-ci comptaient déjà augmenter leurs dépenses d'investissement en 2010, ils comptent désormais poursuivre leurs efforts et augmenter à nouveau leurs dépenses en 2011 (voir le graphique ci-dessus). Une expansion des capacités de production serait d'ailleurs la suite logique de la phase d'ajustement. Grâce à la reprise mondiale et à la stagnation des salaires réels, la marge de profit s'est fortement redressée en 2010. Sous l'hypothèse d'absence de déséquilibres bilantaires, elle suggère la disponibilité de liquidités susceptibles de faciliter le financement des dépenses d'investissement. Le redressement de l'emploi tel qu'on l'observe actuellement irait aussi de pair avec une augmentation de l'appareil productif.

Les mesures de consolidation fiscale telles qu'annoncées jusqu'à présent par le gouvernement font partie intégrante des projections. En 2012 et 2013, ces mesures qui, par hypothèse, ne deviendraient pas davantage contraignantes pour les ménages ou les entreprises ne permettraient pas d'annuler le déficit public d'ici 2013. Dans ce contexte de « politique budgétaire inchangée », les projections tablent sur une accélération graduelle de la consommation privée en 2012 et 2013 ainsi que sur une expansion robuste de l'investissement privé.

Tableau 1.17 : Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à décembre 2010  
(en % de variation annuel et en point de pourcentage)

	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012
PIB réel	3,5	3,7 - 4,3	2,5 - 3,5	2,9 - 4,3	-0,3	1,2	-0,2
IPCH	2,8	3,7	2,5	2,3	-	1,2	0,4
IPCH énergie	11,7	12,7	-0,1	-1,7	0,3	9,4	-0,9
IPCH excluant l'énergie	1,7	2,5	2,8	2,8	-	0,1	0,6
IPCN	2,3	3,4	2,4	2,2	-	1,1	0,6
IPCN excluant l'énergie	1,5	2,5	2,6	2,6	-	0,4	0,7
Echelle mobile des salaires	1,7	1,9	4,0	2,3	-	-	1,9
Coût salarial moyen	1,6	2,6	5,2	3,8	-1,1	-0,1	2,2
Emploi salarié	1,5	2,3	2,0	2,0	0,1	1,3	1,0
Taux de chômage <sup>1)</sup>	6,2	6,0	5,9	5,8	0,1	-0,4	-0,5

1) Version comptes nationaux.

Source : Statec, BCL

### Marché de l'emploi et coûts salariaux

En écho à la reprise de l'économie, les perspectives sur le marché du travail ont continué à s'améliorer au cours des derniers mois. Après avoir nettement décéléré dans le sillage de la crise, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est établie à 2,2 % en avril 2011. Le rebond de l'emploi est surtout perceptible du côté de l'emploi frontalier, qui progresse de nouveau à un rythme plus élevé que l'emploi national. De son côté, l'emploi intérimaire continue sur sa voie ascendante. Au niveau sectoriel, seuls l'industrie et le secteur bancaire continuent de ponctionner la croissance de l'emploi. Cette tendance négative est néanmoins en nette décélération. Le taux de vacance d'emplois – soit le rapport entre le nombre d'emplois vacants et la somme du nombre d'emplois vacants et de postes pourvus – s'est aussi nettement amélioré en passant de 0,4 % en 2009 à 0,6 % en 2010 et 1,1 % en ce début d'année. Ces développements confirment le regain d'optimisme de la part des entreprises et ils suggéreraient même une accélération supplémentaire de l'emploi. Par ailleurs, le recours au chômage partiel a nettement baissé. Selon nos projections, la reprise de l'emploi devrait s'accélérer en 2011 avant de connaître une légère décélération en 2012.

La progression de l'emploi contribuerait à une diminution graduelle mais limitée du chômage au sens restreint. Le chômage touche en particulier les personnes âgées et à niveau de qualification inférieur. Or, du fait de l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail, ces personnes sont susceptibles de rencontrer davantage de difficultés à réintégrer le marché du travail. 25 % du total des chômeurs au sens restreint disposent d'une incapacité de travail partielle ou totale. Le chômage de longue durée continue d'ailleurs à progresser et représente désormais 40 % du nombre total de chômeurs. Néanmoins, si les perspectives pour le taux de chômage au sens restreint ne s'amélioreraient que marginalement, le taux de chômage au sens large, qui reprend aussi les personnes en mesures, pourrait baisser davantage. L'objectif des mesures pour l'emploi est de faciliter l'intégration des chômeurs au marché de l'emploi. Ces bénéficiaires de mesures figurent au premier rang des personnes susceptibles de bénéficier de la relance de la demande de travail.

La réaction de la composante « volume » du marché du travail se fera conjointement à celle du coût du travail. Sous l'effet de l'amélioration conjoncturelle, l'horizon de projection devrait être marqué par le retour graduel à une progression positive et tendancielle des salaires réels. A l'heure actuelle, les négociations salariales semblent encore se caractériser par un comportement prudent des partenaires sociaux. Cette retenue pourrait s'expliquer par un chômage qui demeure élevé et par une reprise économique qui reste marquée par une incertitude élevée. Par contre, pour 2012 et au-delà, peu d'informations sont disponibles à l'heure actuelle. L'incertitude quant à la conclusion d'un nouvel accord entre partenaires sociaux sur le report du

paiement de la tranche indiciaire en 2012 pourrait notamment retarder la conclusion des accords salariaux<sup>17</sup>. L'amélioration des perspectives sur le marché du travail accroîtrait le pouvoir de négociation des employés et leurs revendications salariales. L'accord salarial dans le secteur bancaire en atteste. La convention collective dans ce secteur prévoit une stagnation des salaires réels en 2011 et, à l'inverse, une progression de l'ordre de 2 % en 2012 et 2013 qui consacre en quelque sorte un retour à la moyenne historique. Les projections tiennent aussi compte de la hausse des cotisations sociales et de l'ajustement du salaire social minimum survenus en début d'année. Elles se basent également sur l'ajustement probable du salaire minimum réel en 2013. Par ailleurs, malgré l'incertitude quant à l'ajustement précis dans la fonction publique, les projections tablent sur une stagnation de la valeur du point indiciaire en 2011.

En 2011, la progression du coût salarial moyen serait en grande partie imputable à l'impact de l'indexation automatique des salaires à l'inflation. L'accord, conclu entre les partenaires syndicaux et le gouvernement, de reporter le paiement de la prochaine tranche indiciaire, dû pour mai 2011, à octobre 2011 a pour effet de freiner de 1,0pp la progression des salaires nominaux en 2011. Toutefois, en raison de son caractère temporaire, cette mesure contribue également à accélérer mécaniquement la hausse des salaires nominaux en 2012. Sur base des projections d'inflation actuelles, les échéances des prochaines tranches indiciaires seraient dues pour mars 2012 et avril 2013. En raison de la détérioration considérable du scénario d'inflation, ces paiements seraient donc nettement plus rapprochés que lors de l'exercice précédent. L'échelle mobile des salaires progresserait de 4,0 % en 2012, donc de 1,9pp de plus qu'anticipé en décembre 2010, et de 2,3 % en 2013. Dans le contexte d'un redressement graduel et modéré des salaires réels, la progression des salaires nominaux doublerait d'environ 2,6 % en 2011 à 5,2 % en 2012 pour revenir à 3,8 % en 2013.

### **Prix à la consommation**

Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH s'accéléraient fortement en 2011, à respectivement 3,4 % et 3,7 %. Cette nette progression à des niveaux très élevés est aussi générale, puisqu'elle résulte des accélérations très nettes aussi bien des prix de l'énergie que des prix hors énergie. Par la suite, l'inflation globale se modérerait graduellement, autour de 2,3 % pour l'IPCN et de 2,4 % pour l'IPCH. Ce recul anticipé n'est toutefois que technique, car lié à l'hypothèse du reflux du prix du pétrole. Les prix de l'énergie stagneraient en 2012 et afficheraient une baisse en 2013. Hors énergie, l'inflation s'accroîtrait encore légèrement en 2012 et elle persisterait à des niveaux élevés en 2013, se situant autour de 2,6 % pour l'IPCN excluant l'énergie.

Comparé à l'exercice précédent, ces projections ont été fortement révisées à la hausse. En ce qui concerne l'IPCN, cette révision est de 1,1pp en 2011 et de 0,6pp en 2012. En 2011, l'ajustement est essentiellement attribuable à la révision des prix de l'énergie dans la foulée de l'envolée plus forte qu'escompté du prix du pétrole exprimé en euros. Pour 2012 cependant, la révision à la hausse est exclusivement attribuable à une dynamique plus forte des prix hors énergie. La révision à la hausse du niveau des prix en 2011 entraîne notamment le rapprochement des paiements des tranches indiciaires et une dynamique plus forte qu'anticipé de l'échelle mobile des salaires. Celle-ci nourrit à son tour l'inflation.

Les facteurs sous-jacents à la dynamique inflationniste sont multiples et ils divergent selon l'horizon de projection. Plusieurs facteurs inflationnistes ont émergé en 2010 et ils continuent à exercer un impact sur les prix à la consommation en 2011. La hausse du prix du pétrole - de presque 50 % depuis octobre 2010 - a entraîné une forte progression des prix de l'énergie. Les prix des matières premières agricoles se sont aussi envolés à des niveaux record depuis la mi-2010, mais leur impact sur les prix à la consommation tarde à se manifester. Il est admis que tels impacts se manifesteraient au cours de l'année. De surcroît, l'inflation dans la zone euro s'est accélérée. Elle a vraisemblablement influencé les prix au Luxembourg via le canal des importations de biens. Par contre, la position cyclique de l'économie luxembourgeoise n'exercerait qu'un impact limité sur l'inflation. La croissance économique serait certes proche de la croissance tendancielle, mais elle ne provoquerait guère à elle seule une accélération de l'inflation au-delà de la moyenne historique ou de celle des économies limitrophes en raison, notamment, du fort degré d'ouverture de l'économie luxembourgeoise. Finalement, le rehaussement des prix administrés au deuxième semestre 2010 et au début de l'année 2011 a exercé une influence considérable sur l'inflation globale.

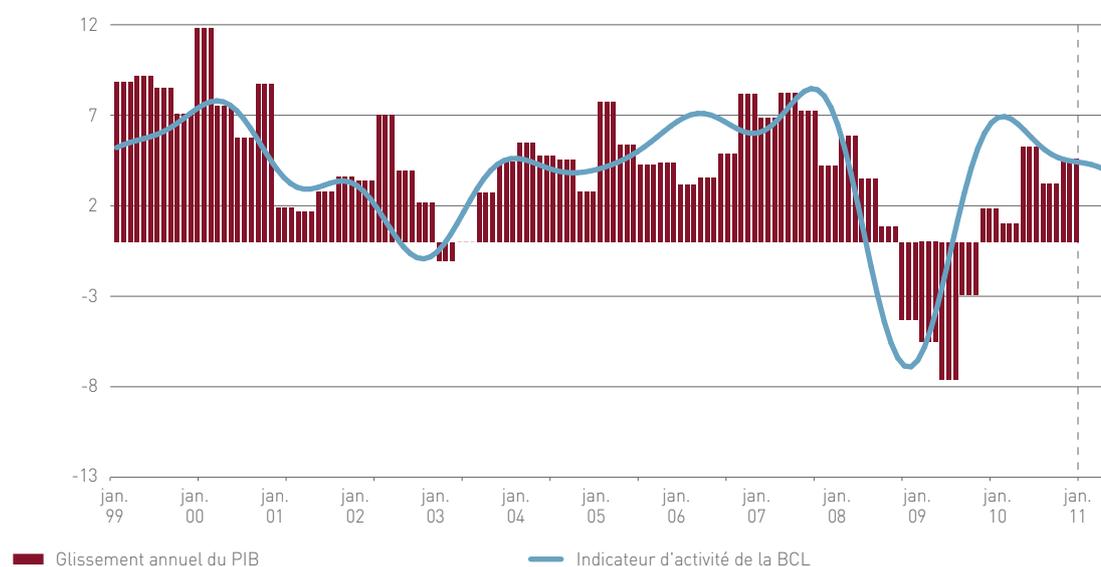
17 L'impact de l'échelle mobile des salaires sur la progression des salaires nominaux en 2012 sera fort différent selon qu'il y aura un report du paiement ou non. Afin d'éviter une hausse imprévue de leur coût salarial, les employeurs seraient susceptibles d'attendre la décision finale avant de s'engager dans des conventions collectives de type « salaire réel augmenté de l'échelle mobile des salaires ».

Une fois les chocs d'offre absorbés, l'inflation globale serait susceptible de reculer plus fortement. A moyen terme, la dynamique conjoncturelle au Luxembourg et dans les pays limitrophes ne serait pas assez forte pour relancer l'inflation ou pour la maintenir à un niveau élevé. Vers la mi-2012 toutefois, les effets de second tour résultant de l'envolée du prix du pétrole lui donneraient une nouvelle impulsion. Le paiement de la tranche indiciaire de mars 2012 n'interviendrait que 6 mois après celui d'octobre 2011 et il propulserait la hausse nominale du coût salarial moyen à plus de 5 % en 2012. L'inflation de l'échelle mobile des salaires impacterait à son tour l'inflation des prix des autres biens et services. Elle perpétuerait leur dynamique à un niveau élevé et elle empêcherait aussi le recul de l'inflation globale en dessous des 2 %. L'inflation au Luxembourg ne convergerait donc pas vers l'inflation des pays limitrophes en raison de facteurs domestiques, et une inflation particulièrement élevée des prix des services <sup>18</sup>.

### Analyse des risques

L'indicateur d'activité n'est pas utilisé directement dans les exercices de projection, dont il constitue en quelque sorte un complément. Cet indicateur, qui intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles, suggère que la croissance du PIB devrait rester dynamique en ce début d'année. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, la croissance du PIB en glissement annuel s'établirait dans une fourchette comprise entre +4,7 % et +6,5 % au premier trimestre 2011 (après +4,6 % au quatrième trimestre 2010). Autrement dit, le PIB croîtrait à un rythme trimestriel proche de 1,3 % (après +1,7 % au quatrième trimestre 2010). L'indicateur d'activité suggère que la croissance ralentirait au cours du deuxième trimestre 2011. Le glissement annuel du PIB pourrait s'établir dans une fourchette comprise entre +2,8 % et +6,5 %, ce qui est compatible avec une croissance trimestrielle du PIB s'établissant autour de +0,5 %. L'acquis de croissance pour 2011 calculé à l'issue de ce second trimestre s'établirait dans ces conditions autour de +3,8 %. Ce dernier résultat laisserait augurer pour l'année 2011 une croissance quelque peu supérieure à celle qui résulte des projections macroéconomiques de juin 2011.

Graphique 1.20 : Indicateur d'activité de la BCL et glissement annuel du PIB



Sources : Statec, calculs BCL

Les projections macroéconomiques sont traditionnellement élaborées sur base de l'hypothèse d'une politique gouvernementale inchangée. Ce principe implique l'hypothèse de la réintroduction du mécanisme d'indexation automatique des salaires à partir de novembre 2011. Une modulation additionnelle telle que suggérée par l'accord entre le gouvernement et les représentants syndicaux ne fait donc pas partie du scénario de base. Il est évident que si un report du paiement de la tranche indiciaire - prévue actuellement pour mars 2012 - était décidé, alors nos projections de l'échelle mobile des salaires, des salaires nominaux,

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

et par conséquent aussi de l'inflation globale seraient biaisées à la hausse. Dans un tel contexte, la détérioration de la position compétitive de l'économie serait également moins sévère.

Le scénario actuel pour l'Union européenne fait état d'une amélioration des déficits publics sur toute la période de prévision dans la plupart des pays européens. Tous les pays ont annoncé des mesures de consolidation budgétaire, qui font partie intégrante des prévisions. Cependant, par rapport aux projections de finances publiques figurant dans leurs Programmes de stabilité, plusieurs pays devront nécessairement consentir des efforts additionnels. Aucun pays n'atteindrait l'équilibre budgétaire d'ici 2012 selon ces Programmes. Selon la Commission européenne, le déficit public dans la zone euro pourrait se chiffrer encore à 3,5 % du PIB en 2012. Aux Etats-Unis, il avoisinerait 9 % du PIB. Au Luxembourg, le gouvernement a annoncé dans sa 12<sup>e</sup> actualisation du Programme de Stabilité que des mesures de consolidation additionnelles pourraient être préparées en 2012 et mises en œuvre en 2013 et 2014. Ces ajustements des recettes et des dépenses, au Luxembourg comme dans le reste de l'Union européenne ainsi qu'aux Etats-Unis, qui ne sont précisément pas intégrés au scénario de base, pèseront inévitablement sur la croissance économique. 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'incidence potentielle 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 dans l'ensemble des pays développés. Les impacts à la baisse sur la croissance économique dans l'ensemble de ces pays risquent de se combiner et d'affecter négativement 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. L'impact défavorable des changements futurs sur la place financière pourrait affecter davantage le potentiel de croissance du Luxembourg qu'il ne l'est admis dans le scénario sous-jacent. Si les impacts défavorables sur les activités de la place financière ne se sont pas encore manifestés, on ne peut conclure que le Luxembourg en soit sorti totalement indemne. Certains impacts risquent d'émerger à un horizon plus lointain car la réglementation additionnelle ne sera implémentée que de manière graduelle d'ici 2019.

### ***Comparaison avec d'autres institutions***

Les projections de la BCL font partie intégrante des exercices de projection de l'Eurosystème. Elles sont basées sur un jeu d'hypothèses et sur un ensemble de principes communs, un cadre qui permet d'assurer la cohérence des projections macroéconomiques entre banques centrales de la zone euro. Le FMI, l'OCDE, la Commission européenne et le STATEC (le Gouvernement) publient aussi des projections pour le Luxembourg. Ces projections ne sont pas strictement comparables à celles de la BCL. Hormis des différences sur les hypothèses de base et les principes sous-jacents, ces projections peuvent aussi se distinguer par leur date de finalisation ainsi que le jugement exprimé par l'institution. La date de finalisation est importante, car la prise en compte de données plus récentes peut influencer le jugement de la situation actuelle.

Les projections de la BCL se distinguent essentiellement sur deux points des autres institutions. D'une part, le profil de croissance du PIB réel escompté par les autres institutions paraît moins irrégulier que celui de la BCL. La BCL estime par ailleurs que la croissance à court terme est relativement plus dynamique. Dans les deux cas, la source de la divergence pourrait être la prise en compte du diagnostic tel qu'il découle des comptes nationaux trimestriels et des indicateurs conjoncturels. D'autre part, le scénario d'inflation et des salaires nominaux escompté pour le moyen terme est nettement moins favorable dans le scénario de la BCL. Dans ce dernier scénario, l'inflation au Luxembourg resterait nettement supérieure à celle des pays voisins. Logiquement, la progression de l'échelle mobile des salaires serait également plus élevée. Des divergences affectant la prise en compte de l'effet d'auto-allumage tel qu'il résulterait notamment du rapprochement du paiement des tranches indiciaires constituent vraisemblablement un facteur explicatif important des écarts précités.

## 1.2.7 Le commerce extérieur

Le commerce extérieur du Luxembourg a repris de la vigueur depuis le début de l'année 2010, après avoir lourdement subi les effets négatifs de la crise économique mondiale entre les derniers trimestres de 2008 et 2009. Sur l'ensemble de l'année 2010, soutenues par l'amélioration de la conjoncture économique mondiale, les exportations et les importations de biens ont augmenté de respectivement 14,7% et de 16% par rapport à leurs niveaux de l'année 2009. Les échanges de biens n'ont toutefois pas encore atteint leurs niveaux d'avant la crise. Quant au solde du commerce extérieur, il a retrouvé sa tendance d'avant la crise, à savoir un creusement de son déficit. Ce dernier a atteint près de 5 milliards d'euros (+18,6%) sur toute l'année 2010. Cette aggravation s'explique par une détérioration des termes de l'échange et notamment par l'acquisition exceptionnelle d'un bien d'équipement (satellite).

L'évolution des indices moyens des prix met en exergue une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation qui, avec un taux de croissance de 2% en 2010, ont progressé à un rythme inférieur aux prix à l'importation (+5%). En conséquence les termes de l'échange se sont détériorés de 3% en 2010, essentiellement suite à la remontée du prix du pétrole et des autres matières premières, depuis le creux atteint au dernier trimestre de 2008. Les indices moyens des volumes du commerce calculés sur toute l'année 2010 mettent quant à eux en exergue une hausse plus marquée des volumes à l'exportation (+14%) qu'à l'importation (+11%).

La ventilation du commerce par catégories de biens montre que l'amélioration des exportations provient en grande partie des produits sidérurgiques, dont les ventes se sont accrues de 25% sur toute l'année 2010. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également bien portées, à l'exception du matériel de transport (-3%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 14% en 2010. Les livraisons vers l'Asie ont progressé de 31% tandis que celles à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont baissé de 4%.

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 23% sur toute l'année 2010. Toutes les autres catégories de biens importés sont également en hausse (+22% dans le matériel de transport suite à l'acquisition d'un satellite, +7% dans les machines et équipement, notamment). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (90% de toutes les importations) se sont accrues de 16%, tandis que celles en provenance d'Amérique et d'Asie ont augmenté de respectivement 7% et de 39%.

Tableau 1.18 : Commerce extérieur du Luxembourg (valeur en millions d'euros et variation en % par rapport à la même période de l'année précédente)

Période	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2005	10 319,4	5,5%	14 187,1	3,7%	-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	2,9%
2008	11 890,4	0,4%	17 290,3	6,0%	-5 399,9	21,0%
2009	9 162,5	-22,9%	13 370,7	-22,7%	-4 208,2	-22,1%
1 <sup>er</sup> trim	2 245,2	-26,7%	3 307,5	-19,5%	-1 062,3	1,6%
2 <sup>e</sup> trim.	2 167,6	-32,8%	3 215,2	-29,2%	-1 047,6	-20,5%
3 <sup>e</sup> trim.	2 393,1	-21,3%	3 220,2	-29,3%	- 827,1	-45,3%
4 <sup>e</sup> trim.	2 356,7	-8,0%	3 627,8	-11,2%	-1 271,1	-16,6%
2010	10 511,8	14,7%	15 504,4	16,0%	-4 992,6	18,6%
1 <sup>er</sup> trim	2 460,4	9,6%	3 562,7	7,7%	-1 102,3	3,8%
2 <sup>e</sup> trim.	2 740,0	26,4%	4 180,4	30,0%	-1 440,4	37,5%
3 <sup>e</sup> trim.	2 633,2	10,0%	3 700,2	14,9%	-1 067,0	29,0%
4 <sup>e</sup> trim.	2 678,2	13,6%	4 061,1	11,9%	-1 382,9	8,8%

Source : Statec

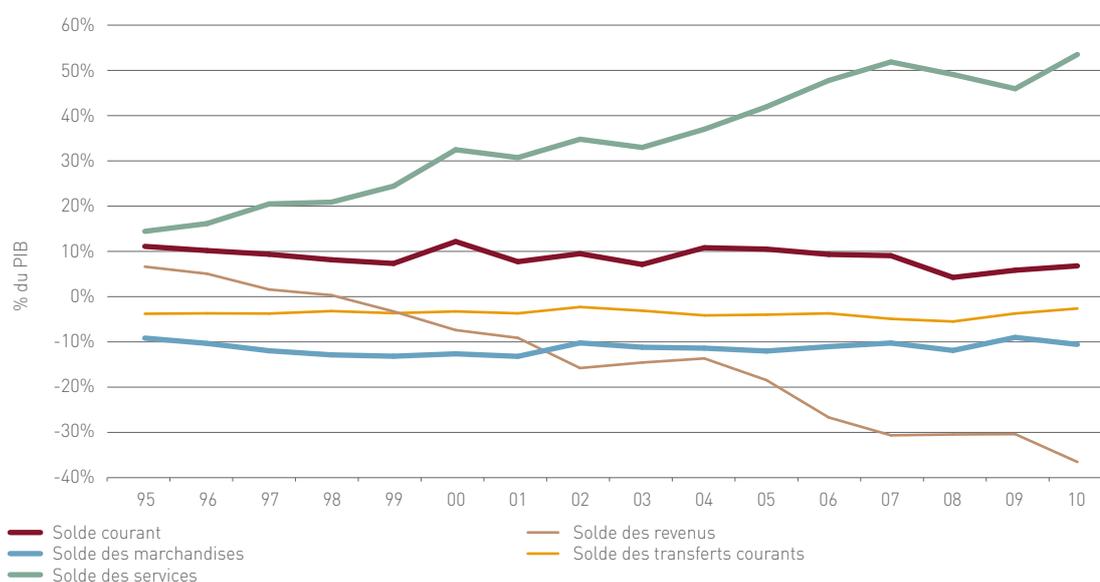
## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Compte courant

La balance courante s'est soldée par un excédent de 3,2 milliards d'euros sur toute l'année 2010, soit 8 % du PIB nominal, contre 2,6 milliards d'euros en 2009 (7 % du PIB). Cette amélioration provient largement d'une embellie des exportations nettes de services, en particulier les services financiers, qui traditionnellement apportent une contribution très significative au surplus de la balance courante du Luxembourg. Les autres services se sont également bien portés, leur surplus ayant globalement progressé de 13 % par rapport à l'année 2009. Parmi ces derniers, ce sont les services d'assurance, de publicité, de transport des marchandises et de voyages qui se sont redressés significativement. Le surplus total des services s'élève ainsi à 22,7 milliards d'euros en 2010 (55 % du PIB), dont 16,7 milliards pour les exportations nettes de services financiers.

Les déficits structurels des marchandises et des revenus se sont en revanche accrus sensiblement en 2010, en atteignant respectivement près de 4 milliards d'euros (10 % du PIB) et près de 15 milliards d'euros (36 % du PIB). L'aggravation du déficit des marchandises résulte en grande partie d'une détérioration des termes de l'échange et d'une acquisition d'un satellite, qui se sont traduites par un accroissement du déficit des marchandises du commerce général. A cela s'ajoute la baisse sensible du surplus des opérations sur or non-monnaire. Le solde négatif de la balance des revenus s'est lui aussi largement accru en 2010 (+32 %, à 14,8 milliards d'euros). Si le déficit structurel de la rémunération des salariés a connu une croissance modérée (+3,7 %, à 6,6 milliards d'euros), dans un contexte marqué par une forte décélération de la croissance de l'emploi frontalier, la hausse des dividendes et intérêts versés aux non-résidents a en revanche occasionné une aggravation du déficit du revenu des investissements (+69 % à 8,2 milliards).

Graphique 1.21 : Évolutions de l'excédent courant et de ses principaux soldes en % du PIB



Sources : BCL, Statec

L'amélioration du solde courant enregistrée en 2010 reflète la reprise de l'activité économique mondiale ainsi que la consolidation des cours boursiers sur les marchés financiers internationaux, après l'intensification de la crise financière internationale fin 2008 et début 2009. Sans pourtant atteindre les niveaux d'avant la crise pour l'économie luxembourgeoise, l'excédent courant dégagé en 2010 (8 % du PIB pour rappel, après 7 % en 2009 et 5 % en 2008) est clairement en dessous de sa moyenne historique, qui se situe autour de 10 % du PIB sur la période avant la crise (1995-2007). En effet, au cours de deux dernières décennies, le Luxembourg a enregistré des larges excédents dans sa balance des transactions courantes. Ces excédents affichent toutefois une tendance baissière manifeste au fil du temps, reflétant dans une certaine mesure la perte de compétitivité-coûts de l'économie luxembourgeoise. La détérioration brutale en 2008 (une chute de moitié par rapport à l'année précédente) était quant à elle largement induite par la crise financière internationale, qui a négativement affecté les exportations de services financiers. Par la suite, le redressement des marchés

financiers depuis le second semestre de 2009 et la reprise de l'économie mondiale se sont traduits par une reprise des exportations de biens et services du Luxembourg. Notons toutefois que la reprise des exportations nettes de services financiers est allée de pair avec un accroissement du déficit des revenus d'investissements, dont le niveau record a atteint 20 % du PIB en 2010. Cette évolution négative est en grande partie due à une forte hausse des autres engagements (emprunts) des OPC (voir à ce propos une analyse publiée dans le Bulletin BCL 2008/1, p.91).

### 1.2.8.2 Compte financier de la balance des paiements

Les sorties nettes de capitaux ont atteint 2,8 milliards d'euros en 2010, contre 2,4 milliards en 2009. En 2010, le niveau des sorties nettes est en ligne avec les observations antérieures enregistrées depuis 2002. Dans les différentes composantes du compte financier, les flux d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et de produits dérivés se sont soldés en 2010 par des entrées nettes respectives de 16,7 milliards d'euros, de 31 milliards et de 3,7 milliards. Ces entrées nettes sont compensées par des sorties nettes de 54 milliards dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques).

En 2010, les entrées nettes d'investissements directs (16,7 milliards) s'expliquent par quelques importantes opérations en capital social qui ont servi partiellement à rembourser des prêts intra-groupes.

Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont dégagé des entrées nettes de 90,6 milliards d'euros sur toute l'année 2010, contre 43 milliards en 2009. Du côté des avoirs, les résidents ont diminué leurs investissements dans les actions étrangères, qui ont totalisé 46 milliards en 2010 contre 63 milliards en 2009. Du côté des engagements, les non-résidents ont augmenté plus que proportionnellement leurs investissements dans les actions luxembourgeoises, essentiellement les parts d'OPC (+136 milliards en 2010, contre +107 milliards en 2009).

En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont placé 43 milliards d'euros dans les titres étrangers, essentiellement en obligations, tout en vendant des instruments du marché monétaire. Les transactions des non-résidents sur titres de créance luxembourgeois se sont caractérisées par des ventes nettes (sorties de 16,6 milliards exclusivement dans les titres à long terme). Au total, les transactions sur titres de créance se sont soldées par des sorties nettes de 59,4 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 54 milliards d'euros sont liées à une hausse des avoirs nets des institutions financières monétaires (y compris la BCL, à concurrence de 15 milliards) et des avoirs nets des autres secteurs (25 milliards).

Encadré 1.5:

#### **TITRES DE CRÉANCE ÉMIS PAR L'ÉTAT LUXEMBOURGEOIS: VENTILATIONS SECTORIELLE ET GÉOGRAPHIQUE DES DÉTENTEURS**

L'Etat luxembourgeois est retourné fin 2009 en tant qu'émetteur sur les marchés financiers. Dès lors, l'Etat a fait deux émissions pour un montant nominal total de 4 milliards d'euros. L'objet du présent encadré est de présenter, pour chacune des deux émissions, la structure des détenteurs et, notamment la partie des émissions détenue par les investisseurs non-résidents.

La BCL dispose, par le biais de son système de collecte titre par titre, d'informations statistiques permettant d'estimer la quote-part du total nominal des émissions détenues par des investisseurs

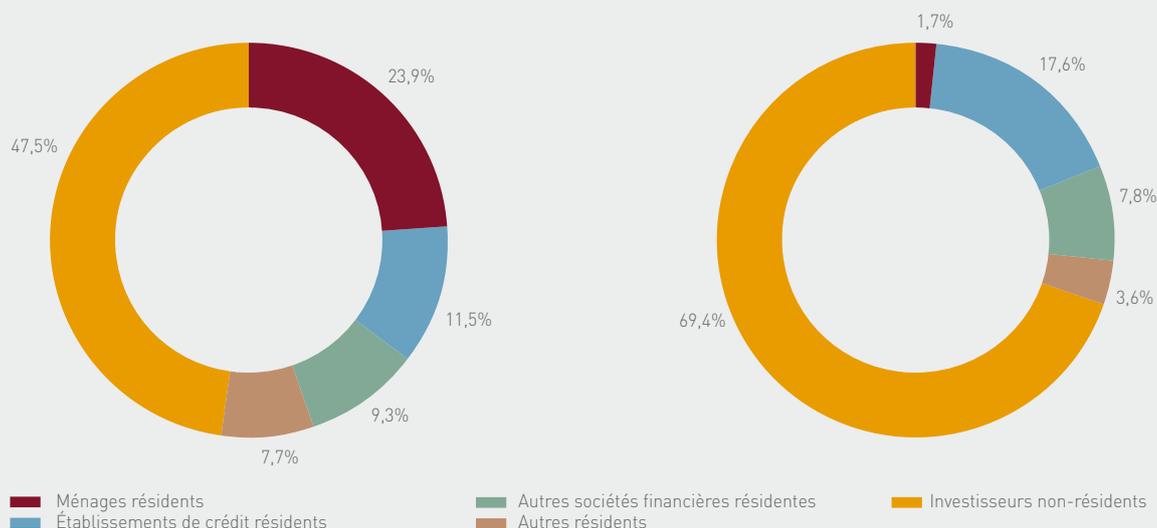
non-résidents. Ces sources ne donnent néanmoins pas la possibilité de connaître le pays de résidence de l'investisseur ou son secteur d'activité. Par contre, pour les détenteurs résidents, ce système de collecte offre la possibilité de déterminer les montants détenus par les différents secteurs économiques.

La première émission, de fin 2008, de l'Etat luxembourgeois a été établie comme une émission grand-public. A l'opposé, la deuxième émission, de mai 2010, visait plutôt les investisseurs institutionnels. Cette stratégie explique largement les structures divergentes des investisseurs, que ce soit en termes géographiques ou sectoriels.

Ainsi, selon les informations arrêtées à la fin 2010, 48% du total de l'émission en valeur nominale de l'emprunt grand-public de décembre 2008 serait détenu par des contreparties non-résidentes, 24% par des ménages luxembourgeois et 21% par des sociétés financières résidentes.

Pour l'émission de mai 2010 visant en priorité les institutionnelles, 69% des détenteurs seraient des non-résidents et 25% des sociétés financières établies au Luxembourg. La quote-part détenue par des ménages résidents était marginale.

Graphique 1: Ventilations géographique et sectorielle des détenteurs des titres émis par l'Etat luxembourgeois (situation fin 2010)



Source : BCL

Il est également intéressant de noter que, selon le communiqué de presse du 12 mai 2010 de la Trésorerie d'État, les principaux pays étrangers détenteurs de ce deuxième titre étaient la France (18%), l'Allemagne (15%) et la Belgique (10%). Ces proportions peuvent évidemment avoir changé entre la date d'émission et la fin 2010.

Finalement, 59% de la valeur nominale de la dette émise sous forme de titre de créance par l'Etat luxembourgeois est détenue par des investisseurs étrangers. Ce pourcentage relativement élevé est

toutefois comparable aux situations observées en France et en Belgique. Ainsi, en France, le taux de détention des titres de la dette publique par les non-résidents s'établit à 68% fin 2009 et à 65% fin 2008 (Cfr Banque de France, Balance des paiements et position extérieure, Rapport annuel 2009, p.69). Pour la Belgique, la part détenue à l'étranger des obligations linéaires émises par l'État belge est de 58% au 30 septembre 2009 et de 55% en septembre 2010 (Cfr Banque nationale de Belgique, Evolutions économiques en Belgique, Rapport annuel 2010, p.107).

## 1.2.9 Les finances publiques

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

L'année 2010 s'est caractérisée par trois phénomènes d'importance en matière de finances publiques. Premièrement, lors de son discours du 5 mai 2010 sur l'Etat de la Nation, le Premier Ministre luxembourgeois a annoncé une série de mesures de consolidation budgétaire que le Gouvernement comptait adopter dans le cadre du Budget 2011.

Deuxièmement, le Budget 2011 a été voté en décembre 2010, seule une partie des mesures présentées en mai ayant finalement été adoptée. Il s'agit, du côté des dépenses, du maintien de l'investissement public (de l'Administration centrale) au niveau enregistré en 2009, de la réduction des frais de fonctionnement de l'Etat, de la réduction des transferts aux ménages et de la réduction globale de 10% des subventions aux entrepri-

ses. En ce qui concerne les recettes, ces mesures portent sur un relèvement du taux marginal maximal de l'impôt sur le revenu et du taux de l'impôt de solidarité ainsi que sur l'introduction d'un prélèvement de crise. Selon les estimations de la BCL, considérées dans leur ensemble, les mesures discrétionnaires se chiffrent à environ 0,8% du PIB en 2011<sup>19</sup>. Ces mesures devraient continuer à produire leurs effets en 2012.

Finalement, le solde des Administrations publiques luxembourgeoises s'est détérioré par rapport à 2009. Elles accusent en effet un déficit de 1,7% du PIB en 2010, alors qu'elles présentaient un déficit de 0,7% du PIB en 2009. Néanmoins, en raison d'une conjoncture macroéconomique favorable, ce déficit est inférieur à celui prévu dans la 11<sup>ème</sup> actualisation du Pacte de Stabilité, publiée en janvier 2010. Cette actualisation tablait en effet sur un déficit de 3,9%.

### 1.2.9.2 Les recettes

Alors qu'il avait amorcé une remontée en 2009, après une période de trois années consécutives de stagnation, le ratio des recettes au PIB a de nouveau affiché un sensible recul en 2010 et a atteint son niveau le plus bas depuis l'établissement des comptes SEC95. Toutes les catégories de recettes ont contribué à cette baisse du ratio, qui s'explique essentiellement par une croissance élevée du PIB nominal induisant un puissant « effet dénominateur ». Selon les comptes nationaux publiés en avril 2011, après une décroissance de 4% en 2009, le PIB nominal se serait en effet accru de 9,3% en 2010 sous l'effet notamment d'une forte progression du déflateur.

En termes nominaux, les recettes des administrations publiques auraient en définitive fait preuve d'un dynamisme inattendu, avec un taux de croissance de 4,6% alors qu'elles enregistraient une baisse de 0,5% en 2009. La 11<sup>ème</sup> actualisation du Pacte de Stabilité de janvier 2010 prévoyait d'ailleurs une baisse des recettes totales pour l'exercice 2010. L'année 2010 s'est avérée moins négative qu'escompté en raison notamment d'une conjoncture économique plus favorable que prévu.

Tableau 1.19 : Recettes de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB, sauf mention contraire)

	Données officielles avril 2011						Projections BCL juin 2011		
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Impôts directs	13,6	13,0	13,0	13,3	13,8	13,3	13,4	13,3	13,0
dont à charge des ménages	7,8	8,1	7,8	8,2	8,4	8,2	8,6	8,9	8,9
dont à charge des sociétés	5,8	5,0	5,3	5,1	5,5	5,1	4,8	4,4	4,1
Impôts indirects	13,2	12,6	12,4	11,7	11,7	11,4	11,2	11,0	10,7
Cotisations sociales	11,3	10,8	10,7	10,8	12,0	11,4	11,4	11,6	11,6
Autres recettes	3,4	3,6	3,7	4,0	3,7	3,4	3,3	3,2	3,2
Recettes totales	41,5	39,9	39,8	39,8	41,3	39,5	39,2	39,1	38,5
Croissance nominale des recettes totales (%)	10,5	7,7	10,3	5,7	-0,5	4,6	5,9	5,3	4,4

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

Selon les projections de la BCL, le ratio des recettes des Administrations publiques au PIB serait pratiquement inchangé en 2011. Les mesures de consolidation adoptées dans le budget 2011 et le rehaussement au 1<sup>er</sup> janvier 2011 des contributions sociales de santé contribueraient certes à augmenter le ratio de recettes. En outre, les taxes sur l'énergie devraient être favorisées par des prix pétroliers élevés. Ces effets favorables, du point de vue des recettes, seraient cependant neutralisés par les traditionnels décalages dans la perception des impôts directs à charge des sociétés (espacement entre la collecte des impôts et l'exercice d'imposition auquel se rapportent ces recettes), qui affecteraient négativement les recettes en 2011 dans le sillage de la crise économique et financière. Ces effets de retard continueraient au demeurant à peser sur les recettes en 2012 et en 2013. De surcroît, le ratio des impôts indirects déclinerait sensiblement au cours de ces deux années, sous l'effet d'une consommation privée moins dynamique que le PIB.

19 Voir l'avis sur le projet de Budget 2011 pour plus de détails.

### 1.2.9.3 Les dépenses

L'année 2010 s'est caractérisée par une contraction du ratio des dépenses au PIB. Celui-ci est en effet passé de 42,2% du PIB en 2009 à 41,2% en 2010, soit un chiffre toujours supérieur à la moyenne des cinq dernières années. Comme expliqué ci-dessus sur le versant des recettes, le PIB nominal a cependant enregistré une progression de 9,3% en 2010, ce qui tronque quelque peu l'analyse des ratios. La baisse du ratio en 2010 ne résulte donc pas d'une meilleure maîtrise des dépenses. Bien qu'en décélération par rapport à 2008 et 2009, la croissance nominale des dépenses s'est en effet élevée à 6,8% en 2010. Ce dernier taux reste très conséquent par rapport aux taux observés dans les pays voisins.

Les projections laissent augurer une légère baisse du ratio des dépenses en 2011 qui augmenterait cependant quelque peu en 2012 et en 2013. Cette diminution de 2011 est principalement due aux mesures de consolidation adoptées dans le budget 2011 et à l'amélioration de la conjoncture économique. Le ratio se maintiendrait à un niveau légèrement supérieur en 2012 et 2013 en raison de l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels et à une augmentation soutenue des dépenses de rémunération. Cette dernière évolution est principalement le résultat du mécanisme d'indexation automatique.

Les projections aboutissent par ailleurs à une stabilisation du ratio d'investissements publics au PIB en 2012 et 2013.

La croissance nominale des dépenses devrait à nouveau progresser en 2012, pour atteindre 6%. Une consolidation des dépenses demeure plus que nécessaire, afin de diminuer l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et afin de faire face aux problèmes structurels auxquels l'économie luxembourgeoise est confrontée ou sera confrontée dans les années à venir (notamment vieillissement de la population, chômage structurel élevé, marges de manœuvre permettant de pallier la vulnérabilité propre à une petite économie ouverte). Un encadré repris ci-dessous fait le point sur la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises, qui est pour le moins compromise.

Tableau 1.20 : Dépenses de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB, sauf mention contraire)

	Données officielles avril 2011						Projections BCL juin 2011		
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Transferts sociaux	20,5	19,3	18,3	18,9	21,8	20,9	20,5	20,6	20,6
Investissements publics	4,5	3,6	3,3	3,2	3,7	4,1	3,6	3,6	3,6
Dépenses de consommation <sup>1)</sup>	11,3	10,4	10,0	10,3	11,6	11,2	11,0	11,3	11,4
Subsides <sup>2)</sup>	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4
Autres dépenses	3,6	3,7	3,1	3,0	3,6	3,5	3,6	3,5	3,4
Dépenses totales	41,5	38,6	36,2	36,9	42,2	41,2	40,3	40,4	40,4
Croissance nominale des dépenses totales	7,6	4,1	3,7	7,8	9,9	6,8	4,2	6,0	5,8

1) Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

2) A l'exclusion des transferts en capital.

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

### 1.2.9.4 Les capacités ou besoins de financement

Les soldes des administrations publiques résultent de la différence entre les ratios de recettes et de dépenses commentés supra. Après trois années de surplus budgétaires non négligeables, 2009 a vu l'émergence d'un déficit, qui s'est encore nettement accru en 2010 pour atteindre 1,7% du PIB. Si ce déficit demeure inférieur au seuil de référence de 3%, il n'en constitue pas moins le plus mauvais résultat depuis l'établissement des comptes SEC95 (période 1995-2010). Dans ses projections de décembre 2010, la BCL tablait quant à elle sur un déficit de 1,77% du PIB en 2010, soit une estimation très proche du déficit définitif.

L'analyse du solde budgétaire par sous-secteurs de l'Administration publique montre que le déficit est 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. Le déficit de l'Administration centrale s'est accentué en 2010, pour atteindre 3,2% du PIB. La sécurité sociale avec un surplus de 1,5%

du PIB, contribue par contre de manière positive au solde budgétaire consolidé de l'Administration publique. Finalement, le solde des Administrations locales s'est amélioré et avoisine l'équilibre en 2010.

Selon les projections, le déficit budgétaire diminuerait à 1 % du PIB en 2011. Ce résultat s'explique en grande partie par l'amélioration du solde budgétaire de l'Administration centrale et dans une moindre mesure par un léger surplus des Administrations locales, qui se chiffrerait à 0,1 % du PIB. Le solde budgétaire de la sécurité sociale resterait stable.

Si une évolution positive du solde budgétaire est prévue pour 2011, une nouvelle augmentation du déficit est attendue en 2012 et 2013. Il passerait en effet de 1,3 % du PIB en 2012 à 1,8 % du PIB en 2013. Le surplus de la sécurité sociale diminuerait légèrement sur cette période alors que celui des Administrations locales se maintiendrait à son niveau de 2011. Par conséquent, l'augmentation du déficit sur la période projetée s'expliquerait par la forte dégradation du solde de l'Administration centrale, dont le déficit atteindrait 2,9 % du PIB en 2012 et 3,4 % en 2013.

Une augmentation toujours élevée des dépenses de l'Administration centrale serait la cause première de ce dérapage. En deuxième lieu, comme mentionné ci-dessus, les impôts directs à charge des sociétés subiraient avec retard l'impact négatif de la crise, tandis que les impôts indirects seraient affectés par une consommation privée moins dynamique que le PIB.

Le déficit structurel des Administrations publiques s'élèverait à 0,5 % en 2011. En l'absence de nouvelles mesures d'ajustement, il augmenterait d'environ 0,5 % du PIB tant en 2012 qu'en 2013, pour atteindre 1,6 % du PIB en 2013.

Tant la 12<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité que les projections de la BCL laissent augurer la persistance de déficits de l'Administration publique au cours des prochaines années, malgré les mesures de consolidation annoncées par le Premier Ministre le 5 mai 2010. Ceci amène à constater que ces mesures de consolidation ne seront probablement pas suffisantes pour atteindre l'objectif de moyen terme fixé à 0,5 % du PIB et que d'autres mesures devront déjà être prises dans la revue à « mi-parcours » prévue en 2012. Ce point sera plus amplement détaillé dans l'encadré 1.7.

Tableau 1.21 : 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		
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ensemble des administrations publiques	0,0	1,4	3,7	3,0	-0,9	-1,7	-1,0	-1,3	-1,8
dont Etat central	-1,2	-0,6	0,9	-0,2	-2,7	-3,2	-2,7	-2,9	-3,4
dont communes	-0,3	0,2	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
dont sécurité sociale	1,5	1,8	2,3	2,7	1,9	1,5	1,5	1,5	1,4
Programme de stabilité Avril 2011	--	--	--	--	--	--	-1,0	-1,5	-1,2
Pour mémoire: projections de la BCL de décembre 2010	--	--	--	--	--	-1,77	-1,25	-1,85	--
	Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques								
Estimation de juin 2011 de la BCL <sup>1)</sup>	0,4	1,5	3,0	1,9	-0,8	-1,4	-0,5	-1,0	-1,6
Estimation Programme de stabilité Avril 2011						-0,4	0,1	-0,8	-1,1

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

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

### 1.2.9.5 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 13,6 % au 31 décembre 2008. Cette évolution reflète pour l'essentiel, à hauteur de 2 milliards d'euros, l'émission d'un emprunt destiné à rétablir la situation financière

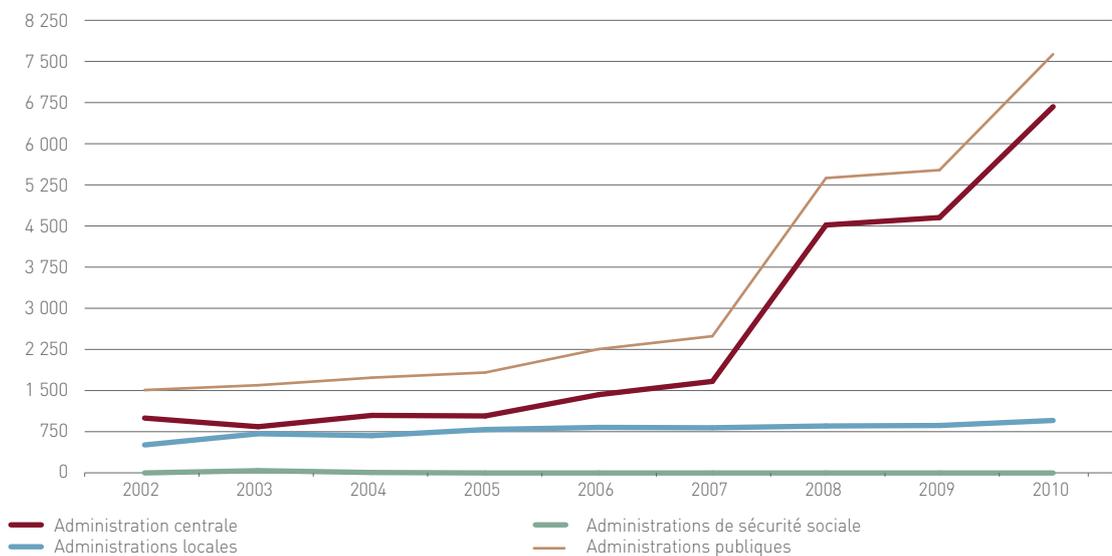
de Fortis Banque Luxembourg<sup>20</sup>. Une explication supplémentaire de la hausse prononcée du ratio de la dette tient au fait que le Gouvernement a emprunté un total de 200 millions d'euros, pour le financement d'investissements en infrastructures à effectuer par le biais du Fonds du rail et du Fonds des routes.

En ce qui concerne l'exercice 2009, le ratio a quelque peu augmenté, puisqu'il est passé de 13,6% en 2008 à 14,6% 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.

L'année 2010 s'est quant à elle caractérisée par une nouvelle et sensible augmentation du ratio de la dette, qui s'est établi à 18,4% du PIB à l'issue de l'année. Cette évolution s'explique par le lancement, au mois de mai 2010, d'un nouvel emprunt obligataire par le Gouvernement luxembourgeois pour un montant total de deux milliards d'euros assorti 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. Le graphique suivant montre que c'est l'Administration centrale qui a pour l'essentiel contribué à l'accroissement de l'endettement.

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'Etat central 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. Le ratio de la dette publique au PIB se chiffrerait à respectivement 18,6% et 21% du PIB en 2011 et 2012 selon les projections. L'année 2013 se caractériserait également par un accroissement du ratio de la dette publique au PIB qui atteindrait 22,6%.

Graphique 1.22 : Contribution des sous-secteurs des administrations publiques à la dette publique consolidée (en millions d'euros)



Sources : Statec, calculs BCL

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, 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. Les propositions de réformes présentées au mois de mars et qui doivent encore faire l'objet de discussion avec les partenaires

<sup>20</sup> 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).

sociaux constituent une avancée mais ne seront pas suffisantes pour faire face aux dépenses considérables liées au vieillissement de la population dans les prochaines années<sup>21</sup>.

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 en cas de 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.

A noter que le Premier Ministre, dans le discours sur l'état de la Nation d'avril 2011, a annoncé un certain nombre de mesures ayant un impact (positif ou négatif) sur le budget de l'Etat. Cependant, aucune quantification budgétaire et aucun calendrier de mise en œuvre n'ont été établis. Il s'agit notamment de mesures d'aides indirectes aux populations vulnérables, de promotion de l'efficacité énergétique et de la construction selon des critères écologiques et de la promotion d'une meilleure réconciliation entre vie professionnelle et vie familiale par le biais de la création de 8 000 placements supplémentaires dans des crèches ou maisons de relais. Une réforme de la fonction publique est également envisagée.

21 Voir également l'encadré 1.7 du présent rapport.

Encadré 1.6:

### **IMPERFECTIONS SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL ET RÉFORMES DES PENSIONS**

Baisse de la natalité, hausse de la longévité et vieillissement de la génération « baby-boom », tout cela contribue et contribuera à la hausse du taux de dépendance des personnes âgées (nombre d'individus de 65 ans et plus par rapport au nombre d'individus de 20 à 64 ans) dans nos pays européens. L'essentiel de cette hausse du taux de dépendance devrait avoir lieu d'ici 2050 et cela soulève beaucoup de questions sur le financement futur de nos systèmes de pensions par répartition (les retraites sont financées par des cotisations basées sur les revenus professionnels des travailleurs actuels). De nombreux pays ont d'ailleurs déjà réformé leur système de pension. D'autres sont en train - ou tentent - de le faire.

Il est donc évident qu'une bonne compréhension de l'incidence de ces chocs démographiques ainsi que des effets potentiels d'un changement du système de pension est nécessaire - voire même indispensable. Seul le recours à un modèle d'équilibre général permet d'apprécier ces incidences dans toute leur globalité, à travers une prise en compte suffisamment exhaustive des interactions entre les agents économiques. En outre, un modèle réaliste doit inclure un marché du travail non compétitif (c'est-

à-dire avec « frictions »), principalement lorsque l'on veut représenter une économie européenne où le marché de travail est fortement institutionnalisé, ce qui affecte les processus de création et de destruction d'emplois.

#### ***Vieillesse, frontaliers et réformes au Luxembourg***

Au Luxembourg, le vieillissement de la population résidente se combinera au vieillissement des travailleurs frontaliers et la question du financement des - futures - pensions se doit d'être étudiée dès aujourd'hui. Ainsi, une étude européenne (European Commission, 2009) avec participation de l'IGSS indique que le déficit budgétaire additionnel, hors charge d'intérêts et par rapport à l'année 2007, généré par le vieillissement de la population au Luxembourg sera de 1% du PIB en 2020, de 16% en 2050 et de 18% en 2060 (voir Table 1, ligne « vieillissement EC »), soit les plus fortes hausses dans l'Union. Nous utilisons le modèle LOLA (modèle d'équilibre général avec frictions sur le marché du travail, développé à la BCL, voir Pierrard et Sneessens (2009) pour une présentation détaillée) pour également tenter de quantifier ces effets du vieillissement et nous obtenons des résultats assez proches de ceux de la Commission (voir Table 1, ligne « vieillissement LOLA »).

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

	2020	2050	2060
vieillissement EC	+1 %	+16 %	+18 %
vieillissement LOLA	+1 %	+14 %	+15 %
pensions moins élevées	-1 %	+9 %	+10 %
contributions plus faibles	-1 %	+10 %	+11 %
double réforme	-2 %	+6 %	+6 %

Une réforme des pensions nous semble donc indispensable. Le taux de remplacement net (pension nette en pourcentage des revenus antérieurs nets) est beaucoup plus élevé au Luxembourg que dans les pays voisins (en moyenne sur différents types de salaires de 99 % au Luxembourg pour 65 % en Belgique, 67 % en France et 60 % en Allemagne, voir OCDE.Stat) 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. Notre modèle LOLA montre qu'une baisse immédiate de 10 points de pourcent du taux de remplacement réel (qui passe de près 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. A long terme, le coût budgétaire additionnel, hors charge d'intérêts, généré par le vieillissement est réduit à 10 % du PIB (voir Table 1, ligne «pensions moins élevées»). L'effet est donc appréciable. Il convient cependant de noter que ces simulations supposent une réduction immédiate, à concurrence de 10 %, de l'ensemble des pensions – existantes et à venir.

Par ailleurs, l'OCDE (voir par exemple Duval, 2003) recommande de limiter les cotisations sur les travailleurs âgés, de manière à rendre le travail plus attractif. 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 permet de limiter le coût budgétaire additionnel à 11 % du PIB (voir Table 1, ligne «contributions plus faibles»).

On ne peut bien entendu que proposer de combiner ces deux politiques (baisse du taux de remplacement et baisse des cotisations, voir Table 1, ligne «double réforme»). En conclusion, les perspectives de financement des pensions pourraient être sérieusement améliorées si des réformes ciblées et efficaces (augmentation du taux d'activité des travailleurs âgés et augmentation de l'épargne) étaient implémentées dès aujourd'hui.

Comme toujours, il convient évidemment d'interpréter ces chiffres avec prudence. Ils sont basés sur un modèle d'équilibre général qui ne peut bien sûr rendre toute la complexité du système des pensions ; de même que nos propositions sont linéaires et ne prennent pas du tout en compte le côté pratique et détaillé d'une implémentation réelle (elle devrait certainement être plus graduelle afin d'être acceptée plus facilement par la population, sans l'être exagérément afin de ne pas neutraliser dès le départ les retombées budgétaires des réformes).

### **Epargne et taux d'intérêt**

Il est important de noter que le modèle LOLA que nous utilisons est un modèle de «petite économie ouverte», c'est-à-dire que les taux d'intérêt réels sont exogènes et constants. Or, de la Croix, Pierrard et Sneessens (2011) ont montré que, dans le cadre d'une économie fermée, l'introduction de frictions sur le marché du travail dans un modèle d'équilibre général crée un lien important entre le taux d'intérêt et le taux de chômage. La raison est que, toutes autres choses égales par ailleurs, des taux d'intérêt réels plus faibles stimulent la demande de travail et donc incitent les entreprises à créer de nouveaux postes. En conséquence, le taux d'emploi est plus élevé, tout comme les salaires négociés. De plus, l'évolution des salaires contribue à rehausser également le taux de participation des travailleurs âgés et donc augmente l'âge effectif de départ à la retraite.

Nous pouvons tirer deux conclusions de cette étude. Premièrement, bien que les mécanismes soient différents, nos deux propositions de réforme des pensions augmentent l'épargne individuelle (augmentation afin d'anticiper en partie la réduction des pensions dans le premier cas, augmentation car plus de revenus dans le second cas). Cette hausse de l'épargne n'a pas d'effet sur les taux d'intérêt réels dans LOLA vu l'hypothèse de petite économie ouverte. En supposant que cette hypothèse soit trop restrictive et que l'épargne ait – au moins – un effet partiel sur les taux, les effets positifs des réformes proposées pourraient être plus forts qu'escomptés. Deuxièmement, au vu de la forte corrélation entre les taux d'intérêt dans la zone euro, une réforme

des pensions également dans les pays voisins pourrait encore accentuer les effets positifs.<sup>1</sup>

### **Récentes propositions du gouvernement**

Le 17 mars 2011, le gouvernement luxembourgeois a présenté un projet de réforme des pensions, qui doit encore faire l'objet de discussions avec les partenaires sociaux. Le gouvernement suggère notamment d'introduire le système de « pension à la carte », qui viserait aussi bien le régime privé que le régime public de pension. La « pension à la carte » ne remettrait pas formellement en cause l'âge légal de départ à la retraite de 65 ans. Elle contraindrait cependant les assurés à opérer un choix entre les deux options suivantes :

- partir à la retraite dès qu'ils en ont le droit, mais en se voyant imposer une diminution de la pension (aménagement de la formule de calcul des pensions, avec à la clef une diminution des majorations proportionnelles de l'ordre de 15%). Les droits acquis seraient préservés. Les années cotisées avant la date d'entrée en vigueur de la réforme seraient en effet calculées suivant le modèle actuel, tandis que les années restantes seraient prises en compte suivant la nouvelle formule.
- continuer à travailler et compenser de la sorte la diminution précitée de la pension (allongement de l'ordre de 3 ans, également avec introduction graduelle).

<sup>1</sup> Une révision complète de notre modèle LOLA est prévue dans un futur proche, afin d'intégrer une représentation plus réaliste des taux d'intérêts.

Ces propositions vont plutôt dans le bon sens. En plus de leur effet fiscal direct, elles devraient augmenter le taux de participation des travailleurs âgés ainsi que soutenir l'épargne individuelle. Néanmoins, ces retombées potentielles ne se matérialiseront guère d'ici 2060, en raison de la mise en œuvre très graduelle de la mesure. Au vu de l'analyse ci-dessus, nous ne pouvons donc que suggérer d'approfondir la réforme du système des pensions.

### **Bibliographie**

Duval R, 2003. The Retirement Effects of Old-Age Pension and Early Retirement Schemes in OECD Countries, OECD Economics Department Working Papers, N° 370.

De la Croix D. O. Pierrard et H. Sneessens, 2011. Aging and Pensions in General Equilibrium : Labour Market Imperfections Matter, à paraître comme Cahier d'Etudes BCL.

European Commission, 2009. The 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060), EUROPEAN ECONOMY 2-2009.

Pierrard O. et H. Sneessens, 2009. LOLA 1.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis, Cahier d'Etudes BCL, N° 36.

### **1.2.9.6 12<sup>ème</sup> actualisation du Pacte de Stabilité et de croissance**

Ce 29 avril, Luc Frieden et Jeannot Krecké ont présenté la 12<sup>ème</sup> actualisation du Pacte de Stabilité et de croissance (PSC). Celui-ci est établi pour la période 2011-2014 et couvre ainsi la période restante de la législature. L'actualisation ne renferme aucune mesure nouvelle et concrète d'assainissement. Il se borne à indiquer que « le Gouvernement s'est également accordé sur une « revue à mi-parcours », c'est-à-dire une évaluation de la situation des finances publiques en 2012 avec, en cas de besoin, la spécification de mesures de consolidation budgétaire additionnelles en vue de réaliser l'objectif affiché d'un retour à l'équilibre en 2014 au niveau de l'administration publique. »

L'objectif budgétaire à moyen terme (OMT) retenu par les auteurs du programme consiste en un excédent de 0,5% du PIB en termes structurels. Cet OMT ne serait cependant pas respecté sur l'horizon couvert par l'actualisation, du moins à politique inchangée. Le solde structurel des Administrations publiques accuserait en effet un déficit de 1,4% du PIB en 2014 selon la 12<sup>ème</sup> actualisation.

Encadré 1.7 :

### **SOUTENABILITÉ À TERME DES FINANCES PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES : UNE ACTUALISATION**

Des projections de finances publiques à court terme effectuées jusqu'en 2013 sont exposées ci-dessus. Ces projections sont le point de départ des simulations à moyen terme qui constituent l'objet du présent encadré. Seules des simulations de ce type, se déployant sur un horizon temporel suffisamment long (2011-2040 en l'occurrence) permettent d'apprécier correctement la cohérence dans le temps de la politique budgétaire.

Ces simulations ne constituent nullement des prévisions dans un contexte forcément évolutif. Elles visent à fournir une évaluation à politique inchangée de la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises.

La principale conclusion qui se dégage de l'encadré est que les finances publiques luxembourgeoises présentent toujours une soutenabilité à terme pour le moins défailtante, en dépit de la mise en œuvre de mesures de consolidation budgétaire en 2011. Si le mécanisme de « pension à la carte » présenté par le gouvernement le 17 mars dernier constitue un pas dans la bonne direction, il ne sera probablement pas en mesure de remettre ce constat fondamentalement en cause, en raison de son introduction très graduelle.

#### ***Simulations à moyen terme : les hypothèses de base***

La croissance économique postulée dans les simulations de 2014 à 2040 s'établirait à 2,2% l'an. Conformément aux projections de l'Ageing Working Group (AWG), 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. Enfin, les hypothèses démographiques sont de facture relativement classique. Il convient de noter en particulier le nombre élevé d'immigrants, à savoir de 3 000 à 4 000 personnes par an.

Toutes ces simulations sont effectuées en termes structurels. Les 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 2013.

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 tout au long de l'horizon de simulation. En vitesse de croisière l'emploi public progresserait donc de 0,5% par an, ce qui paraît modéré à l'aune des évolutions observées au cours des dix dernières années. En matière sociale, les dépenses de pension (régime général et régimes spéciaux confondus), d'assurance maladie, d'assurance dépendance et de chômage sont censées évoluer de la même manière que dans le scénario de base de l'AWG. Cela implique une nette augmentation des dépenses primaires associées à ces quatre domaines, à raison de 13% du PIB de 2011 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 de l'AWG. Afin d'inférer l'évolution à moyen terme de ces dépenses, qui représentent environ 3% du PIB en 2011, 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. En conséquence, les prestations correspondantes passent de 2,7% du PIB en 2011 à 1,0% du PIB seulement en 2040 dans les simulations.

Sur le versant des recettes, la BCL, à l'inverse de l'AWG, 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 contribue à améliorer le solde public primaire à raison de plus de 1% du PIB sur l'horizon de simulation. Un autre domaine où le présent encadré se distingue du rapport de l'AWG est la prise en compte des revenus du patrimoine – sur les réserves de pension notamment – et des charges d'intérêt. Le taux de rendement du patrimoine est censé atteindre 3,5% l'an. Le taux d'intérêt implicite sur la dette est également fixé à 3,5%, en termes nominaux, tout au long de l'horizon de simulation.

Il est par ailleurs supposé que trois risques majeurs vont se matérialiser sur le versant des recettes au cours de l'horizon de simulation, à savoir (i) une convergence d'ici 2040 du montant des impôts sur les sociétés vers la moyenne européenne, (ii) un étiolement progressif du « Tanktourismus » (toujours d'ici 2040) et (iii) des recettes de TVA liées au commerce électronique disparaissant à partir de 2019 (et déclinant fortement dès 2015) en vertu du « VAT package » approuvé par le Conseil européen en décembre 2007.

Les recettes non mentionnées ci-dessus sont censées évoluer parallèlement au PIB nominal tout au long de l'horizon de simulation.

Il convient enfin de noter que les simulations d'endettement prennent en compte l'existence d'actifs hors réserves de pensions des Administrations publiques, qui se monteraient à la fin 2010 à plus de 10% du PIB (notamment les réserves des fonds spéciaux, de l'assurance maladie, de l'assurance dépendance et les participations de l'Etat). Ces actifs incorporent notamment les actions « Fortis » acquises au cœur de la crise économique et financière, pour un montant de 2 500 millions d'euros. Les actifs hors pensions des Administrations publiques sont censés s'étioler graduellement par la suite. Ainsi, ils reviendraient à 4% du PIB en 2020. Cette hypothèse de liquidation graduelle des actifs permet de limiter le recours à l'endettement.

### Simulations à moyen terme : les principaux résultats

Conditionnellement aux hypothèses présentées ci-dessus, les finances publiques évolueraient comme l'indique le tableau suivant. Le ratio des recettes au PIB diminuerait au cours de l'horizon de projection, en raison de l'étiollement progressif des recettes liées au commerce électronique, au « Tanktourismus » et aux impôts directs à charge des sociétés. Ce ratio passerait de 38% du PIB en 2013

à 34% en 2040, ce qui équivaut à une déperdition de 4 points de PIB. Dans le même temps, le ratio des dépenses augmenterait considérablement, sous l'effet de transferts sociaux accrus et de charges d'intérêt en constante augmentation. Ces dernières constitueraient le reflet d'une montée en puissance des déficits et de l'endettement. Alors que la dette brute consolidée représenterait en peu plus de 20% du PIB tendanciel en 2013, elle excéderait le seuil des 60% du PIB dès 2026. Elle continuerait à augmenter par la suite, pour atteindre plus de 150% du PIB en 2035 et plus de 220% en 2040. Ce dernier résultat n'est que marginalement plus favorable que celui qu'avait dégagé la BCL dans une projection similaire, publiée en novembre 2010 dans son avis sur le projet de budget. Cette légère amélioration est en outre attribuable à une révision à la hausse du PIB nominal et à l'effet de base corrélatif et non à une amélioration structurelle de la situation des finances publiques, qui paraît toujours très précaire. Il apparaît en outre que l'endettement des systèmes de pension représenterait près de 45% de l'endettement total en 2040.

Ces résultats ne sont que partiellement imputables aux hypothèses de diminution graduelle des recettes. Même en l'absence de déperdition des recettes du « Tanktourismus » et des impôts sur les sociétés, la dette publique atteindrait 60% du PIB dès 2028 et 175% en 2040, comme l'indique la dernière ligne du tableau.

Tableau 1 : Evolution de la situation budgétaire des Administrations publiques avec déperdition des recettes liées au « Tanktourismus », à l'impôt des sociétés et à la TVA sur le commerce électronique (en pourcentages du PIB tendanciel)

	2013	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
<b>Recettes totales</b>	<b>38,4</b>	<b>38,4</b>	<b>37,6</b>	<b>36,9</b>	<b>36,0</b>	<b>35,2</b>	<b>34,8</b>	<b>34,3</b>
Impôts directs	13,0	12,9	12,9	12,7	12,5	12,3	12,2	12,0
Impôts indirects	10,7	10,6	9,8	9,1	8,8	8,4	8,1	7,7
Cotisations sociales	11,6	11,6	11,6	11,6	11,7	11,8	11,9	12,0
Revenus d'intérêt	0,6	0,7	0,7	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0
Autres	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
<b>Dépenses totales</b>	<b>40,0</b>	<b>40,4</b>	<b>40,6</b>	<b>42,6</b>	<b>45,7</b>	<b>48,9</b>	<b>53,3</b>	<b>57,4</b>
Transferts sociaux	20,4	20,7	21,0	22,5	24,9	27,1	29,6	31,5
Investissements publics	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Rémunérations des agents	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Autres dépenses primaires	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Charges d'intérêt	0,7	0,8	0,8	1,2	1,8	2,9	4,8	7,0
<b>Déficit (-) ou surplus (+)</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-9,6</b>	<b>-13,7</b>	<b>-18,5</b>	<b>-23,1</b>
<b>Dette publique</b>	<b>22,3</b>	<b>22,7</b>	<b>24,8</b>	<b>39,1</b>	<b>57,6</b>	<b>96,3</b>	<b>154,9</b>	<b>224,0</b>
Dont pensions	-25,7	-25,9	-25,8	-21,4	-7,2	17,7	53,2	97,0
<i>dette sans déperdition « Tanktourismus » et impôts des sociétés</i>	22,3	22,5	24,4	35,3	47,2	76,1	121,9	175,3

Sources : Ageing Working Group, Agence internationale de l'Energie, Eurostat, IGSS, Statec, calculs BCL.

La BCL ne peut par conséquent que réitérer les deux recommandations figurant dans son avis sur le projet de budget : (i) il convient de converger dès que possible vers l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT) d'un surplus d'au moins 1% du PIB d'ici 2015 et (ii) de mettre parallèlement en œuvre des réformes structurelles de la sécurité sociale. La première recommandation exigerait une consolidation budgétaire d'au moins 4% du PIB d'ici 2015. Comme l'indique le tableau, le déficit structurel atteindrait en effet 3% du PIB en 2015 à politique inchangée. Or un surplus d'au moins 1% s'impose. Il est à cet égard regrettable que la 12<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité luxembourgeois ne renferme aucune trajectoire de consolidation concrète, l'actualisation se bornant à indiquer que « le Gouvernement s'est également accordé sur une « revue à mi-parcours », c'est-à-dire une évaluation de la situation des finances publiques en 2012 avec, en cas de besoin, la spécification de mesures de consolidation budgétaire additionnelles en vue de

réaliser l'objectif affiché d'un retour à l'équilibre en 2014 au niveau de l'administration publique. »

Une mise en œuvre rapide de la seconde recommandation de l'avis de la BCL paraît également compromise. Si le mécanisme de « pension à la carte » présenté par le gouvernement le 17 mars dernier constitue un pas dans la bonne direction, il ne paraît pas en mesure de remettre fondamentalement en cause le constat d'une soutenabilité à terme défailante, en raison du fort gradualisme devant présider à la mise en œuvre de la nouvelle disposition. La « pension à la carte » devrait s'accompagner d'autres réformes et être introduite de façon plus rapide qu'annoncé. Une modulation de l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels constitue une piste de réforme. D'autres possibilités sont évoquées dans l'encadré « Imperfections sur le marché du travail et réformes des pensions » du présent Rapport.

