

BULLETIN  
2010

1

bcc

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG  
EUROSYSTEME





BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg  
Secrétariat général  
2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg  
Télécopie : (+352) 4774-4910  
e-mail : [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)

Luxembourg, le 5 mars 2010

# SOMMAIRE

## 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	13
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	15
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.4	Les marchés boursiers	17
1.5	Les taux de change de l'euro	18
1.6	L'évolution des prix à la consommation	19
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	21
1.8	Les projections pour la zone euro	23
1.9	Le commerce extérieur	24
1.10	La balance des paiements	26
2	La situation économique au Luxembourg	28
2.1	L'évolution des prix et des coûts	28
2.1.1	Les prix à la consommation et les projections d'inflation	28
2.1.2	Les prix à la production industrielle	33
2.2	L'industrie	34
2.3	La construction	35
2.4	Le commerce et les autres secteurs	36
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	37
2.6	Le marché du travail	39
2.6.1	L'emploi	39
2.6.2	Le chômage	43
2.6.3	Les coûts salariaux	44
2.7	Le secteur financier	46
2.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	46
2.7.2	L'évolution du nombre des établissements de crédit	47
2.7.3	La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	48
2.7.4	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	56
2.7.5	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	63
2.7.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	64
2.7.7	Les organismes de placement collectif	67
2.8	Le commerce extérieur	71
2.9	La balance des paiements	73
2.9.1	Le compte courant	73
2.9.2	Le compte financier	74
2.10	La comptabilité nationale	75
2.11	Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2009	76
2.12	Les finances publiques	77

3	Contribution de la BCL en vue de la réunion du Comité de Coordination Tripartite	84
	Résumé : un brusque décrochage de croissance, qui impose des réformes d'envergure	84
3.1	Compétitivité et balance des paiements	86
	3.1.1 Indicateurs de compétitivité prix et coûts	86
	3.1.2 Niveaux de productivité et balance des paiements	89
3.2	Marché du travail	91
	3.2.1 Indexation et encadrement des coûts salariaux	93
	3.2.2 Taux d'activité des travailleurs âgés	97
3.3	Finances publiques	98
	3.3.1 Evolution de la dette publique	99
	3.3.2 Recommandations en matière de finances publiques	100
	3.3.3 Le financement des systèmes de pension	102
	Annexe 1. Le modèle LOLA	104
	Encadré 1 :	
	L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises	58

## 2 ANALYSES

1	Croissance potentielle et chômage structurel : une perspective trimestrielle	108
	1.1 Cadre économétrique	108
	1.2 Résultats empiriques	110
	1.3 Incertitude liée au processus de publication des données	113
	1.4 Conclusions	114
	1.5 Références	114
2	Résumé non technique du cahier d'études « Rigidités des salaires à la baisse et indexation des salaires : une analyse sur base de données individuelles », P. Lünemann/L. Wintr	116

## 3 ACTUALITÉS

1	The financial crisis – challenges and new ideas	122
	1.1 The Policy Response to the Crisis	122
	1.2 Preparing for the future	124
	1.3 Conclusion	127
2	The framework for short-term provision of international reserve currencies to sovereign states and their central banks	128
3	Designated Authority to notify opening of insolvency proceedings	133

## SOMMAIRE

### 4 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	136
2	Circulaires de la BCL	137
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	138
1	Statistiques de politique monétaire	138
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	138
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	138
4	Données générales sur le système financier au Luxembourg	138
5	Activité bancaire internationale	139
6	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	139
7	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	140
8	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	140
9	Balance commerciale du Luxembourg	140
10	Balance des paiements du Luxembourg	140
11	Position extérieure globale	140
4	Publications de la BCL	141
4.1	Bulletin de la BCL	141
4.2	Rapport Annuel de la BCL	141
4.3	Cahier d'études de la BCL	141
4.4	Brochures de la BCL	142
4.5	Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	142
4.6	Publications et présentations externes du personnel de la BCL	142
4.6.1	Publications de la BCL	142
4.6.2	Présentations externes	143
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	144
6	Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	145



## EDITORIAL

### **Situation économique et financière dans la zone euro**

*Le 4 mars 2010, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème, qui demeurent appropriés. Le Conseil des gouverneurs continuera par ailleurs de procéder au dénouement progressif des mesures exceptionnelles d'apport de liquidité. Afin de contrer efficacement toute menace pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes, la liquidité fournie sera absorbée en temps utile.*

*Les informations disponibles indiquent que le processus de reprise économique dans la zone euro est engagé, même si cette reprise demeurera probablement irrégulière. Le Conseil des gouverneurs considère toujours que les risques pesant sur ces perspectives demeurent globalement équilibrés, dans un contexte marqué par une incertitude persistante.*

### **Situation économique et financière au Luxembourg**

*Au Luxembourg, l'inflation mesurée par l'IPCN global s'est fortement accélérée depuis le milieu de l'année 2009. Elle s'est établie à 2,1 % en janvier 2010, mais elle devrait déjà avoir atteint son sommet pour l'année courante. L'inflation est d'ailleurs revenue à 1,5 % en février. Selon nos nouvelles projections, l'inflation globale se replierait au cours des prochains mois, s'approchant de 1,2 % au troisième trimestre pour se redresser graduellement par la suite. En moyenne annuelle, l'inflation globale connaîtrait une forte accélération en 2010, pour s'établir à respectivement 1,5 % pour l'IPCN et 2,2 % pour l'IPCH. Ces taux demeureraient bas par rapport à la moyenne historique, tout en excédant l'inflation enregistrée dans les pays limitrophes.*

*Le PIB aurait selon les estimations de la BCL subi une diminution de l'ordre de 4 % en 2009, ce qui constitue le résultat le moins favorable depuis celui de 1975, enregistré dans la foulée du premier choc pétrolier et au cœur de la crise sidérurgique. L'année 2010 permettra certes de renouer avec une croissance positive, d'environ 2 % selon les projections de décembre 2009 de la BCL. Cependant, ce rythme d'expansion se situe très en deçà de l'évolution traditionnellement observée au Luxembourg. Pour rappel, la croissance moyenne du PIB a légèrement excédé 4 % l'an du début des années soixante à 2008. Or il est peu probable que 2011, voire même les années ultérieures, voient le retour à des taux de croissance du même ordre en raison, notamment, de l'incidence de la crise sur les perspectives de la place financière. L'évolution de la somme des bilans provisoires des banques, qui a accusé une diminution de quelque 14,4 % au 31 janvier 2010 par rapport à la date correspondante de 2009, n'est d'ailleurs guère rassurante à cet égard. En outre, les revenus nets sur commissions des établissements de crédit ont diminué de 15,5 % en 2009 par rapport à 2008.*

*La sécurité sociale en particulier et les finances publiques en général ne pourront que marquer le pas suite à un tel décrochage de la croissance, d'autant que la soutenabilité à terme de nos comptes publics était déjà très compromise avant même la survenance de la crise économique et financière. Comme les autorités le reconnaissent dans la 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg,*

d'importants efforts d'assainissement devront être mis en œuvre au cours des prochaines années afin de garantir le retour à l'équilibre des Administrations publiques, et ce dès 2014. La BCL est d'avis que cet objectif constitue un minimum absolu. Dans la 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme, les autorités ont choisi, en guise d'objectif budgétaire à moyen terme (OMT, défini en termes structurels), un excédent de 0,5% du PIB. Or les autorités européennes considèrent que compte tenu de l'impact escompté du vieillissement sur nos dépenses publiques futures, le Luxembourg devrait opter pour un OMT se situant entre 0,75 et 1,5% du PIB, donc de l'ordre de 1% du PIB. La BCL a d'ailleurs régulièrement recommandé de tendre vers un tel objectif, avant même la redéfinition des OMT.

La stratégie de consolidation des autorités doit comporter deux éléments indissociables. En premier lieu, il importe de définir au plus vite une trajectoire crédible de consolidation budgétaire de l'Administration centrale, dont le déficit atteindra à politique inchangée quelque 5,5% du PIB en 2010 selon la 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité. En second lieu, la progression des dépenses de la sécurité sociale devra être endiguée au plus vite, au moyen de réformes structurelles. Selon le plus récent rapport de l'IGSS, les dépenses du régime général de pension ont progressé de quelque 6% en 2008, soit de 3,9% en termes réels. Ces taux observés, donc nullement issus de conjectures, sont incompatibles avec une croissance économique limitée.

Le Comité de coordination tripartite se doit également d'examiner de près la situation prévalant sur le marché du travail. Le Luxembourg se caractérise désormais par une croissance nulle, voire même légèrement négative, de l'emploi et par un taux de chômage de l'ordre de 6%. Ce dernier taux ne se rapporte pourtant qu'aux seuls résidents et son augmentation a par ailleurs été partiellement neutralisée par le recours au chômage partiel et aux mesures pour l'emploi.

La dégradation affectant le marché de l'emploi résulte en partie d'une détérioration marquée de notre position compétitive, sous l'effet notamment d'une augmentation soutenue des coûts salariaux. Les rémunérations par employé se sont accrues de quelque 38% au Luxembourg de 1999 à 2008, alors que le chiffre correspondant s'est établi à 23% dans la zone euro et même à 10,5% en Allemagne. La progression marquée des rémunérations dans la fonction publique (+48% au Luxembourg de 1999 à 2008) n'a certes pas contribué à modérer les revendications salariales dans le secteur privé. La Tripartite devra impérativement s'atteler à cette menace que constitue la dérive salariale. Diverses mesures peuvent être envisagées à cet égard, par exemple un aménagement du mécanisme d'indexation des rémunérations aux prix ou la mise en place de dispositifs permettant d'aligner l'évolution des coûts salariaux sur la hausse des coûts prévalant chez nos principaux partenaires commerciaux. Des mesures similaires ont été adoptées au début des années quatre-vingt. Elles s'étaient alors traduites par une amélioration durable de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise, qui a été de pair avec une croissance économique moyenne particulièrement élevée de 1985 à 2007.

Enfin, il s'impose de mettre en place un cadre favorisant la productivité, aussi à travers une formation plus efficace. La crise économique et financière souligne également la nécessité d'un effort de diversification accru, qui doit s'accompagner d'une stratégie de développement de la place financière.

Ces diverses considérations, qui s'inscrivent dans la perspective des prochaines réunions du Comité de coordination tripartite, font l'objet d'un chapitre spécifique du présent Bulletin.



## **Analyses et actualités**

*Le Bulletin 2010/1 contient une analyse détaillée portant sur le sujet « Croissance économique potentielle et chômage structurel : une perspective trimestrielle ». La récente crise risque de marquer durablement la croissance potentielle et le chômage structurel au Luxembourg. Cependant, ces deux variables ne sont pas directement observées. Leur estimation est de surcroît sujette à un important degré d'incertitude. L'étude tente de pallier ce problème, en estimant la croissance potentielle et le chômage structurel avec des données trimestrielles. L'une des principales conclusions de l'analyse est qu'abstraction faite des chocs transitoires, la composante permanente de la croissance potentielle a significativement diminué de 1995 à 2009. Cette baisse est statistiquement significative. Cependant, le niveau actuel de la croissance potentielle est entaché d'une importante marge d'incertitude.*

*Le Bulletin renferme également le résumé non technique d'une étude visant principalement à analyser le degré de rigidité nominale et réelle des salaires luxembourgeois, menée au sein d'un réseau de recherche de l'Eurosystème. Il apparaît qu'une variation annuelle négative des salaires est très rare au Luxembourg, où le degré de rigidité des salaires réels est nettement plus élevé que dans les autres pays étudiés. Cette faible rigidité à la baisse des salaires réels est imputable à l'existence du mécanisme d'indexation automatique aux prix et aux aspects institutionnels du marché de l'emploi luxembourgeois.*

Yves Mersch



**1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE**

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	13
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	15
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.4	Les marchés boursiers	17
1.5	Les taux de change de l'euro	18
1.6	L'évolution des prix à la consommation	19
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	21
1.8	Les projections pour la zone euro	23
1.9	Le commerce extérieur	24
1.10	La balance des paiements	26
2	La situation économique au Luxembourg	28
2.1	L'évolution des prix et des coûts	28
2.1.1	Les prix à la consommation et les projections d'inflation	28
2.1.2	Les prix à la production industrielle	33
2.2	L'industrie	34
2.3	La construction	35
2.4	Le commerce et les autres secteurs	36
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	37
2.6	Le marché du travail	39
2.6.1	L'emploi	39
2.6.2	Le chômage	43
2.6.3	Les coûts salariaux	44
2.7	Le secteur financier	46
2.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	46
2.7.2	L'évolution du nombre des établissements de crédit	47
2.7.3	La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	48
2.7.4	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	56
2.7.5	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	63
2.7.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	64
2.7.7	Les organismes de placement collectif	67
2.8	Le commerce extérieur	71
2.9	La balance des paiements	73
2.9.1	Le compte courant	73
2.9.2	Le compte financier	74
2.10	La comptabilité nationale	75
2.11	Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2009	76
2.12	Les finances publiques	77

3	Contribution de la BCL en vue de la réunion du Comité de Coordination Tripartite	84
	Résumé : un brusque décrochage de croissance, qui impose des réformes d'envergure	84
3.1	Compétitivité et balance des paiements	86
	3.1.1 Indicateurs de compétitivité prix et coûts	86
	3.1.2 Niveaux de productivité et balance des paiements	89
3.2	Marché du travail	91
	3.2.1 Indexation et encadrement des coûts salariaux	93
	3.2.2 Taux d'activité des travailleurs âgés	97
3.3	Finances publiques	98
	3.3.1 Evolution de la dette publique	99
	3.3.2 Recommandations en matière de finances publiques	100
	3.3.3 Le financement des systèmes de pension	102
	Annexe 1. Le modèle LOLA	104
Encadré 1 :		
	L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises	58

## 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

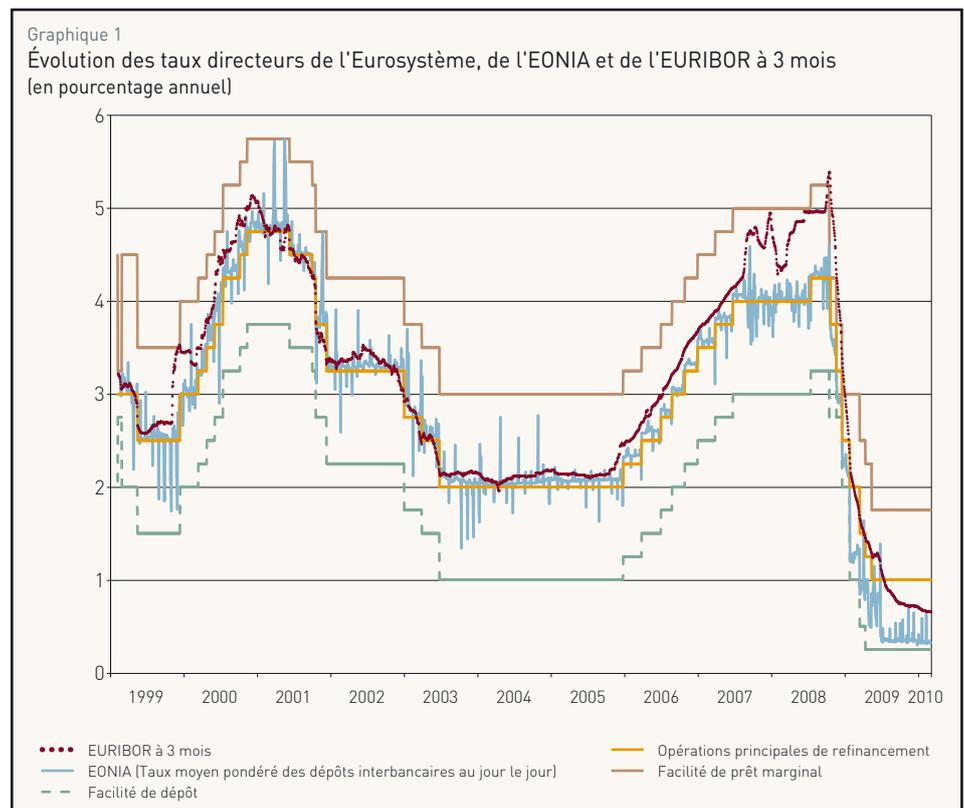
### 1.1 LES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME ET LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Depuis le dernier abaissement en mai 2009, les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés, le Conseil des gouverneurs ayant jugé que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève toujours à 1,00%, alors que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,25% et 1,75%.

Le 4 mars 2010, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à réaliser tant les opérations principales de refinancement que 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 servies ; ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la neuvième période de constitution de réserves de l'année en cours, le 12 octobre 2010. S'agissant des opérations régulières de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, le Conseil des gouverneurs a décidé de revenir à une procédure d'appels d'offres à taux variable, en commençant par l'adjudication du 28 avril 2010. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé, conformément à sa décision relative à l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an du 16 décembre 2009, d'appliquer, lors de l'opération de refinancement à plus long terme à six mois dont l'adjudication s'effectuera le 31 mars 2010, un taux égal à la moyenne des taux de soumission minimums des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée de l'opération.

En janvier, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé, en accord avec la Banque nationale suisse, de suspendre après le 31 janvier 2010 les opérations de swaps de change à une semaine ayant visé à fournir des liquidités en francs suisses. En outre, en accord avec d'autres banques centrales, la Banque centrale européenne a confirmé l'expiration, le 1<sup>er</sup> février 2010, des dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises ayant visé à contrer les pressions exercées sur les marchés de financement internationaux par des opérations d'apport de liquidité en dollars.

En juillet 2009, l'Eurosystème a mis en œuvre son programme d'achat d'obligations sécurisées («covered bonds») d'un volume global de 60 milliards d'euros sur une période de douze mois. Au cours de cette période allant jusqu'au 26 février 2010, l'Eurosystème a acheté des obligations d'achat d'une valeur nominale de 38,976 milliards d'euros.

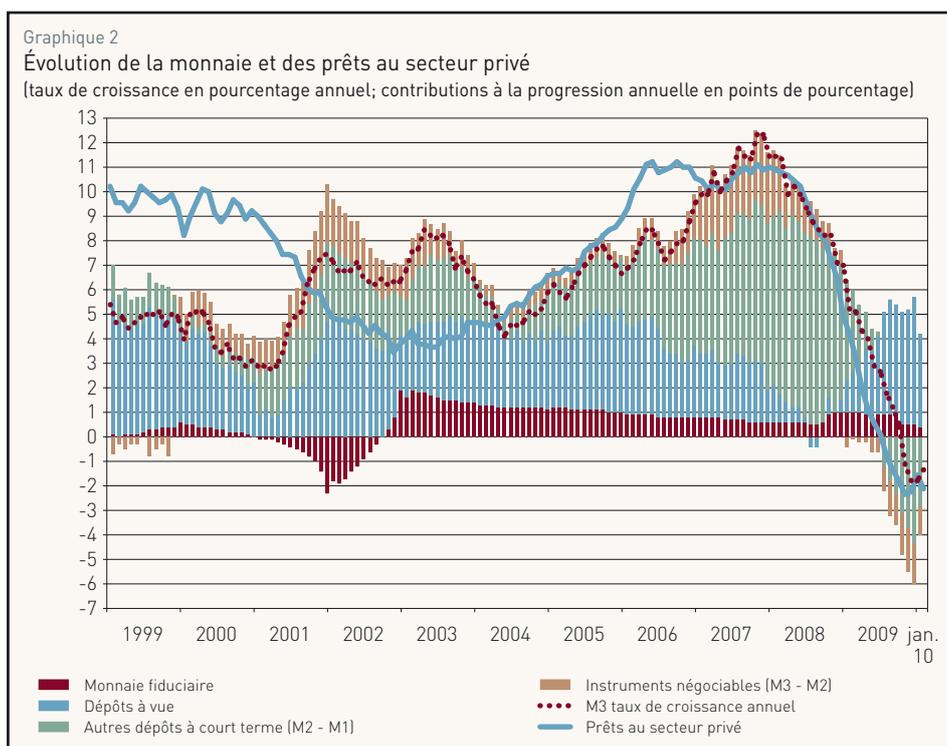


Sources : BCE, Bloomberg

En ce qui concerne l'évolution des prix, la progression annuelle moyenne de l'IPCH est devenue positive en novembre, s'inscrivant à 0,5%. Le taux d'inflation est ensuite passé à 0,9% en décembre et à 1,0% en janvier. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH a progressé de 0,9% en rythme annuel en février. L'inflation devrait se situer aux alentours de 1% à court terme et rester modérée à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. L'évolution des prix, des coûts et des salaires devrait rester modérée dans l'ensemble, reflétant la lente reprise de la demande intérieure et extérieure. Les projections de mars 2010 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 0,8% et 1,6% en 2010, et entre 0,9% et 2,1% en 2011. Par rapport aux projections de décembre, la fourchette pour 2010 a été légèrement révisée à la baisse, alors que celle pour 2011 a été revue en légère hausse.

Si au premier trimestre l'activité économique s'est encore contractée de -2,5% sur base trimestrielle, cette contraction est passée à -0,1% au deuxième trimestre et à 0,4% au troisième. Selon la première estimation d'Eurostat, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0,1% en rythme trimestriel au quatrième trimestre. Les informations disponibles indiquent que le processus de reprise économique dans la zone euro est engagé, même si cette reprise demeurera probablement irrégulière. La croissance du PIB en volume demeurera modérée en 2010. Selon les projections macroéconomiques de mars 2010 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre 0,4% et 1,2% en 2010, et entre 0,5% et 2,5% en 2011. Par rapport à décembre, la fourchette de croissance du PIB pour 2010 est légèrement plus resserrée, tandis que celle relative à 2011 a été revue en légère hausse. Selon le Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur ces perspectives demeurent globalement équilibrés.

L'expansion des agrégats monétaires et du crédit demeure négative ou proche de zéro. Les taux de croissance annuels de l'agrégat large (M3) et des prêts octroyés au secteur privé enregistrés en janvier s'élèvent à 0,1% et -0,6%, respectivement. Ces développements continuent de confirmer le diagnostic d'un rythme d'expansion monétaire sous-jacent modéré et de faibles tensions inflationnistes à moyen terme. Cependant, les évolutions monétaires effectives devraient être plus faibles que le rythme d'expansion monétaire sous-jacent, en raison de l'impact baissier exercée par la pente accentuée de la courbe des rendements.



Source : BCE

La croissance de M1 et de M3 continue de refléter la grille actuelle des taux d'intérêt et la configuration de ces derniers continue d'entretenir des évolutions divergentes des principales composantes de M3. Si le faible écart entre les taux appliqués aux différents dépôts à court terme favorise les arbitrages en faveur des actifs les plus liquides inclus dans M1, la pente accentuée de la courbe des rendements encourage des mouvements de report au détriment de M3 vers les dépôts à long terme et les titres ne faisant pas partie de M3. Ainsi, c'est surtout l'agrégat étroit (M1) qui affiche une croissance annuelle substantielle. En effet, M1 s'est accru de 11,5% sur base annuelle en janvier, contribuant 4,2 points de pourcentage à la progression annuelle de M3; en

guise de comparaison, la contribution des « autres dépôts à court terme » (M2-M1) fut de -2,8 points. La contribution des « instruments négociables » (M3-M2) est négative depuis janvier 2009 et celle des « autres dépôts à court terme » depuis juillet.

Quant aux contreparties de M3, le taux de croissance annuel des crédits au secteur privé de -0,6 % enregistré en janvier fait suite à un repli de -0,1 % en décembre et -0,7 % en novembre. Les prêts aux sociétés non-financières se sont repliés de -2,7 % de janvier 2009 à janvier 2010 ; la progression annuelle des crédits à la consommation s'élève à -0,3 % et celle des crédits à l'habitat à 1,8 %.

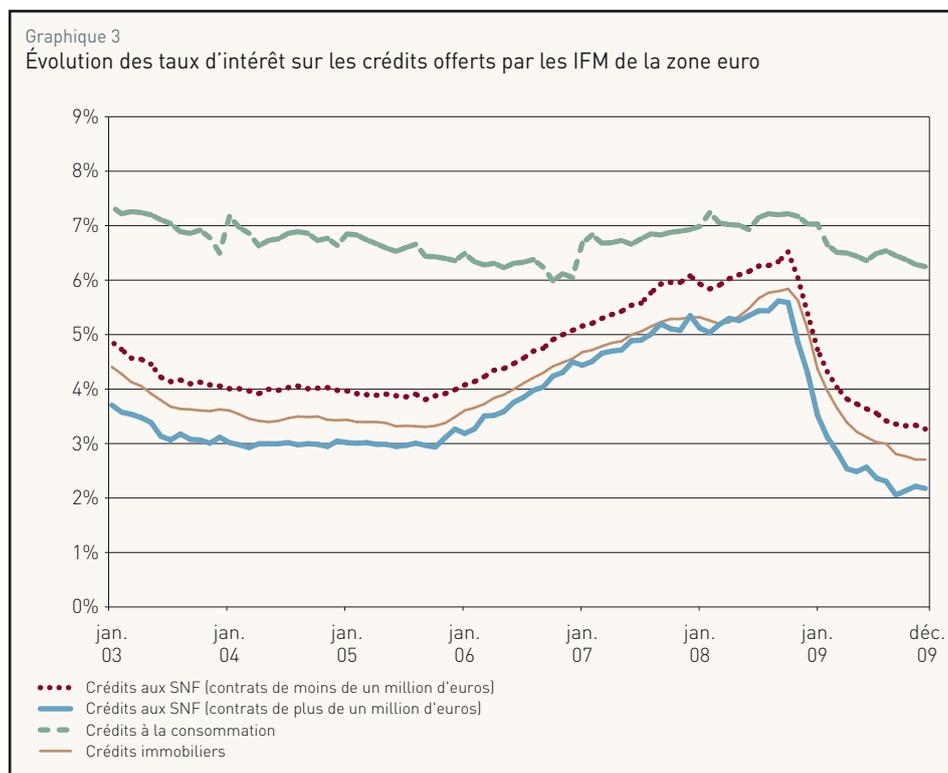
## 1.2 LES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS PAR LES IFM

A l'instar du coût de refinancement des agents financiers, l'ensemble des taux d'intérêt offerts par les banques de la zone euro aux ménages et aux sociétés non financières étaient orientés à la baisse tout au long de l'année 2009. Si la dernière baisse du taux de refinancement de l'Eurosystème est intervenue en mai 2009, les taux débiteurs et créditeurs des banques ont poursuivi leur décrue bien au-delà de cette période. Cet effet retard dans la transmission du taux de refinancement est un phénomène observé de longue date.

Le coût des crédits immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro était en fort recul au cours de l'année 2009, passant de 5,09 % en décembre 2008 à 2,71 % en décembre 2009, soit une baisse de 238 points de base. Les plus fortes baisses ont été observées en début d'année, entre décembre 2008 et janvier 2009 (-72 points de base) ou entre janvier et février 2009 (-40 points de base). En revanche, les taux d'intérêt ont été stables en fin de période. En particulier, la valeur observée pour novembre est identique à celle observée pour décembre 2009 (2,71 %).

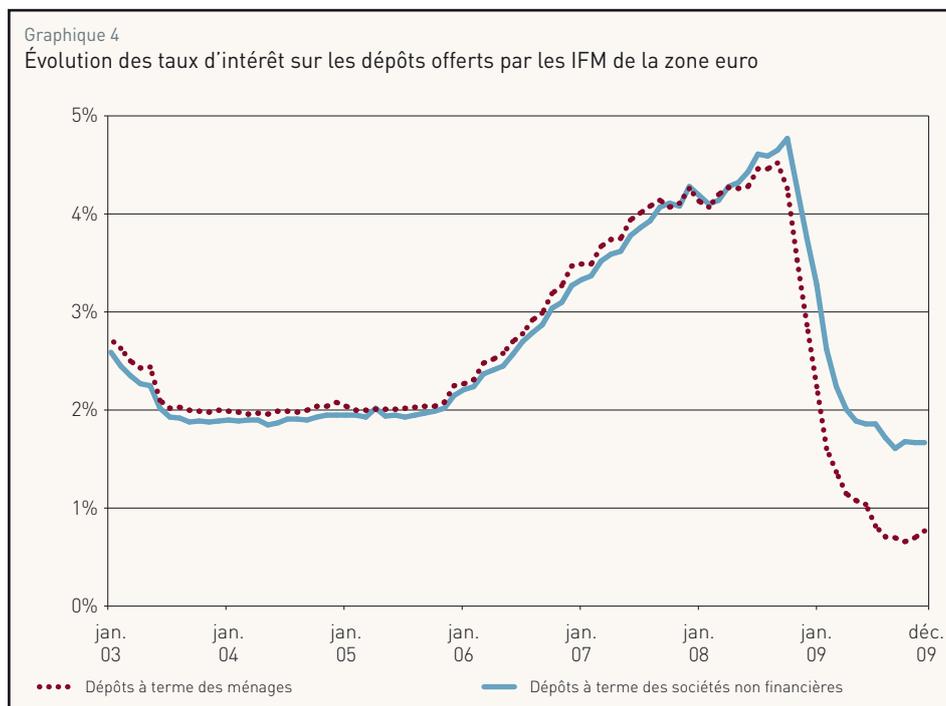
Le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans (cette période de fixation est retenue afin de pouvoir faciliter la comparaison avec les données luxembourgeoises), a affiché un recul bien plus modéré de 78 points de base entre décembre 2008 (7,03 %) et décembre 2009 (7,25 %). Par nature, contrairement aux crédits immobiliers, les crédits à la consommation font rarement l'objet d'un nantissement. Ainsi, la prime de risque reste élevée sur ces contrats et leur évolution, au gré de l'approfondissement de la crise économique, n'est pas aussi baissière que celle des taux de refinancement.

En ce qui concerne les taux d'intérêt offerts aux sociétés non financières, ils étaient en recul de 211 points de base entre décembre 2008 et décembre 2009 (de 5,38 % à 3,27 %) pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros, et de 210 points de base (de 4,28 % à 2,18 %) pour la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros.



Source : BCE

Graphique 4  
Évolution des taux d'intérêt sur les dépôts offerts par les IFM de la zone euro



Source : BCE

Comme dans le cas des crédits immobiliers, l'essentiel de la baisse des taux est intervenue en début de période, bien que la tendance baissière ait été continue au cours de l'année 2009.

Au passif, les dépôts à terme des ménages sont passés de 3,75 % en décembre 2008 à 1,67 % en décembre 2009, avec une stabilisation en fin de période (les valeurs observées en novembre et décembre étant identiques).

Les dépôts à terme des sociétés non financières, quant à eux, sont passés de 2,87 % en décembre 2008 à 0,77 % en décembre 2009, avec une hausse relativement marquée entre novembre et décembre (de 0,70 % à 0,77 %).

Si l'ampleur de la baisse a été équivalente entre ces deux catégories (208 points de base dans le premier cas, contre 210 points de base dans le second), l'écart de rémunération, de l'ordre de 80 points de base, est assez remarquable. Il s'explique naturellement par les différences d'horizons de placement entre ménages et sociétés non financières, cette seconde catégorie déposant à plus court terme que la première.

### 1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

En dépit d'une hausse temporaire survenue en début de période, les rendements des Bons du Trésor à 10 ans dans la zone euro ont diminué de 8 points de base depuis la fin-novembre 2009 pour s'établir, au 28 février 2010, à 3,49 %. Les rendements des titres publics à long terme aux États-Unis se sont, quant à eux, significativement tendus pour s'établir à 3,61 % en fin de période. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre les États-Unis et la zone euro s'est réduit pour devenir positif et avoisiner les 12 points de base. Dans le même temps, l'écart de rendement dans la zone euro entre les obligations à dix ans et celles à deux ans a légèrement augmenté, se maintenant de ce fait à un niveau historiquement élevé.

Au cours de la période étudiée, les rendements obligataires dans la zone euro sont restés relativement stables, après avoir connu une légère augmentation en décembre, inhérente à l'amélioration des perspectives macroéconomiques. Les rendements des Bons du Trésor aux États-Unis ont quant à eux connu une évolution plus prononcée. Dans un contexte marqué par une offre soutenue de titres de dette publique, les taux à dix ans sur les emprunts d'État ont tout d'abord significativement augmenté en raison, d'une part, d'un regain d'appétit des investisseurs pour les marchés d'actions, et d'autre part, de la fin du programme de rachats de Bons du Trésor par la Fed, celle-ci ayant pris la décision de ne pas le prolonger lors de sa réunion de novembre. Les rendements de long terme se sont ensuite globalement détendus à partir du mois de janvier avec le retour de l'aversion au risque, les inquiétudes relatives au resserrement monétaire chinois et au projet de réforme du système financier américain ayant alors nourri l'intérêt des opérateurs pour les actifs refuges tels que les emprunts d'État. Dans les circonstances actuelles, la capacité du marché à absorber les émissions de titres de dette publique au cours des prochains mois devrait être largement

tributaire de l'évolution de la situation macroéconomique de par le rôle déterminant qu'elle est susceptible d'exercer, non seulement sur les anticipations relatives à la stratégie de sortie des banques centrales, mais également sur la perception des opérateurs concernant la soutenabilité de la situation fiscale aux Etats-Unis et dans la zone euro.

L'écart de rendement entre les obligations à deux ans et à dix ans dans la zone euro s'est pour sa part légèrement accru au cours de la période étudiée, se maintenant de ce fait à un niveau historiquement élevé. Dans le même temps, le différentiel de rendement entre les obligations à dix ans aux Etats-Unis et dans la zone euro s'est réduit pour devenir légèrement positif en raison, notamment, de la forte hausse des rendements sur les emprunts d'Etat américains en décembre. Enfin, les écarts de rendement des différents pays de la zone euro, après s'être significativement résorbés depuis le point culminant atteint au début de l'année 2009, se sont de nouveau creusés à partir du mois de décembre. La rétrogradation des titres de la Grèce par les principales agences de notation a en effet suscité le doute parmi les investisseurs quant à la qualité de la signature de cet émetteur souverain, conduisant ainsi les primes de risque sur la dette hellénique à des niveaux record avant que les attaques spéculatives ne se propagent vers les titres portugais et espagnols. 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 Athènes, devrait toutefois parvenir à apaiser les inquiétudes des marchés.



Sources : BCE, Bloomberg

#### 1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

Au cours de la période étudiée, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro ont connu des évolutions divergentes. Alors que le Dow Jones EURO STOXX et le S&P 500 ont respectivement affiché des pertes de -3,91% et -0,39% entre le 1<sup>er</sup> décembre 2009 et le 28 février 2010, le Nikkei 225 s'est quant à lui illustré par une hausse de 5,79%, corrigeant ainsi les pertes significatives enregistrées au cours des mois précédents. La baisse des indices européens et américains a de ce fait freiné le mouvement de reprise qui avait été amorcé depuis le creux atteint au début du mois de mars, ramenant ainsi les cours à leur niveau de septembre-octobre 2009.

Dans la continuité de la forte hausse enregistrée depuis le début du mois de mars, les principaux indices boursiers dans la zone euro et aux Etats-Unis ont tout d'abord poursuivi leur ascension au cours du mois de décembre. Suite à la publication d'indicateurs macroéconomiques globalement rassurants, les investisseurs ont en effet affiché un comportement optimiste qui les a amenés à privilégier les marchés d'actions. Les perspectives de redressement économique ont ainsi permis aux investisseurs de renouer avec la confiance en adoptant une attitude favorable à la prise de risque, phénomène qui s'est notamment

traduit par une poursuite des opérations de fusion-acquisition en fin d'année. Au cours de cette période, le Nikkei 225 a surperformé ses homologues européens et américains avec une hausse de près de 15% entre le 1<sup>er</sup> décembre 2009 et la mi-janvier 2010, permettant ainsi de corriger les pertes significatives qui avaient été enregistrées au cours des mois précédents.



Source : Bloomberg

La poursuite de ce rallye haussier, par ailleurs favorisée par un environnement marqué par l'abondance de liquidité à bon marché, a cependant ensuite cédé la place, à partir de la mi-janvier 2010, à un mouvement de correction alimenté par des prises de bénéfices. Les mesures restrictives annoncées par la Banque Centrale de Chine et les déclarations de l'administration Obama concernant la réforme du secteur financier aux Etats-Unis (i.e. les limitations envisagées au niveau de l'activité de marché des banques) ont alors fortement affecté les principaux indices boursiers. Les craintes de contagion de la crise obligataire grecque sur les dettes espagnole, portugaise et irlandaise ont également pesé sur la tendance au cours de cette période, l'indice de la zone euro ayant par ailleurs été

davantage affecté que ses homologues américains et japonais. Enfin, et en dépit de l'annonce de résultats plutôt favorables par les entreprises, les incertitudes relatives à la pérennité de la reprise économique ont attisé la prudence des opérateurs en fin de période, suite à la publication d'indicateurs mettant en exergue la fragilité du marché immobilier et la faiblesse de la consommation aux Etats-Unis.

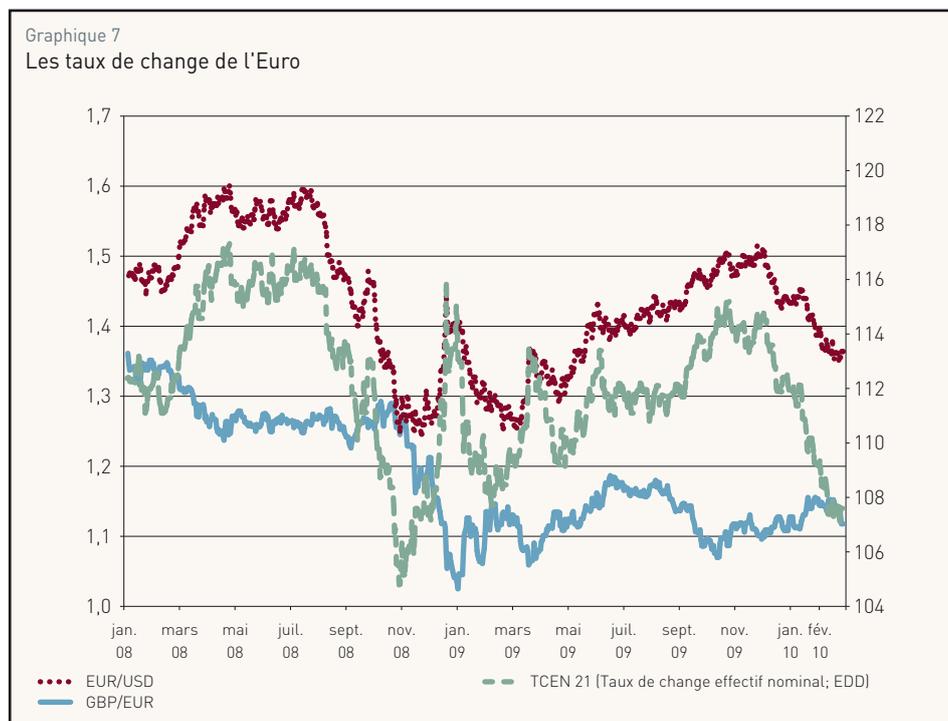
## 1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Entre le 1<sup>er</sup> décembre 2009 et le 28 février 2010, le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 21 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a renversé le mouvement d'appréciation qui avait été entamé en début d'année 2009 pour céder près de 6,1% sur l'ensemble de la période étudiée. Malgré une légère appréciation face à la couronne tchèque, la monnaie unique s'est en effet nettement dépréciée vis-à-vis du dollar américain, de la livre sterling, du yuan, du yen, du franc suisse, du zloty polonais, du leu roumain et de la couronne suédoise.

Depuis la fin du mois de novembre, le taux de change de l'euro par rapport au dollar américain a renversé le mouvement d'appréciation qui avait été entamé au début du mois de mars 2009, ramenant ainsi le cours de la monnaie unique à un niveau proche de 1,35USD/€. La situation fiscale dans certains pays de la zone euro, au premier rang desquels la Grèce, a certes alimenté la tendance haussière du billet vert face à la devise européenne, mais le rebond du dollar américain face à l'euro s'explique également par le débouclage des opérations de portage par les investisseurs en fin d'année, notamment après la publication en décembre du rapport sur l'emploi aux Etats-Unis. Les perspectives d'un resserrement monétaire plus rapide par la Réserve fédérale ont en effet contrecarré le rôle de la devise américaine en tant que monnaie de financement de référence pour ce type d'opérations destinées à profiter des

différentiels de rendement à court terme. En fin de période, le dollar a de surcroît profité de son statut de valeur refuge dans un contexte de retour de l'aversion au risque suscitée, notamment, par les mesures restrictives adoptées par la Banque Centrale de Chine. Au 28 février 2010, l'euro s'échangeait ainsi contre 1,36 USD, à un niveau inférieur de près de 2,5% par rapport à sa moyenne de 2009.

Au cours de la période étudiée, le taux de change de l'euro s'est également déprécié vis-à-vis du yen et du franc suisse ce qui, dans le cas de la monnaie helvétique, trouve principalement son origine dans le changement de communication de la Banque Nationale Suisse du point de vue de sa politique de change. De son côté, la livre sterling s'est tout d'abord redressée par rapport à l'euro, la décision prise par la Banque d'Angleterre, lors de sa réunion de février, de marquer une pause dans la poursuite de son programme d'achat de titres de dette publique, ayant sans doute contribué à cette évolution, avant de perdre de nouveau du terrain en raison des inquiétudes portant sur la fragilité de l'économie et des finances publiques en Grande-Bretagne. Au 28 février 2010, l'euro s'échangeait contre 0,89 livre sterling, soit à un niveau proche de sa moyenne de 2009.



La plupart des devises participant au MCE II (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, et ce, malgré la situation économique préoccupante dans les pays baltes. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise), ont dans l'ensemble enregistré un mouvement d'appréciation, confirmant ainsi le regain d'intérêt des investisseurs internationaux envers ces pays. Le zloty polonais et le leu roumain ont ainsi respectivement gagné 4,18% et 3,66% par rapport à l'euro entre le 1<sup>er</sup> décembre 2009 et le 28 février 2010. La couronne suédoise a pour sa part connu une appréciation de 6,80% face à la monnaie unique, mouvement qui résulte en partie de l'annonce effectuée par la Riksbank lors de sa réunion de février concernant le relèvement anticipé de ses taux d'intérêt «au cours de l'été ou au début de l'automne» 2010.

## 1.6 L'ÉVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION

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

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

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

L'inflation des produits alimentaires a fortement reculé en 2009 suite à la dissipation du choc sur les prix de matières premières agricoles telles que le blé et le lait. Alors que l'inflation des produits alimentaires traités a été de 2,7% en janvier 2009, elle est tombée à 0,7% en fin d'année. En ce qui concerne les produits alimentaires non transformés, les prix ont carrément baissé au premier semestre 2009 et leur taux d'inflation annuel est même devenu négatif, passant de 3,3% en février à -1,6% en fin d'année. La variation annuelle moyenne des deux composantes des produits alimentaires est la plus faible observée depuis 1999.

Lors de la récession de 2008/2009, l'inflation des prix des produits manufacturés hors énergie s'était d'abord avérée résiliente. Le processus de désinflation s'est cependant accéléré récemment, puisque le taux annuel est passé de 0,7% aux premier et deuxième trimestres 2009 à 0,3% au quatrième trimestre. Malgré la sortie de la récession, la demande domestique demeure fortement déprimée. De plus, les effets indirects des fortes baisses des prix de l'énergie intervenues depuis la mi-2008 ont exercé une incidence différée sur les coûts de production. Le rythme annuel des prix des services a aussi baissé fortement, passant de 2,4% en janvier 2009 à 1,6% en décembre, essentiellement à la suite d'une évolution plus modérée des salaires.

Tableau 1  
Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (taux de variation annuels)

	2008	2009	09 T3	09 T4	nov-09	déc-09	janv-10
IPCH global	3,3	0,3	-0,4	0,4	0,5	0,9	1,1
Produits alimentaires non transformés	3,5	0,2	-1,2	-1,5	-1,3	-1,6	-1,3
Produits alimentaires transformés	6,1	1,1	0,6	0,5	0,5	0,7	0,6
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,4	0,1
Energie	10,3	-8,1	-11,9	-3,2	-2,4	1,8	4,0
Services	2,6	2,0	1,8	1,7	1,6	1,6	1,4
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,4	1,3	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9

Source : Eurostat

Dans le contexte du fort recul de l'inflation globale, les perceptions qualitatives d'inflation des ménages telles que recensées par l'enquête auprès des consommateurs avaient fortement diminué depuis la mi-2008, pour atteindre au mois d'octobre 2009 un nouveau creux historique. Les anticipations d'inflation des consommateurs s'étaient également fortement repliées. Depuis avril 2009, les consommateurs anticipent aussi que les prix vont baisser au cours des 12 prochains mois. Pourtant, ces craintes de

déflation, qui s'avèrent certes plus intenses que lors du ralentissement conjoncturel précédent, seront probablement de courte durée. Avec la remontée de l'inflation, qui n'a finalement été négative que pendant cinq mois, les perceptions d'inflation se sont redressées et elles vireront probablement dans le positif au cours des prochains mois.

Selon les récentes projections de la BCE, l'inflation atteindrait son creux en 2009 avant de rebondir par la suite. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 0,8% à 1,6% en 2010, contre 0,3% en 2009. Pour 2011, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 0,9% et 2,1%. Comparé à l'exercice de décembre 2009, les projections sont restées pratiquement inchangées.

### 1.7 L'ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION, DE LA DEMANDE ET DU MARCHÉ DU TRAVAIL

L'activité dans la zone euro a pratiquement stagné (+0,1%) au cours du quatrième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent, selon l'estimation rapide récente d'Eurostat. Ce résultat reste nettement en retrait de la performance du troisième trimestre (+0,4%) et est en ligne avec l'idée selon laquelle le retour à la croissance suite à la crise sera lent, peu dynamique et entouré d'un degré élevé d'incertitude. Le troisième trimestre avait marqué la sortie de la récession – pour la zone euro dans son ensemble – après 5 trimestres consécutifs de croissance négative.

La situation conjoncturelle des différents pays membres de la zone euro continuait, fin 2009, à afficher une certaine disparité : la Grèce, l'Espagne et Chypre ne sont pas encore sortis de la récession. L'Italie, après un résultat positif au troisième trimestre, a de nouveau subi une baisse de son PIB. L'Allemagne comme le Portugal sont retombés dans la stagnation, tandis qu'en France, aux Pays-Bas, en Autriche ainsi qu'en Slovaquie, la reprise constatée au troisième trimestre a été confirmée au quatrième<sup>1</sup>.

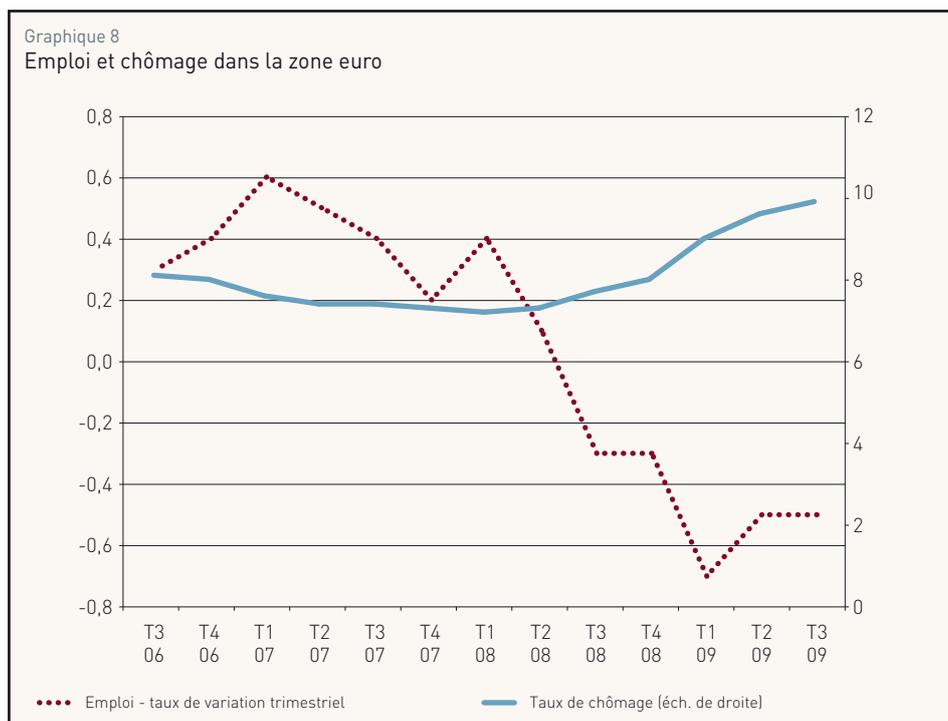
En termes annuels, le PIB chute de -2,1%, ce qui constitue en apparence une amélioration par rapport au trimestre précédent (-4%). Pourtant, ce chiffre doit être relativisé, puisqu'il résulte d'un effet de base important : le quatrième trimestre 2008 avait été marqué par un fort recul du PIB par rapport au trimestre précédent (-1,9%), ce qui a mécaniquement alimenté la croissance annuelle du dernier trimestre de l'année passée et ce malgré une quasi-stagnation par rapport au troisième trimestre de 2009.

L'évolution des différentes composantes du PIB pour le quatrième trimestre 2009 n'est pas encore disponible. Pour le troisième trimestre, la ventilation des dépenses avait fait apparaître une contribution légèrement négative de la demande intérieure hors stocks et une contribution positive de la variation des stocks. La demande privée, y compris les investissements et la consommation privée, avait baissé, tandis que la consommation publique avait poursuivi son évolution positive, ce qui reflétait en partie l'incertitude qui régnait dans le secteur privé, d'une part et la réaction de la politique budgétaire à l'émergence de la crise, d'autre part. Les exportations avaient également contribué à la hausse du PIB. En ce qui concerne les exportations nettes, leur contribution, bien que positive, avait baissé suite à une augmentation des importations (engendrée par la reprise de la demande intérieure).

Il convient de garder à l'esprit que l'évolution actuelle de l'activité économique résulte dans une large mesure d'importants stimuli budgétaires, financiers et monétaires. Ceux-ci ont, entre autres, déclenché des évolutions non soutenables du côté des finances publiques (déficits excessifs dans la plupart des pays de la zone euro, augmentations marquées de la dette publique). Ces déficits devront être réduits à l'avenir, ce qui privera évidemment la conjoncture de la zone euro de l'apport positif que représentent aujourd'hui les politiques budgétaires expansives.

<sup>1</sup> En ce qui concerne la Belgique, l'Irlande, le Luxembourg, Malte, la Finlande et la Slovaquie, des chiffres pour le quatrième trimestre n'étaient pas encore disponibles quand ce bulletin a été rédigé.

La situation a continué de se détériorer ces derniers mois sur les marchés du travail de la zone euro, malgré le fait que la récession semble largement surmontée. L'emploi a diminué de 0,5% en glissement trimestriel au troisième trimestre 2009. Le rythme de baisse observé sur ce trimestre était identique à celui enregistré au deuxième trimestre, mais inférieur à celui du premier trimestre de l'année.



Source : Eurostat

La croissance de l'emploi avait ralenti à partir du deuxième trimestre 2008 pour devenir négative par la suite. La dégradation s'était accentuée en 2009 et, au premier trimestre, le recul s'est chiffré à 0,7%, portant la perte d'emploi à -1,3% sur un an. L'affaissement actuel de l'emploi s'annonce plus prononcé que le recul observé lors de la récession de 1992-1993. La hausse simultanée du chômage n'est donc pas surprenante. Après avoir baissé de 9,0% en janvier 2005 à 7,2% en fin d'année 2007, le taux de chômage s'était remis à augmenter à partir du deuxième trimestre 2008 pour passer à 8,2% en fin d'année 2008.

Cette ascension s'est alors poursuivie tout au long de 2009 et, selon les dernières données disponibles, il s'est fixé à 10% en

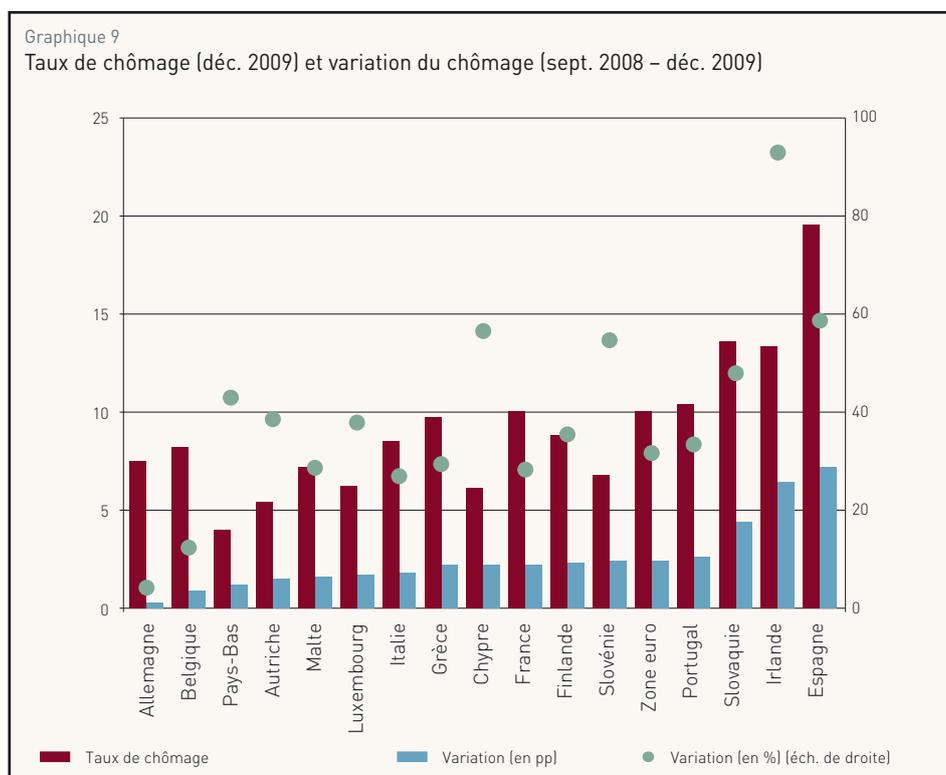
décembre 2009, donc à un niveau plus élevé que lors du cycle conjoncturel précédent.

Ce chiffre agrégé cache des évolutions assez divergentes au niveau national. En fait, ce sont l'Espagne et l'Irlande qui, depuis la généralisation de la crise en septembre 2008, ont subi les augmentations les plus élevées du taux de chômage, aussi bien en termes de points de pourcentage qu'en termes relatifs (variation du chômage par rapport au niveau initial du taux de chômage en septembre 2008). Ainsi, la contribution de l'Espagne à l'augmentation du nombre de chômeurs dans la zone euro est substantielle et nettement plus importante que son poids relatif en termes d'emploi ou encore de PIB<sup>2</sup>. A l'autre extrémité figurent l'Allemagne et la Belgique, qui n'ont vu leur chômage augmenter que de manière assez limitée – aussi bien en termes relatifs qu'en points de pourcentage. L'Allemagne, tout en étant l'économie la plus grande de la zone euro, n'a ainsi que peu contribué à l'augmentation totale du chômage. Ces différentes évolutions s'expliquent par une combinaison de facteurs. En marge du recul de l'activité, ont joué un rôle l'utilisation plus ou moins intensive d'instruments de politique d'emploi comme le chômage partiel, connu au Luxembourg et largement appliqué en Allemagne, ou encore la nature des contrats de travail dans les différents pays (taux élevé de travailleurs intérimaires en Espagne).

Etant donné les décalages habituels entre les variations des volumes de production, d'une part, et les heures prestées et le chômage, d'autre part, la situation morose sur le marché de l'emploi risque de persister, voire même de s'aggraver au cours des prochains trimestres.

2 Voir par exemple Bulletin de la BCE, octobre 2009, page 53.

Cependant, compte tenu de la dimension inégalée du recul de l'activité économique, la diminution de l'emploi semble jusqu'à ce jour plutôt modérée. Les entreprises européennes ont réagi à la crise avec une thésaurisation du facteur travail. Concrètement, certains contrats à temps plein ont pu être transformés en contrats à temps partiel. Entre le deuxième trimestre 2008 et le deuxième trimestre de 2009, le poids relatif des contrats à temps partiel a augmenté de 0,4 pp, pour s'établir à 20%, dans la zone euro<sup>3</sup>. De plus, le nombre d'heures supplémentaires a été réduit. Les évolutions se sont traduites par une réduction du temps de travail hebdomadaire de 0,7 heure en moyenne pour les salariés à temps plein. Dans certains pays, des mesures de chômage partiel, avec le soutien financier des gouvernements respectifs, ont permis aux entreprises de freiner les licenciements.



En somme, nonobstant ces constats relativement positifs et malgré la légère reprise du PIB au cours de la seconde moitié de 2009, les trimestres à venir s'annoncent difficiles pour le marché du travail. D'une part parce qu'une partie des mesures énumérées – comme le chômage partiel – sont en principe de caractère temporaire et, d'autre part, parce que le marché du travail suit avec un certain délai l'évolution de la production. A titre d'illustration, les deuxième et troisième trimestres 2009, marqués par un recul plutôt mesuré de l'activité (-0,1% au deuxième trimestre) ou même par une reprise (+0,4% au troisième trimestre), ont pourtant vu des baisses prononcées de l'emploi (-0,5% dans chacun des deux trimestres).

## 1.8 LES PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

Les récentes projections de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre 0,4% et 1,2% en 2010 et entre 0,5% et 2,5% en 2011. Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosystème de décembre 2009, il apparaît que le point central de la fourchette de croissance est demeuré inchangé pour 2010. En revanche, la fourchette a été révisée à la hausse en 2011 (+0,3 point de pourcentage, tant pour le point central que pour les deux limites).

La croissance dans la zone euro observée depuis la mi-2009 est stimulée par les exportations, dans un contexte de redynamisation du commerce international. Des facteurs temporaires, comme les stimuli fiscaux et la reconstitution des stocks, ont aussi contribué à soutenir la croissance. Ces effets devraient finir par s'atténuer, de sorte que la croissance du PIB devrait être modérée en 2010. Par la suite, l'activité devrait être progressivement soutenue par les exportations et par une demande interne en légère reprise

3 Selon Eurostat (Enquête sur les forces de travail).

grâce aux effets retardés de la politique monétaire et des efforts significatifs accomplis en direction d'un meilleur fonctionnement du système financier. Au total, la croissance dans la zone euro se trouverait renforcée en 2011.

Tableau 2  
Projections macroéconomiques pour la zone euro (en taux de variation annuels)

	2009	2010	2011
IPCH	0,3	0,8 - 1,6	0,9 - 2,1
PIB réel	-4,0	0,4 - 1,2	0,5 - 2,5
Consommation privée	-1,0	-0,3 - 0,5	0,2 - 2,0
Consommation publique	2,5	0,1 - 1,1	0,2 - 1,6
Investissement	-10,8	-3,1 - -0,5	-1,1 - 2,9
Exportations	-13,0	3,2 - 7,6	1,4 - 7,8
Importations	-11,6	1,9 - 5,7	0,7 - 6,5

Source : BCE

Le PIB de la zone euro devrait cependant continuer d'évoluer en 2010 et 2011 sur un sentier de croissance inférieur à celui observé avant l'entrée en récession. La consommation privée devrait rester contenue, compte-tenu des perspectives peu favorables sur le marché du travail et d'une épargne de précaution demeurant élevée. L'investissement privé devrait pour sa part diminuer en 2010, être peu dynamique en 2011, en raison de surcapacités productives et de la faiblesse de la demande.

Pour ce qui est des risques entourant les projections de la BCE, le Conseil des gouverneurs estime qu'ils sont globalement équilibrés, dans un environnement marqué par l'incertitude. S'agissant des aspects positifs, la confiance des acteurs économiques pourrait s'améliorer plus rapidement que prévu. L'économie mondiale et, partant, le commerce international pourraient par ailleurs se redresser plus fortement qu'attendu. De plus, les effets des vastes plans de relance macroéconomique et des autres mesures prises par les autorités pourraient être plus importants que prévu. En revanche, des inquiétudes persistent quant à des interactions négatives plus fortes ou plus durables qu'attendu entre l'économie réelle et le secteur financier, à de nouvelles hausses des cours du pétrole et des autres matières premières, à l'intensification des pressions protectionnistes et à la possibilité de fluctuations déstabilisatrices des marchés liées à la correction des déséquilibres mondiaux.

Les projections établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 0,8 % et 1,6 % pour 2010 et entre 0,9 % et 2,1 % pour 2011. Par rapport aux projections de l'Eurosystème publiées en décembre 2009, la fourchette pour 2010 a été légèrement révisée à la baisse, tandis que celle relative à 2011 a été revue en légère hausse.

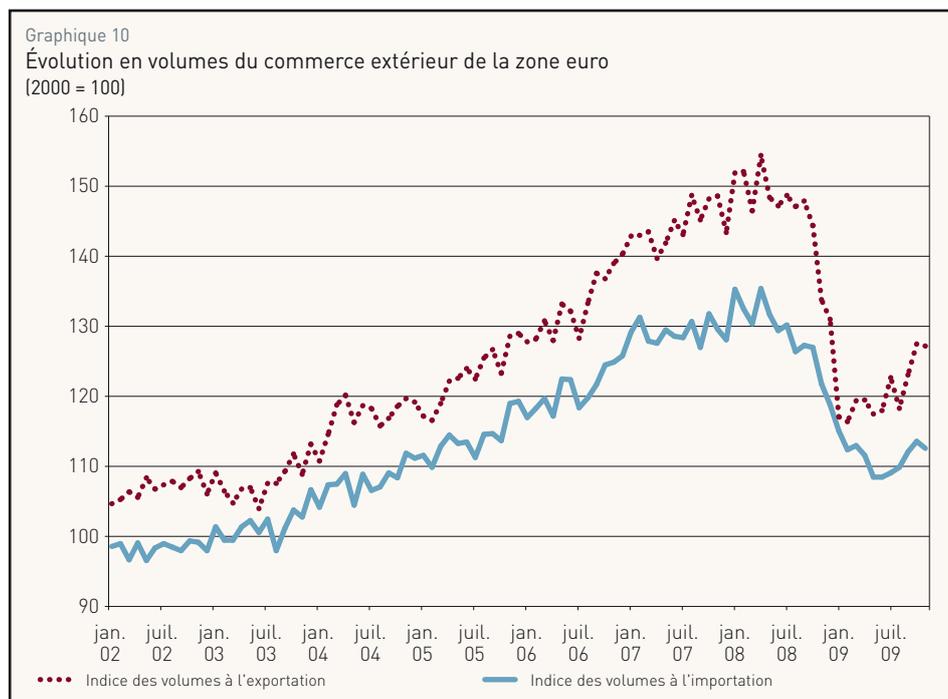
## 1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Au cours de l'année 2009, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un excédent de 22,3 milliards d'euros contre un déficit de 54,7 milliards en 2008. Ce retournement est survenu sur fond d'une forte contraction à la fois des exportations et des importations de biens consécutive à la crise économique mondiale. Les exportations ont ainsi chuté de 18 % en rythme annuel pour atteindre 1 274 milliards d'euros sur toute l'année 2009. Les données trimestrielles montrent des baisses successives de 21 % au premier trimestre, de 23 % au deuxième trimestre, de 19 % au troisième trimestre et de 8 % au quatrième trimestre 2009 par rapport aux trimestres correspondant de 2008. Les exportations s'étaient déjà réduites de 5 % au dernier trimestre de l'année 2008, sous l'effet d'une chute soudaine de la demande mondiale.

L'évolution mensuelle de l'indice des volumes montre également une chute brutale des exportations entre septembre 2008 et janvier 2009, période pendant laquelle la crise financière internationale s'était intensifiée (voir graphique). Depuis le second trimestre 2009 on constate toutefois une relative stabilisation, voire une hausse (à partir du mois d'août), de l'indice des volumes à l'exportation. Sur les onze<sup>4</sup> premiers mois de l'année 2009, l'indice moyen des volumes exportés est toutefois en recul de 18% par rapport à la même période de l'année 2008. Quant à l'indice des prix à l'exportation, il affiche une baisse limitée à 1,6% sur les onze premiers mois de 2009.

Les importations de biens ont de leur côté reculé davantage (-22% en rythme annuel) que les exportations pour atteindre 1 252 milliards d'euros sur toute l'année 2009. Les données trimestrielles montrent également que ce recul est intervenu depuis le dernier trimestre 2008 (-2%) avant de s'intensifier au premier trimestre 2009 (-20,7%) et au deuxième trimestre (-27%) de 2009. Par la suite la chute des importations s'est ralentie progressivement (-26% au troisième trimestre, et -15% au quatrième trimestre 2009). Dans l'ensemble, les baisses des importations en valeur sont demeurées relativement supérieures à celles des exportations, contribuant ainsi à l'amélioration du déficit commercial de la zone euro. L'évolution de l'indice des volumes indique une baisse régulière des importations à partir du troisième trimestre de 2008. Cette baisse, qui a atteint 14% sur les onze premiers mois de 2009, reste bien en dessous de celle des exportations (-18%). Toutefois comme le montre le graphique, l'indice des volumes à l'importation a poursuivi sa détérioration jusqu'en juin 2009 alors que les volumes exportés s'étaient stabilisés plus tôt (dès février 2009). Par ailleurs, l'indice des valeurs unitaires à l'importation s'étant contracté de 10% sur les onze premiers mois de 2009 (contre 1,6% pour l'indice des prix à l'exportation), les termes de l'échange se sont améliorés de 9,4%, suite au niveau relativement bas des prix du pétrole et des autres matières premières. Cette embellie est à la base du retournement du solde commercial de la zone euro. La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre d'ailleurs une baisse de 37% du déficit dans les produits énergétiques qui atteint 200 milliards d'euros sur toute l'année 2009. Le déficit dans les autres matières premières (hors énergie) s'est lui aussi fortement contracté (-50% à 20 milliards d'euros sur toute l'année).

Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce de machines et véhicules s'est contracté de 33% à 128 milliards d'euros sur toute l'année 2009. En revanche, l'excédent sur les produits manufacturés classés d'après la matière première a progressé de 44% à 42 milliards d'euros. Le surplus sur les produits chimiques a quant à lui progressé légèrement (+1,8%) à 88 milliards.

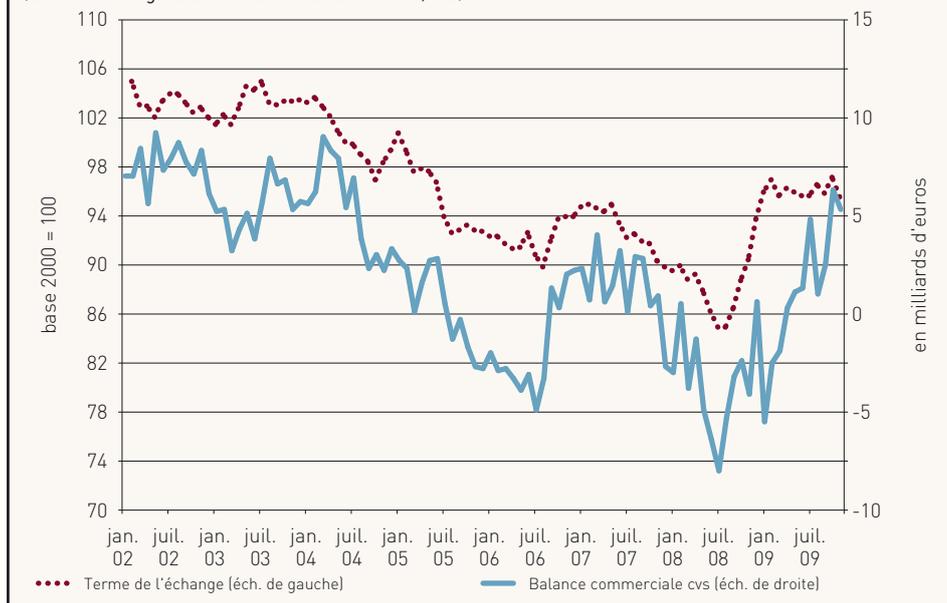


Source : Eurostat

4 A la date d'arrêt de ce bulletin, les données de décembre 2009 relatives aux indices du commerce n'étaient pas disponibles.

Graphique 11

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



Source : Eurostat

La ventilation du solde commercial par principaux partenaires montre une contraction des surplus vis-à-vis de presque tous les partenaires avec lesquels les échanges restent habituellement excédentaires: le Royaume-Uni (-18% à 46 milliards d'euros sur les onze<sup>5</sup> premiers mois de 2009), la Pologne (-46% à 14 milliards), la Roumanie (-62% à 4,5 milliards), les États-Unis (-30% à 35 milliards sur toute l'année 2009), la Suisse (-17% à 14 milliards) et la Turquie (-19% à 8 milliards d'euros). Les déficits commerciaux se sont réduits également dans les échanges avec la Chine (-25% à 90 milliards sur toute l'année 2009), la Russie (-27% à 32 milliards), la Norvège (-35% à 22 milliards) ainsi que le Japon (-41% à 14 milliards). Par ailleurs, suite à la baisse du prix du pétrole, le solde des

échanges avec les pays membres de l'OPEP s'est retourné en dégageant un léger excédent d'un milliard d'euros sur toute l'année 2009 comparé à un déficit de 54 milliards en 2008.

### 1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

Le déficit courant de la zone euro s'est fortement contracté en atteignant 57,5 milliards d'euros (soit 0,7% du PIB) au cours de l'année 2009, contre 143 milliards en 2008. Cette importante amélioration est observée au niveau de presque tous les principaux soldes de la balance courante, à l'exception du solde des services.

La balance des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, s'est retournée dès le second trimestre de 2009 en redevenant excédentaire après trois trimestres de déficits successifs. Le surplus de biens atteint ainsi 36 milliards d'euros en 2009, comparé à un déficit de 11 milliards en 2008. Cette embellie est toutefois survenue sur fond d'une détérioration marquée des échanges de biens suite à la crise économique mondiale (cf. section 1.1.8 ci-dessus).

La deuxième grosse contribution à la contraction du déficit courant provient d'une évolution favorable de la balance des revenus, dont le déficit a chuté de plus de moitié à 33 milliards d'euros sur toute l'année 2009. Cette chute s'explique en grande partie par les niveaux relativement bas des taux d'intérêt. La baisse de 7% du déficit des transferts courants, qui a atteint 91,5 milliards d'euros, a également contribué à la réduction du déficit courant de la zone euro.

Subissant l'impact négatif de la crise économique mondiale, l'excédent des services s'est quant à lui détérioré (-25%) pour s'établir à 31 milliards d'euros en 2009 sur fond d'une forte réduction des exportations de services.

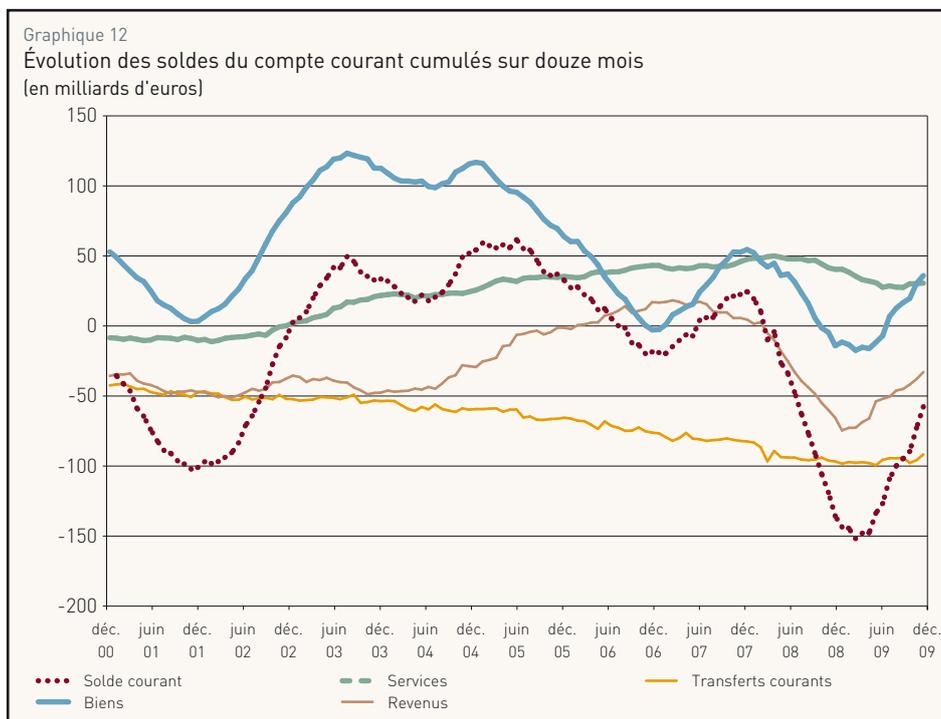
5 A la date d'arrêt de ce Bulletin, les données de décembre 2009 sur les échanges avec les partenaires membres de l'UE n'étaient pas disponibles.

Dans le compte financier, les entrées nettes de capitaux se sont réduites, en s'établissant à 82 milliards d'euros sur toute l'année 2009 contre 164 milliards en 2008. Dans les principales composantes, ce sont les transactions sur investissements de portefeuille et sur autres investissements (prêts et dépôts classiques) qui ont contribué à cette évolution tandis que les flux sortants d'investissements directs se sont contractés.

Au cours du premier semestre de 2009, dans le contexte de la crise financière, les flux d'investissements de portefeuille se sont caractérisés par d'importants mouvements de rapatriement de capitaux ayant affecté essentiellement les titres de participation. Les résidents de la zone euro ont ainsi réalisé des ventes nettes d'actions étrangères, occasionnant d'importantes entrées nettes. Les non-résidents ont également vendu massivement les actions de la zone euro jusqu'en avril 2009 avant de reprendre, à partir de mai 2009, leurs investissements nets dans les actions de la zone euro. Au second semestre 2009, avec la reprise des marchés financiers, les mouvements de rapatriement de capitaux se sont arrêtés. Les investisseurs non-résidents ont accru leurs placements dans les actions de la zone euro. Les résidents de la zone euro ont de leur côté repris leurs placements dans les actions étrangères, quoiqu'à un rythme inférieur. Au total sur toute l'année 2009, les transactions sur actions se sont ainsi soldées par des entrées nettes de 57 milliards d'euros en faveur de la zone euro.

Dans les titres de dette, en raison des taux de rendement comparativement élevés dans la zone euro, les non-résidents ont manifesté une forte préférence pour les titres de dette émis par la zone euro, ce qui s'est traduit par des entrées nettes de 303 milliards (dont 135 milliards pour les instruments du marché monétaire et 168 milliards pour les obligations). En revanche, les résidents de la zone n'ont manifesté qu'un faible intérêt dans les titres de dette étrangers. Ils ont même désinvesti dans les titres de dette à court terme (à concurrence de 9,5 milliards) tout en n'accroissant que très légèrement leurs placements dans les obligations étrangères (28 milliards). Au total sur toute l'année 2009, les entrées nettes sur titres de créance se sont établies à 285 milliards d'euros, un montant qui reste néanmoins en deçà de celui enregistré en 2008 (374 milliards d'euros).

Les entrées nettes ci-dessus ont été partiellement compensées par des sorties nettes d'autres investissements et d'investissements directs. Les sorties nettes d'investissements directs (91 milliards en 2009 contre 189 milliards en 2008) s'expliquent par des prêts consentis par les entreprises résidentes à leurs filiales étrangères, dans un contexte où les participations au capital social et les bénéfices réinvestis des filiales ont été très faibles sur toute l'année 2009. Les sorties nettes d'autres investissements (crédits et dépôts classiques), qui ont atteint 185 milliards en 2009, proviennent essentiellement d'une réduction des engagements de l'Eurosystème résultant du dispositif temporaire d'échanges réciproques de devises avec le Système fédéral de réserve et la Banque nationale suisse.



## 2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 2.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

#### 2.1.1 Les prix à la consommation et les projections d'inflation

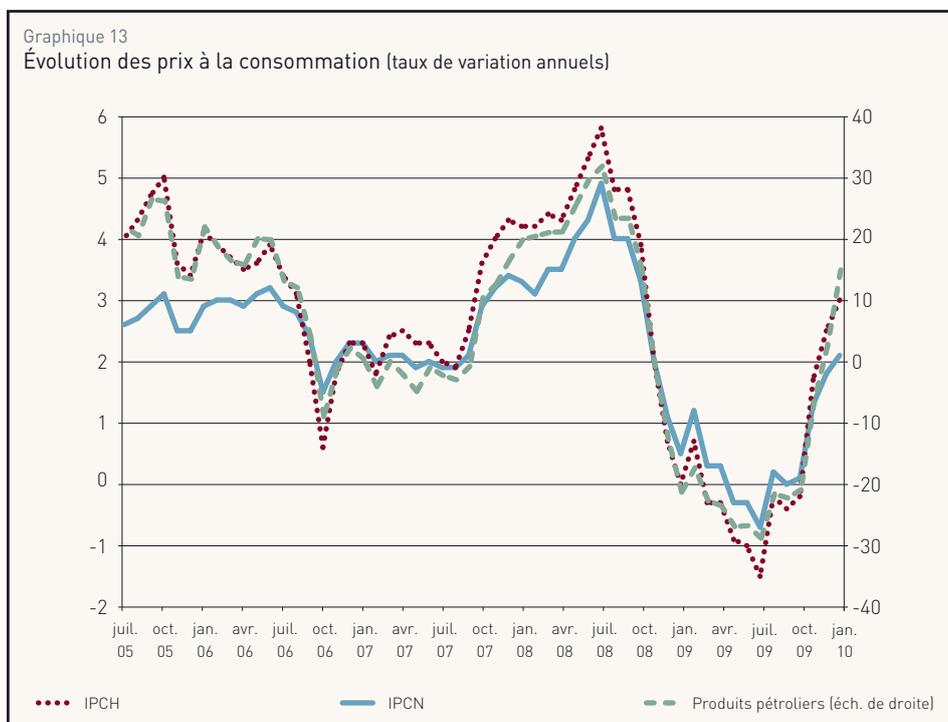
Un renversement de la tendance de l'inflation globale s'est manifesté au Luxembourg. Ainsi, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN), après avoir affiché avec -0,7% en juillet 2009 son niveau le plus bas depuis 1987, s'est remis à remonter lors de la deuxième moitié de l'année. Le taux annuel est redevenu positif en août et il s'est établi à 1,8% en fin d'année. En janvier 2010, il s'est hissé à 2,1%.

L'accélération des taux de variation annuels a été encore plus marquée pour l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et ceci en raison d'une pondération plus importante des produits pétroliers dans l'IPCH que dans l'IPCN. Le taux annuel de progression de l'IPCH, qui était tombé à -1,5% en juillet 2009, est resté négatif jusqu'en octobre 2009. Il est abruptement monté à 1,7% en novembre pour s'établir à 3,0% en janvier 2010. Depuis novembre, ces taux de variation sont à nouveau supérieurs à ceux recensés par l'IPCN.

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

– de manière graduelle mais continue – à partir de la mi-2008. Cette tendance s'est également poursuivie au tournant de l'année 2009/2010, lorsque les taux d'inflation sont tombés en dessous des 2%.

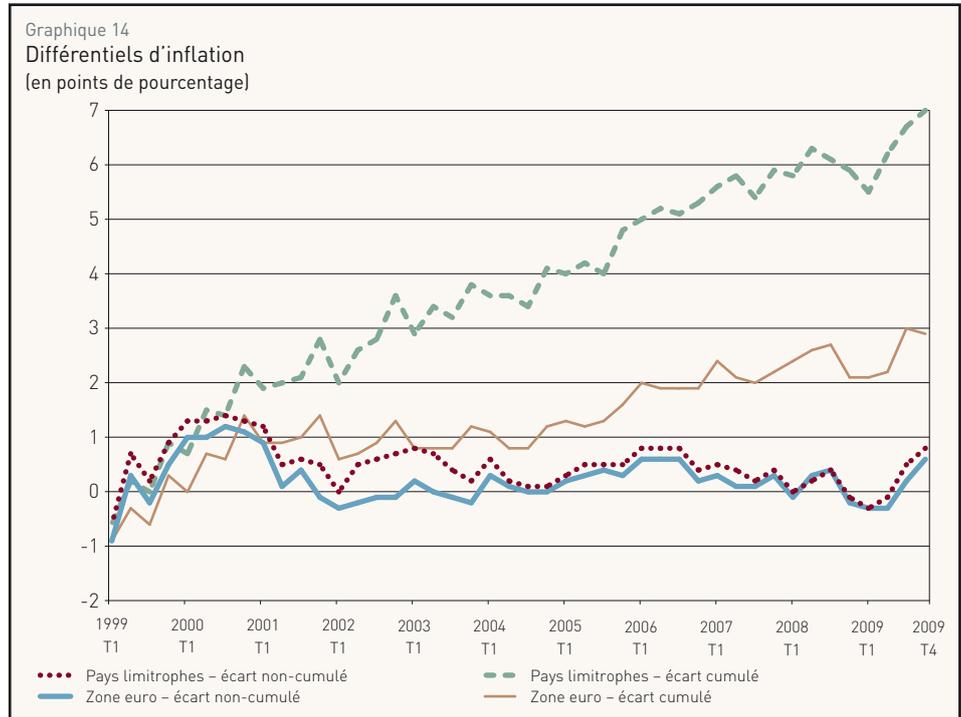
Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes<sup>6</sup> sont redevenus défavorables au deuxième semestre 2009. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au premier trimestre 2009 ont atteint respectivement 2,9 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 7,0 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.



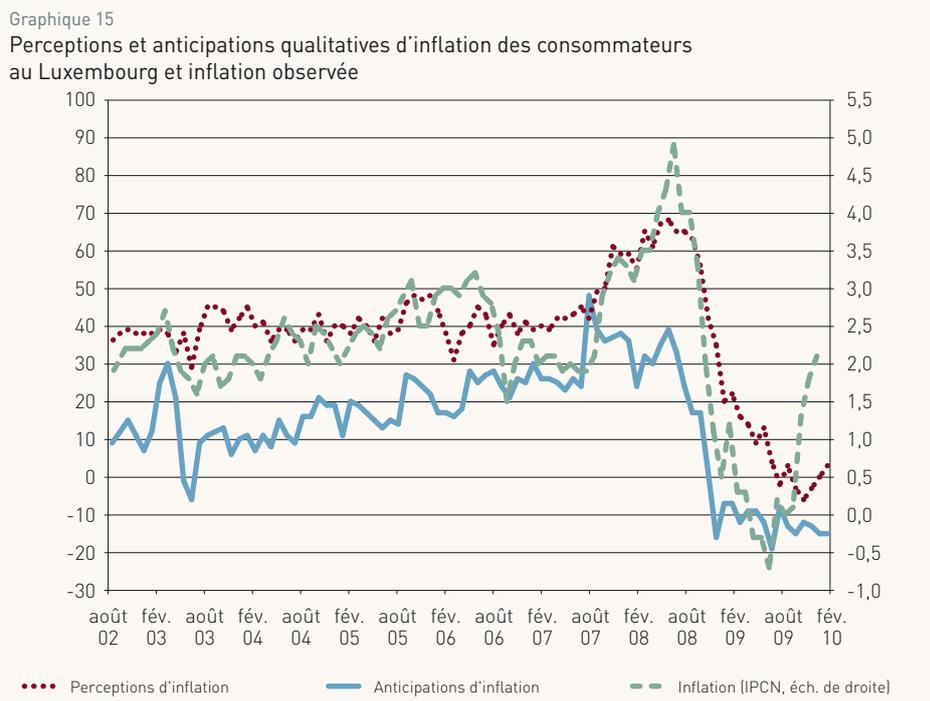
Source : Statec

6 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.

Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs ont fortement diminué depuis la mi-2008, pour atteindre au mois de novembre 2009 le niveau le plus bas observé depuis la compilation de la série. Cette tendance des perceptions est en accord avec la forte chute de l'inflation globale recensée, même si la réaction est un peu décalée par rapport à l'évolution effective des prix à la consommation. Une évolution similaire s'observe aussi en ce qui concerne les anticipations d'inflation, les consommateurs s'attendant, depuis décembre 2008, non pas à des hausses mais à des baisses de prix. Ces anticipations d'inflation des consommateurs, qui s'étaient quelque peu redressées depuis leur creux de juillet 2009, demeurent à des niveaux extrêmement bas, malgré la remontée abrupte de l'inflation (voir graphique). La situation est d'autant plus surprenante que la période caractérisée par des taux de variation annuels négatifs ne s'est étalée que sur trois (IPCN) ou huit mois (IPCH). Les anticipations pourraient en revanche se redresser au cours des prochains mois. Selon les projections d'inflation de la BCL (voir plus bas), le taux d'inflation global moyen devrait en effet s'accélérer en 2010 par rapport à 2009.



Sources : Statec, Eurostat, calculs BCL



Sources : BCL, Statec

## Hypothèses

Mi-février 2010, l'euro cotait aux environs de 1,38 USD/EUR, soit à un niveau plus bas que lors des projections datant de décembre 2009<sup>7</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 72\$/bl et les marchés à terme anticipent une accélération supplémentaire du prix à un niveau proche de 79\$/bl jusqu'en mars 2011. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar augmenterait de 21 % en 2010 par rapport à 2009. Par rapport à l'exercice de décembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros restent pratiquement inchangées. En effet, la baisse du cours du pétrole exprimé en dollar est compensée par la dépréciation de l'euro par rapport au dollar. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3  
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2008	2009	2010	09-T4	10-T1	10-T2	10-T3	10-T4	11-T1
Prix du pétrole (Brent) en \$	98	62	75	75	74	74	76	77	78
Taux de change \$/€	1,47	1,39	1,38	1,48	1,39	1,38	1,38	1,38	1,38
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	24,0	-32,6	23,1	19,7	53,9	23,6	14,6	9,8	6,8

Source : BCL

La tendance baissière de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, entamée depuis le troisième trimestre 2008, devrait se poursuivre au cours des prochains mois avant de se renverser à la fin de l'année 2010.

La détente de l'inflation des biens alimentaires traités pourrait notamment continuer, même si son impact baissier sur l'inflation globale serait moins important que lors des trimestres précédents. Un indice composite des prix des matières premières agricoles indique que la progression des prix de ces dernières s'est fortement accélérée depuis ses creux du deuxième semestre 2009. Les prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents indiquent aussi que cette remontée pourrait se poursuivre au cours des prochains mois. Les niveaux projetés pour l'indice global s'approcheraient par ailleurs de leurs maxima de début 2008, c'est-à-dire du seuil à partir duquel toute hausse additionnelle des coûts ne pourrait probablement plus être absorbée par un rétrécissement de la marge de profit, mais pourrait plutôt entraîner un ajustement des prix de vente<sup>8</sup>. Cette tendance à la hausse des prix des matières premières s'observe surtout pour le café, le cacao et le sucre. Par contre, les prix du blé et du lait demeurent nettement en dessous de leurs niveaux observés il y a deux ans. Ainsi, si une hausse des prix des biens alimentaires s'affirmait, elle s'observerait probablement sur d'autres biens que les produits laitiers ou à base de céréales. Son impact global resterait aussi contenu puisque la pondération de ces produits dans les indices IPC demeure relativement faible.

Au cours des prochains trimestres, le recul de l'inflation devrait se généraliser. Les facteurs inflationnistes se sont en effet effacés avec l'affaiblissement du niveau de production depuis la mi-2008. Certes, la baisse des prix à la production arrivera bientôt à son terme, car le prix du pétrole a presque doublé depuis la fin 2008. Les prix à la production devraient donc à nouveau progresser, engendrant des pressions à la hausse sur les prix à la consommation, mais cette dernière évolution n'est pas susceptible de survenir dans un avenir proche. Par contre, la demande demeure fortement déprimée et ceci malgré l'entame de la reprise conjoncturelle dans la zone euro au deuxième semestre 2009. Le recul de la production a pris une ampleur telle que les effets sur le marché de l'emploi se sont manifestés par un gonflement massif du chômage partiel. Si la reprise est également au rendez-vous au Luxembourg, il est tout de même peu probable que la situation sur

<sup>7</sup> Voir BCL, Bulletin 2009/3, pp.33-36

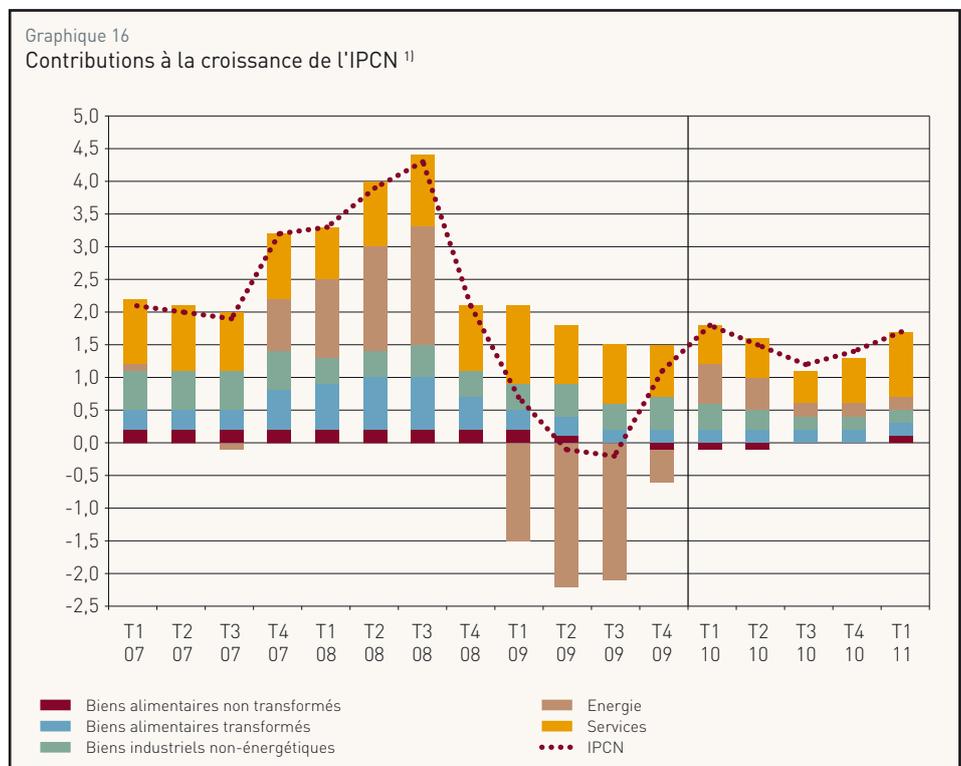
<sup>8</sup> En effet, on constate que la forte baisse des prix des matières premières agricoles en 2008 ne s'est pas répercutée en une baisse des prix à la consommation. Elle aurait plutôt contribué à une extension des marges de profit. En 2009, la dynamique intra-annuelle des prix de biens alimentaires traités à l'exclusion du tabac au Luxembourg a été la plus importante de la zone euro.

le marché de l'emploi s'améliore dans un futur proche. Une baisse de l'emploi et une hausse concomitante du chômage freineront la progression des salaires, entraînant par ce biais une modération supplémentaire des coûts de production. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de s'accroître en 2010, par rapport à des niveaux très bas et qui n'avaient pas encore été observés depuis l'avènement de la monnaie unique. Selon les plus récentes projections de l'Eurosystème, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre 0,8 et 1,6 % en 2010 et entre 0,9 et 2,1 % en 2011 contre 0,3 % en 2009. Par rapport à l'exercice de décembre, ces projections sont restées pratiquement inchangées.

L'inflation des services au Luxembourg a ralenti à 1,8 % en janvier, contre 2,9 % il y a un an. Une décélération supplémentaire au début de l'année 2010 semble fort probable. D'une part, les effets sur les prix des services du paiement de la tranche indiciaire de mars 2009 se sont dissipés et l'allongement de la période séparant deux échéances de tranches indiciaires contribue à modérer la progression des prix<sup>9</sup>. D'autre part, le salaire minimum n'a pas été ajusté. Ainsi, la dynamique du salaire minimum est la plus modérée depuis 1998. Finalement, si les prix administrés largement des tarifs de services publics, connaissent une évolution normale, alors ces trois facteurs pourraient conjointement déclencher un processus désinflationniste qui ramènerait l'inflation des services en dessous de 2 % jusqu'à la fin de 2010. L'inflation pourrait ensuite à nouveau s'accroître, dans la foulée d'une nouvelle tranche indiciaire.

**Les résultats des projections d'inflation**

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques, qui s'était fortement accélérée depuis la mi-2009, aurait déjà atteint son sommet en janvier 2010. Si les prix des produits pétroliers devaient graduellement progresser au cours des prochains mois, leur taux de variation reculerait tout de même, tout en demeurant positif jusqu'à la fin de l'horizon de projection, dans le sillage de la hausse anticipée du prix du pétrole. L'inflation annuelle reculerait progressivement, pour passer de 7 % au premier trimestre 2010 à environ 2 % au premier trimestre 2011. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, négative au cours des quatre trimestres de l'année 2009, serait positive tout au long de 2010 (voir graphique). En moyenne annuelle, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à environ 6 % en 2010, après une évolution très volatile au cours des années précédentes. En 2008, le taux annuel moyen avait progressé de plus de 12 % en 2008 avant de se



Sources : Statec, projections BCL

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

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

réduire de 16% en 2009. Par rapport à l'exercice de décembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques n'ont été revues que marginalement, conformément à des hypothèses techniques qui n'ont presque pas été adaptées.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures est devenu légèrement plus favorable. En moyenne, le taux d'inflation afférent pourrait baisser de 1,8% au deuxième semestre de 2009 à 1,2% aux premier et deuxième semestres de 2010. Le recul en 2010 par rapport à 2009 résulte de la baisse de l'inflation des services, liée à une évolution modérée des salaires nominaux. Il résulte également de la baisse de l'inflation des biens industriels non-énergétiques, liée à une inflation importée très faible.

Avec un taux de 2,1% en janvier 2010, l'inflation mesurée par l'IPCN global s'est fortement accélérée depuis la mi-2009, mais elle pourrait déjà avoir atteint son sommet pour l'année courante. L'inflation globale se replierait au cours des prochains mois, s'approchant de 1,2% au troisième trimestre pour se redresser graduellement par après. Au tournant de l'année 2010/2011, l'inflation demeurerait inférieure à 2,0%. En moyenne annuelle, l'inflation globale s'accélérerait fortement en 2010 pour s'établir à respectivement 1,5% pour l'IPCN et 2,2% pour l'IPCH. En raison des pondérations différentes, ce dernier indice réagit en effet davantage à la reprise de l'inflation des produits énergétiques. Ces taux demeureraient bas par rapport à la moyenne historique, bien que supérieurs à l'inflation dans les pays limitrophes. La période d'une inflation modérée, caractérisée par un recul prolongé de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, s'étalerait donc sur 2010 et résulterait largement d'une dynamique salariale modérée ainsi que d'un climat conjoncturel peu favorable marquée par une demande léthargique.

Tableau 4  
Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes  
(en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

	2009	2010	2009-2 <sup>e</sup> sem	2010-1 <sup>er</sup> sem	2010-2 <sup>e</sup> sem
IPCN	0,4	1,5 (-)	0,5	1,7 (-)	1,4 (-)
IPCN hors énergie	1,9	1,2 (-0,2)	1,8	1,2 (-0,2)	1,2 (-0,2)
IPCH	0,0	2,2 (-)	0,3	2,4 (-)	1,9 (-)
IPCH énergie	-15,9	6,1 (1,3)	-11,9	8,7 (1,6)	3,6 (1,1)
IPCH hors énergie	2,3	1,7 (-0,2)	2,1	1,7 (-0,1)	1,6 (-0,2)
Impact des mesures gouvernementales <sup>1)</sup> sur l'IPCN, en pp	0,3	0,1			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,6	0,6			

Source : BCL

1) Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. La composition de l'indice des prix administrés tels que présentés dans le Bulletin de la BCL 2004/3 (pp.76-81) a été légèrement adapté afin de tenir compte des résultats des travaux récents menés dans le cadre d'un groupe de travail au sein de l'Eurosystème (voir aussi Bulletin mensuel de la BCE, mai 2007, pp.38-39).

L'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation a reculé en 2009 par rapport à 2008, pour s'établir à son niveau le plus bas depuis 2003 et aux alentours de la moyenne observée sur les années 1996-2002. Cette tendance favorable devrait aussi se poursuivre en 2010. D'une part, le gouvernement n'a pas annoncé des ajustements majeurs de la taxation indirecte pour l'année 2010<sup>10</sup>. D'autre part, si les prix administrés à l'exclusion de l'électricité devaient être orientés à la hausse, ils le seraient de manière modérée, puisque le gouvernement s'est engagé à suivre une politique prudente en cette matière. Finalement, la baisse des prix de l'électricité exercerait un impact baissier important sur l'inflation globale. La contribution très faible des mesures gouvernementales à l'inflation globale résulterait alors exclusivement des ajustements anticipés du prix du tabac, dont la composante fiscale est élevée mais dont les adaptations sont fixées par les manufacturiers de tabac.

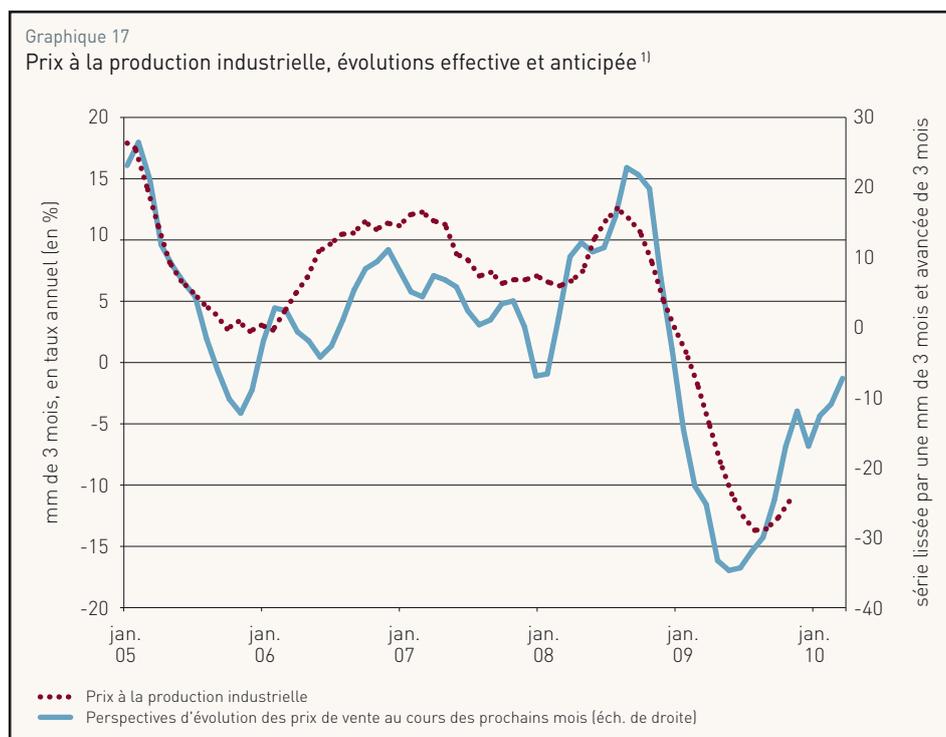
10 La hausse des accises de 8€/1000l sur le Diesel, décidée par le gouvernement central en décembre 2009, n'a eu qu'un impact négligeable sur l'inflation globale.

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006, la modulation de l'application de l'échelle mobile des salaires a expiré à la fin de l'année 2009 et le mécanisme d'indexation automatique des salaires prévalant avant l'accord de la Tripartite est à nouveau entré en vigueur. Sur base de nos projections d'inflation, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire est prévue pour le quatrième trimestre 2010. Ce résultat est inchangé par rapport à l'exercice précédent, en ligne avec un scénario d'inflation qui l'est également.

### 2.1.2 Les prix à la production industrielle

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

Les évolutions à la baisse des prix à la production, qui ont été observées entre le dernier trimestre de l'année 2008 et le troisième trimestre de 2009, ont donc coïncidé avec la crise économique mondiale et l'affaissement de la production industrielle nationale. Le repli de la demande mondiale a également expliqué en grande partie la baisse des prix des biens intermédiaires et énergétiques. Au quatrième trimestre de 2009, les prix à la production pour la quasi-totalité de l'industrie se sont redressés, dans le sillage de ce qu'annonçaient les enquêtes de conjoncture depuis le troisième trimestre de 2009.



Sources : Eurostat, calculs BCL

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

Tableau 5

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

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

Source : STATEC

Les enquêtes de conjoncture harmonisées semblent indiquer que le taux de variation annuel de l'indice global des prix au Luxembourg devrait poursuivre sa progression au cours des prochains mois. Le solde lissé d'opinion relatif aux évolutions anticipées des prix à la production dans l'industrie reste globalement orienté à la hausse, en dépit d'un regain de volatilité observé sur les six derniers mois.

## 2.2 L'INDUSTRIE

La production industrielle s'est fortement repliée en 2009 (-16,3%), après une baisse de 5,3% en 2008. Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches de l'industrie ont enregistré un déclin en 2009, même si les trajectoires infra-annuelles ont quelque peu différé. Après une année 2007 extrêmement dynamique, au cours de laquelle les investissements des entreprises s'étaient nettement redressés, la production de biens d'équipement a affiché un léger retrait en 2008. La baisse de la production dans ce secteur a débuté au quatrième trimestre 2008 et s'est intensifiée jusqu'à la mi-2009. Sur la seconde moitié de l'année 2009, la baisse de l'activité dans ce secteur est restée conséquente, si bien que le niveau total de la production en 2009 est de 30% inférieur à celui observé sur l'ensemble de l'année 2008.

Le volume de production dans l'industrie des biens de consommation s'est inscrit en baisse en 2009 et ceci pour la quatrième année consécutive. Néanmoins, grâce à une quasi-stabilisation de la production au quatrième trimestre, la baisse totale de la production sur l'ensemble de l'année 2009 apparaît relativement modérée par rapport aux autres principaux sous-secteurs. Une forte baisse du volume d'activité dans la branche des biens intermédiaires s'est inscrite dans le contexte d'une demande mondiale fortement affectée par la crise économique. Au quatrième trimestre 2009, la production s'est nettement redressée, portant le recul total de la production de biens intermédiaires en 2009 aux alentours de 16% par rapport à 2008. Enfin, le déclin de la production sidérurgique a été particulièrement marqué au quatrième trimestre 2008 (rappelons que la sidérurgie fournit principalement le secteur des biens intermédiaires en matériaux utilisés dans la construction et l'automobile). Toutefois, en moyenne annuelle, la baisse de la production par jour ouvrable dans ce secteur a été limitée à 3% en 2008 par rapport à 2007, grâce au dynamisme enregistré jusqu'au troisième trimestre 2008. Sur les trois premiers trimestres de l'année 2009, le recul de la production s'est confirmé. Au quatrième trimestre de l'année 2009, la production dans ce secteur a cependant enregistré un fort rebond, de quelque 46% par rapport au trimestre correspondant de 2008.

Tableau 6  
Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuelle)

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

Sources: STATEC, calculs BCL

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



Sources : Statec, calculs BCL

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

## 2.3 LA CONSTRUCTION

L'activité dans le secteur de la construction fait preuve d'une relative résistance depuis 2008. Les dernières statistiques font en tout cas état d'un raffermissement de l'activité dans ce secteur au second semestre 2009. Le chiffre d'affaires total a ainsi progressé de plus de 30% sur l'ensemble de l'année 2009 (voir tableau), grâce à des ventes dynamiques sur la deuxième moitié de l'année. La production par jour ouvrable s'est pour sa part redressée en 2009, grâce au dynamisme enregistré sur les deux derniers trimestres de l'année.

Tableau 7

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

	2008	2009	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4
Chiffre d'affaires - Total	2,3	12,8	4,2	2,9	-2,6	16,8	3,6	30,1
Production par jour ouvrable -Total	-2,0	1,7	-1,0	-3,8	1,3	-3,4	6,4	3,7
Heures travaillées	-1,2	0,3	0,5	-3,0	-1,0	-5,8	5,9	3,2
Permis de bâtir <sup>1)</sup>	-18,6	-10,7*	2,6	-26,7	-36,7	6,7	-2,8	-
crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	10,7	6,4	10,6	8,4	6,9	6,2	5,8	6,7
crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	13,8	34,2	43,1	-13,4	7,6	16,8	41,7	70,0
Taux hypothécaires	4,9	2,4	5,1	4,6	3,1	2,3	2,0	2,0

Sources : STATEC, BCL

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

\* Les données font référence aux neuf premiers mois des années 2008 et 2009



Dans le secteur résidentiel, les indicateurs envoient des messages plutôt contrastés, et ce, dans un contexte de détente sur les taux hypothécaires. Les permis de construire ont enregistré une baisse de 18,6% en 2008 et de 10,7% en moyenne sur les neuf premiers mois de l'année 2009. Ces dernières évolutions sont dues à la baisse ininterrompue des autorisations relatives aux maisons individuelles. Les permis de bâtir d'appartements se sont pour leur part quasiment stabilisés au troisième trimestre de 2009, après un redressement marqué au second (+18,9% sur un an). Dans le même temps, les plus récentes statistiques relatives aux prix de vente des appartements, désormais disponibles à une fréquence trimestrielle, indiquent des baisses significatives du prix moyen au mètre carré des appartements vendus au Luxembourg. Ces baisses se sont établies à respectivement -6,4% et -6,9% aux deuxième et troisième trimestres 2009. Enfin, sur les neuf premiers mois de l'année, le nombre total des transactions enregistre une baisse de 16,9% par rapport à la même période de l'année précédente.

Les statistiques bancaires, quant à elles, indiquent depuis le début de l'année 2008 un net ralentissement en moyenne dans l'évolution de l'encours des crédits immobiliers accordés aux ménages. En termes de contrats, les nouveaux crédits accordés ont progressé tout au long de l'année 2009. Les dernières statistiques montrent que depuis le début de l'année 2009, ces nouveaux contrats se sont inscrits en très nette progression par rapport au nombre de contrats signés en 2008 sur la même période. Ils ont connu une forte accélération au quatrième trimestre 2009, en affichant une progression de 70% par rapport au quatrième trimestre de l'année passée (voir le tableau).

#### 2.4 LE COMMERCE ET LES AUTRES SECTEURS

En 2009, le commerce de gros – hors automobiles et motocycles – a très fortement chuté, et il devrait ainsi enregistrer sa deuxième année consécutive de baisse. Le commerce de détail fait preuve de plus de résistance même si, il est vrai, son chiffre d'affaires (CA) accuse un repli sur les onze premiers mois de l'année en 2009 (par rapport à la même période un an auparavant). Par ailleurs, après une quasi-stabilisation au troisième trimestre de l'année 2009, le CA a nettement rebondi sur le bimestre suivant (voir tableau). Cette dernière progression reste imputable au commerce électronique.

Dans le secteur des transports, la croissance du chiffre d'affaires a connu une accélération en 2008. Il a ensuite fortement baissé sur l'ensemble de l'année 2009. Si tous les moyens de transport ont fait montre d'une évolution défavorable sur les 11 premiers mois de l'année, la baisse du chiffre d'affaires dans le transport aérien a été particulièrement marquée (-25,2%, après +7,2% en 2008).

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

Tableau 8

Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs<sup>1)</sup> (en taux de variation annuel)

	2008	2009*	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4**
Immatriculations de voitures	2,0	-9,7	10,7	-6,7	-10,4	-12,4	-11,8	-9,7
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	3,5	-10,9	4,8	5,4	-3,0	-13,9	-12,8	-14,5
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-3,4	-26,2	-3,8	-17,6	-26,3	-38,0	-19,4	-11,8
Commerce de détail	6,3	-3,5	8,2	-0,6	-7,2	-8,4	-0,5	4,9
Commerce de détail hors carburants	5,7	2,0	5,6	2,3	-3,2	-2,5	6,2	9,5
Commerce de détail de carburants en magasin spécialisé	7,9	-16,0	14,0	-8,8	-17,2	-20,9	-14,7	-7,8
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC)	2,6	-1,7	3,5	-0,8	-2,2	-2,1	-2,3	0,8
Transport	9,6	-16,3	9,2	8,8	-13,9	-21,4	-12,8	-17,6
Programmation, conseil et autres activités informatiques	0,5	4,2	16,4	-13,1	16,4	3,0	-2,9	-1,7
Activités juridiques et comptables et conseil de gestion	13,9	2,1	11,3	9,4	14,1	-0,4	-0,7	-6,4

1) En valeur.

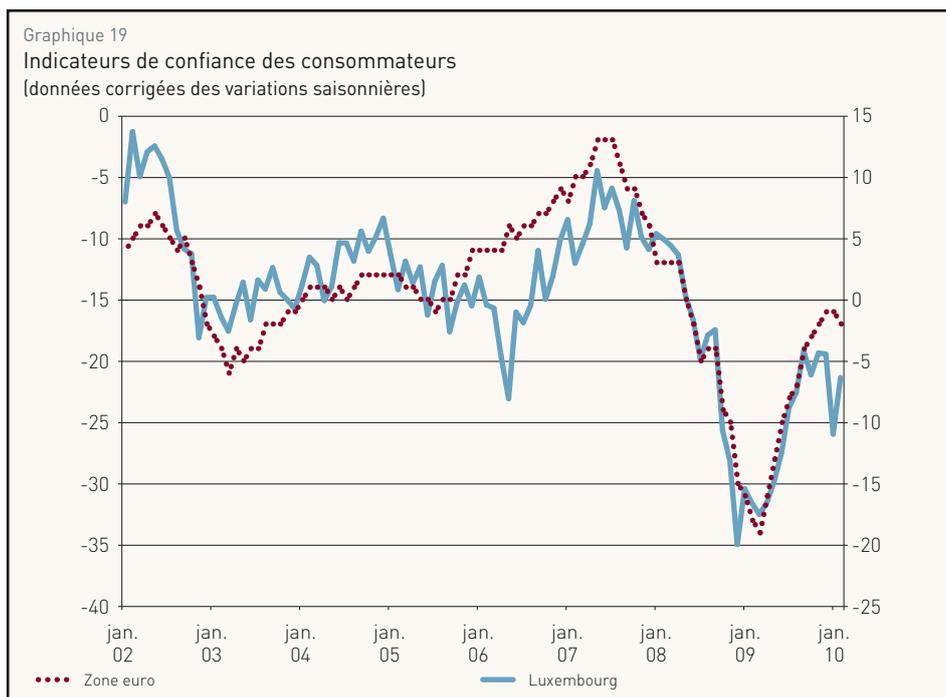
\* A l'exception des immatriculations de voitures, les données considérées recouvrent les bimestres octobre-novembre 2008 et 2009.

\*\* A l'exception des immatriculations de voitures, les données considérées reprennent les évolutions observées au bimestre octobre-novembre 2009 par rapport au bimestre correspondant de l'année précédente.

## 2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs<sup>11</sup> du Luxembourg a débuté au second semestre 2007. Il a donc coïncidé avec l'apparition des turbulences sur les marchés financiers. L'indicateur de confiance des consommateurs a atteint son minimum historique en décembre 2008, avant de se stabiliser quelque peu. La pause dans la dégradation de la confiance des ménages est apparue plus tardivement dans la zone euro, puisque c'est seulement en mars 2009 que le point historiquement le plus bas a été atteint.

Les différentes composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg ont toutes atteint leur point historiquement le plus bas en décembre 2008, à l'exception cependant du solde d'opinion relatif au chômage au Luxembourg. Ce dernier a continué d'évoluer défavorablement jusqu'en avril 2009, mois au cours duquel l'inquiétude des consommateurs a atteint son maximum depuis l'existence de l'enquête.



Sources : BCL et Commission européenne

11 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.

La plus récente enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date du mois de février 2010. L'indicateur de confiance établi par la Banque centrale du Luxembourg, après correction des variations saisonnières, a rebondi en février.

Toutes les composantes de l'indicateur de confiance ont progressé par rapport à janvier, à l'exception de celle relative à la situation financière des ménages qui s'est stabilisée. Les anticipations des ménages concernant le taux de chômage et leur capacité d'épargner se sont même particulièrement améliorées. Les anticipations des consommateurs eu égard à la situation économique générale au Luxembourg affichent pour leur part une progression assez modérée en février.

Les résultats corrigés des variations saisonnières sont illustrés ci-dessous :

Tableau 9  
Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		Anticipations sur les douze prochains mois				
		Indicateur de confiance des consommateurs	Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2008	février	5	-11	18	1	48
	mars	4	-11	15	-1	45
	avril	4	-17	13	-2	46
	mai	0	-20	19	-7	47
	juin	-2	-23	18	-9	44
	juillet	-5	-24	28	-8	41
	août	-3	-22	28	-9	47
	septembre	-2	-17	30	-4	41
	octobre	-11	-37	46	-6	47
	novembre	-13	-35	53	-7	43
	décembre	-20	-47	61	-9	37
	2009	janvier	-15	-41	63	-1
février		-17	-36	67	-6	42
mars		-18	-38	65	-6	40
avril		-17	-38	71	-3	46
mai		-15	-30	66	-4	40
juin		-12	-22	67	-3	41
juillet		-9	-15	62	-1	44
août		-8	-14	59	1	41
septembre		-4	-5	59	2	45
octobre		-6	-11	55	-1	43
novembre		-4	-9	52	0	44
décembre		-4	-15	53	-1	50
2010	janvier	-11	-19	59	1	33
	février	-6	-17	48	1	39

Source : BCL

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

## 2.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

### 2.6.1 L'emploi

Le marché du travail du Luxembourg continue à subir les conséquences de la crise. Depuis le début de la généralisation de la crise en septembre 2008, la croissance de l'emploi salarié a chuté de 5,3% à 0,0% en octobre 2009 (selon les chiffres de l'IGSS) et en janvier 2010. Vu que ce dernier chiffre est une estimation, il risque d'être révisé. Il convient de rappeler qu'en 2009, les chiffres de l'emploi sont dans une certaine mesure biaisés à la hausse par rapport à l'année précédente, puisque les entreprises rapportent désormais l'emploi tel qu'il se chiffre au dernier jour ouvrable d'un mois donné. Avant 2009, le jour clé était le dernier du mois, indépendamment du fait qu'il s'agisse ou non d'un jour de travail. Par conséquent, si le dernier jour du mois était un samedi ou un dimanche, les salariés intérimaires dont le contrat de travail avait pris fin lors du dernier jour ouvrable du mois n'étaient plus signalés à l'IGSS, ce qui pouvait mener à une certaine sous-estimation de l'emploi.

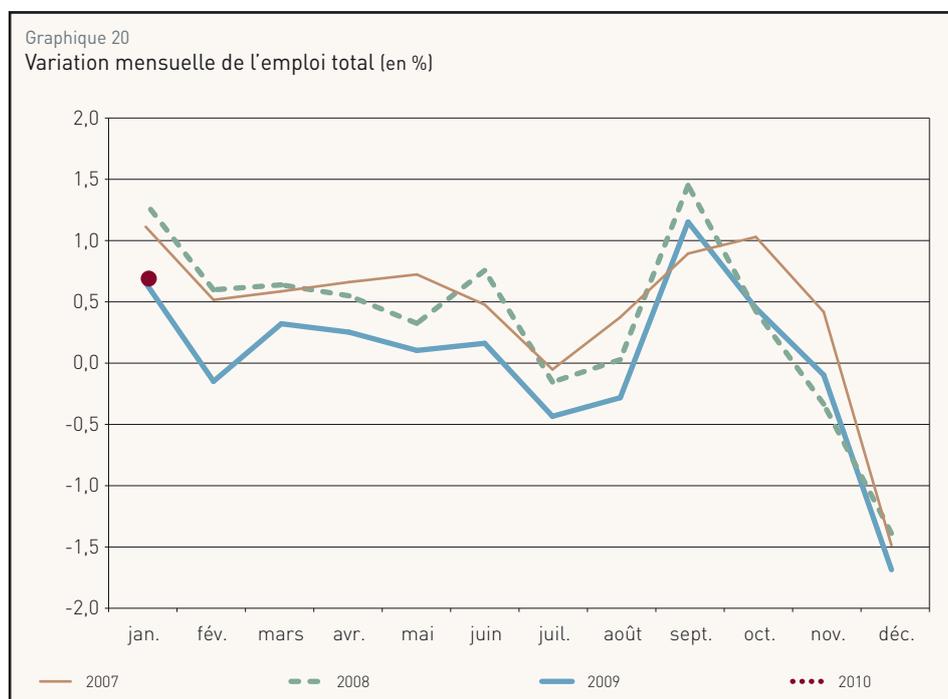
Si les taux de variation annuelle dressent l'image d'un fort ralentissement ou même d'une baisse de l'emploi, l'évolution à court terme est mieux cernée par les variations trimestrielles et mensuelles.

A partir du mois de février 2009 et jusqu'en août, la variation mensuelle (voir le graphique 20) de l'emploi total a oscillé autour de zéro, ce qui est nettement inférieur aux variations mensuelles de l'emploi observées au cours des années précédentes. Il convient de noter que les taux de croissance annuelle ont encore affiché, au début de l'année, des valeurs oscillant entre 2% et 3%.

Dans ce contexte, il convient à nouveau de garder à l'esprit que la variation observée en septembre est traditionnellement la résultante d'un fort effet saisonnier. La progression de l'emploi observée en septembre par rapport au mois précédent ne doit donc pas être sur-interprétée. De plus, les valeurs d'octobre à décembre sont des estimations qui risquent d'être révisées.

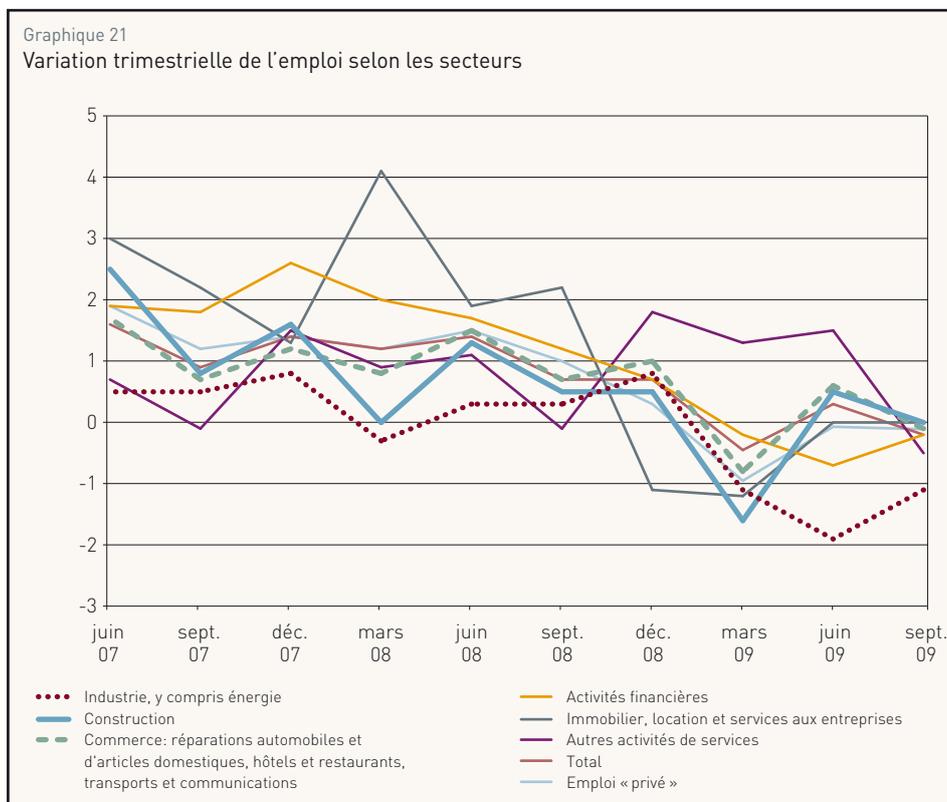
Les chiffres de la comptabilité nationale couvrant le troisième trimestre de 2009 confirment l'observation selon laquelle la crise actuelle se distingue des phases précédentes de faible activité économique par une détérioration plutôt simultanée et généralisée de l'emploi à travers quasiment l'entièreté des secteurs. Pendant

les épisodes passés de conjoncture morose, quelques secteurs étaient épargnés, ou du moins les différents secteurs subissaient l'effet de la crise avec des retards suffisamment disparates pour qu'à chaque instant, des taux de progression positifs dans certains secteurs amortissent quelque peu les pertes d'emplois enregistrées dans d'autres branches.



Source : IGSS

Graphique 21  
Variation trimestrielle de l'emploi selon les secteurs



Source : Statec

secteurs de la construction et du commerce. L'emploi « privé » avait alors enregistré un recul de quelque 0,9%. Une certaine stabilisation de l'emploi dans ce secteur avait certes été observée au deuxième trimestre, mais celle-ci était largement attribuable à ces deux derniers secteurs à fort profil saisonnier – qui habituellement progressent plus que proportionnellement entre mars et juin – ainsi qu'au secteur « Immobilier, location, et services aux entreprises », qui avait déjà beaucoup souffert pendant les deux trimestres précédents. Le secteur « activités financières » avait quant à lui accéléré son recul. Ceci valait également pour l'industrie.

Au cours du troisième trimestre, l'emploi total n'a que très légèrement baissé. Néanmoins, tandis qu'en comparaison annuelle, l'emploi total ne diminue pas, l'emploi dans le secteur « privé » recule de -0,8% par rapport au troisième trimestre de 2008. Les pertes d'emploi sont particulièrement sévères dans l'industrie (-3,2% en comparaison annuelle) ainsi que dans le secteur « Immobilier, location et services aux entreprises » (-2,3%).

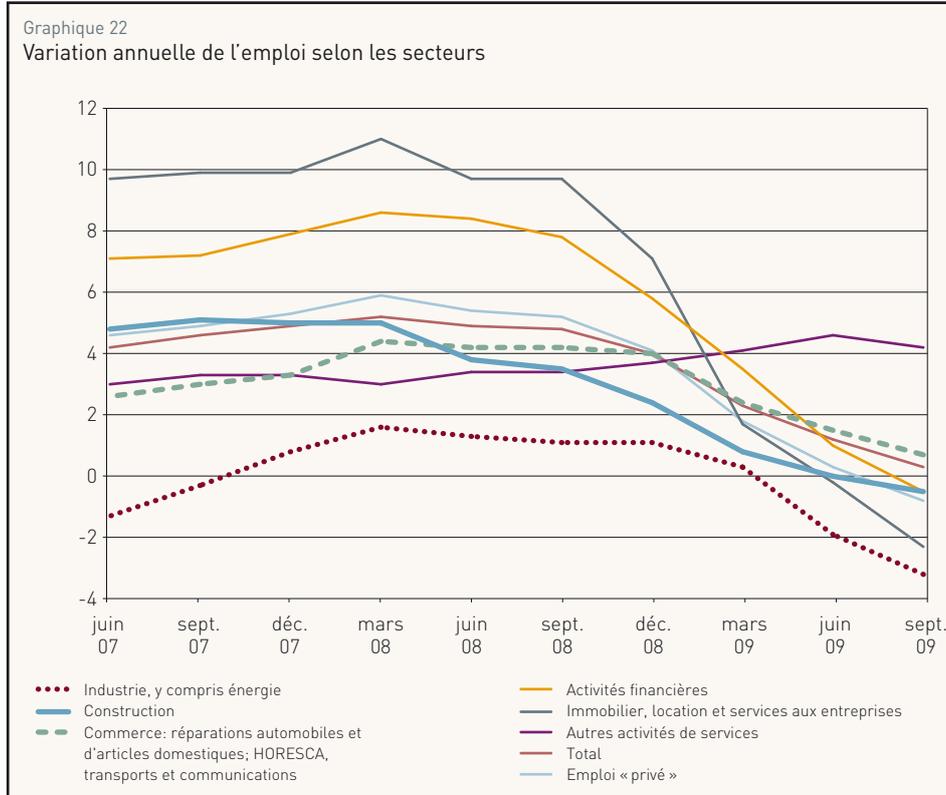
Dans le cas de l'industrie, il convient de noter que l'instrument du chômage partiel n'a manifestement pas été suffisant pour éviter durablement des pertes d'emploi suite à la crise. Bien que les modalités régissant le chômage partiel aient été flexibilisées et adoucies du point de vue de l'employeur, l'industrie a perdu 3,2% de ses emplois en glissement annuel, ce qui témoigne d'une évolution clairement défavorable de ce secteur. Le manque de gains d'emplois dans l'industrie au cours des années antérieures à la crise suggère qu'il sera très difficile de remplacer, même à moyen terme, les emplois perdus depuis septembre 2008. Il convient de préciser que la réduction du nombre des salariés telle que reflétée dans la comptabilité nationale n'est qu'une mesure incomplète de l'évolution de l'utilisation de main-d'œuvre dans ce secteur, puisque les milliers de personnes en chômage partiel en 2009 continuent bien sûr d'être comptés parmi les personnes travaillant dans le secteur.

A l'heure actuelle, on observe qu'à l'exception du secteur « Autres services », la totalité des branches affichent soit une nette baisse de l'emploi soit un ralentissement de la progression de ce dernier. Les « Autres services » comprennent la Fonction publique ainsi que d'autres sous-secteurs marqués par une faible exposition à des variations cycliques et à la concurrence internationale ainsi que par une forte influence de l'Etat, ce qui explique l'évolution à rebours de la tendance générale.

En variation trimestrielle, le premier trimestre de 2009 avait été caractérisé par la première baisse du niveau de l'emploi total (-0,5%) depuis le premier trimestre de 1998, une observation certes à mettre dans le contexte de la contribution à la baisse d'un effet saisonnier principalement dû aux

L'impact de la crise sur la construction a également trouvé son reflet dans la demande de travail des entreprises du secteur : le recul de l'ordre de -0,5% (sur une année) constitue la première baisse depuis juin 1997.

Toujours sur une année, seule l'agriculture, dont l'impact sur l'emploi total est peu important, le commerce (+0,7% par rapport au troisième trimestre de 2008) ainsi que les « autres services » (+4,2%) ont contribué de manière positive à la variation de l'emploi. S'il est vrai que l'emploi dans le commerce avait atteint le sommet de son rythme de croissance au même instant que l'emploi total (mars 2008), la perte de vitesse de l'emploi dans ce secteur ne s'était pourtant intensifiée qu'à partir de décembre 2008.



Source : Stateg

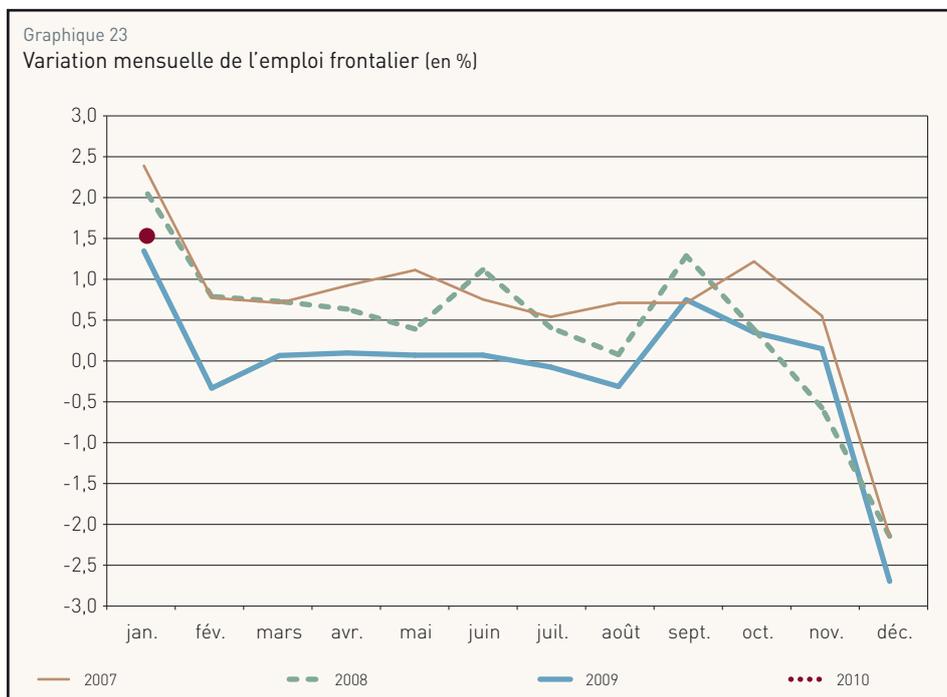
Tableau 10

Croissance annuelle (en %) de l'emploi\* et taux de chômage (en % de la population active)

	Emploi salarié*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «strict» ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage «large»
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%
2007	4,6	0,5	4,4	7,9	2,3	2,3	4,4%	4,4%	6,1%
2008	5,0	2,4	4,8	7,2	3,2	3,2	4,4%	4,4%	5,7%
2009	1,1	1,5	1,2	1,1	1,2	2,7	5,7%	5,7%	7,0%
2008T3	5,1	2,5	4,9	7,2	3,3	3,3	4,2%	4,4%	5,5%
2008T4	4,2	2,0	4,1	5,7	2,9	3,3	4,7%	4,6%	6,0%
2009T1	2,7	0,8	2,6	3,5	2,0	3,2	5,6%	5,2%	6,8%
2009T3	0,3	1,7	0,4	-0,2	0,9	2,4	5,6%	5,9%	6,9%
2009T4	0,1	2,2	0,2	-0,4	0,7	2,2	6,1%	5,9%	7,5%
Sep-08	5,3	2,7	5,2	7,4	3,6	3,7	4,3%	4,4%	5,6%
Oct-08	4,7	2,3	4,6	6,5	3,2	3,4	4,5%	4,5%	5,8%
Nov-08	3,9	2,0	3,8	5,3	2,7	3,0	4,7%	4,6%	5,9%
Dec-08	4,0	1,8	3,9	5,3	2,9	3,5	5,0%	4,8%	6,2%
Jan-09	3,3	1,1	3,2	4,5	2,3	3,3	5,5%	5,0%	6,7%
Feb-09	2,6	0,6	2,4	3,4	1,8	3,0	5,6%	5,2%	6,9%
Mar-09	2,2	0,6	2,1	2,7	1,8	3,2	5,5%	5,4%	6,8%
Apr-09	1,9	1,2	1,8	2,1	1,6	3,0	5,5%	5,5%	6,8%
May-09	1,6	1,7	1,6	1,8	1,5	2,8	5,4%	5,7%	6,7%
Jun-09	1,0	1,4	1,0	0,7	1,2	2,7	5,4%	5,8%	6,7%
Jul-09	0,7	1,5	0,7	0,3	1,1	2,6	5,5%	5,9%	6,8%
Aug-09	0,3	1,7	0,4	-0,1	0,9	2,4	5,6%	5,9%	6,9%
Sep-09	0,0	1,8	0,1	-0,7	0,7	2,2	5,7%	5,8%	7,1%
Oct-09	0,0	2,2	0,1	-0,7	0,8	2,3	5,9%	5,9%	7,3%
Nov-09	0,3	2,3	0,4	0,0	0,7	2,2	6,1%	5,9%	7,5%
Dec-09	-0,1	2,3	0,1	-0,5	0,6	2,0	6,3%	6,0%	7,7%
Jan-10	0,0	2,5	0,1	-0,4	0,5	1,5	6,4%	5,9%	7,9%

Sources : IGSS, STATEC et calculs BCL

Graphique 23  
Variation mensuelle de l'emploi frontalier (en %)



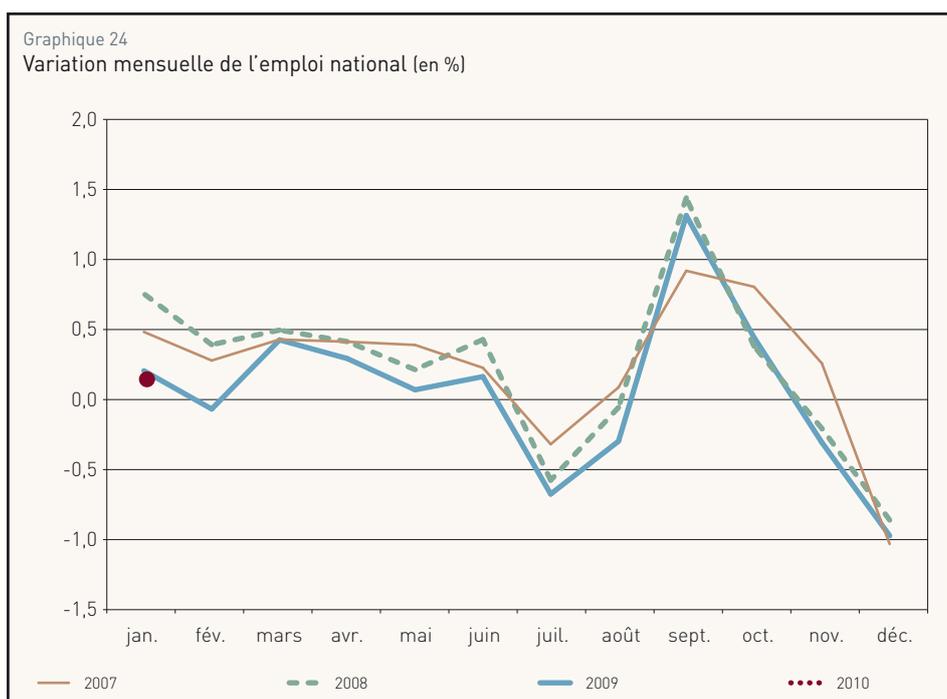
Source : IGSS

Suite surtout à la surreprésentation relative des frontaliers dans les secteurs les plus touchés par la crise, l'emploi des frontaliers est jusqu'ici davantage affecté que l'emploi des résidents, qui sont quant à eux proportionnellement plus nombreux dans les secteurs plus protégés. En effet, tandis que l'emploi frontalier avait baissé en février 2008 par rapport à janvier et n'a plus augmenté par après, avec la seule exception du mois de septembre et octobre (dernières observations définitives disponibles), l'emploi des résidents a moins ralenti par rapport à son profil intra-annuel habituel. D'autres facteurs qui jouent en faveur des résidents sont leur ancienneté moyenne plus élevée tout comme la nature de leur contrat de travail, qui est liée à cet aspect.

Ainsi, le recul dramatique de l'emploi intérimaire ne se répercute guère sur le chômage officiel – des résidents –, mais il contribue au ralentissement ou même au recul de l'emploi frontalier. Tandis qu'en septembre, l'emploi frontalier a baissé de -0,7% par rapport à septembre 2008, l'emploi national progressait encore de 0,7%. L'impact de l'emploi intérimaire sur l'évolution de l'emploi total est considérable. Si en moyenne annuelle, 7 922 personnes travaillaient sur base d'un contrat intérimaire en 2008, en juillet 2009

ce chiffre avait chuté à 5 647 [-29% ou encore -2 275 personnes]. Ceci correspond à environ 0,6% de l'emploi total.

Graphique 24  
Variation mensuelle de l'emploi national (en %)



Source : IGSS

Le nombre de formulaires E301 établis par l'ADEM témoigne du grand nombre de contrats de travail résiliés d'employés non-résidents : leur nombre a commencé d'augmenter avec la généralisation de la crise à partir de septembre 2008. En décembre 2009, le taux de progression par rapport au nombre de formulaires E301 établis en septembre 2008 avait atteint 70% (janvier 2010 : 58%).

Si l'emploi des frontaliers n'exerce aucun impact sur le chômage des résidents, ce dernier s'est quand même fortement détérioré depuis l'intensification de la crise.

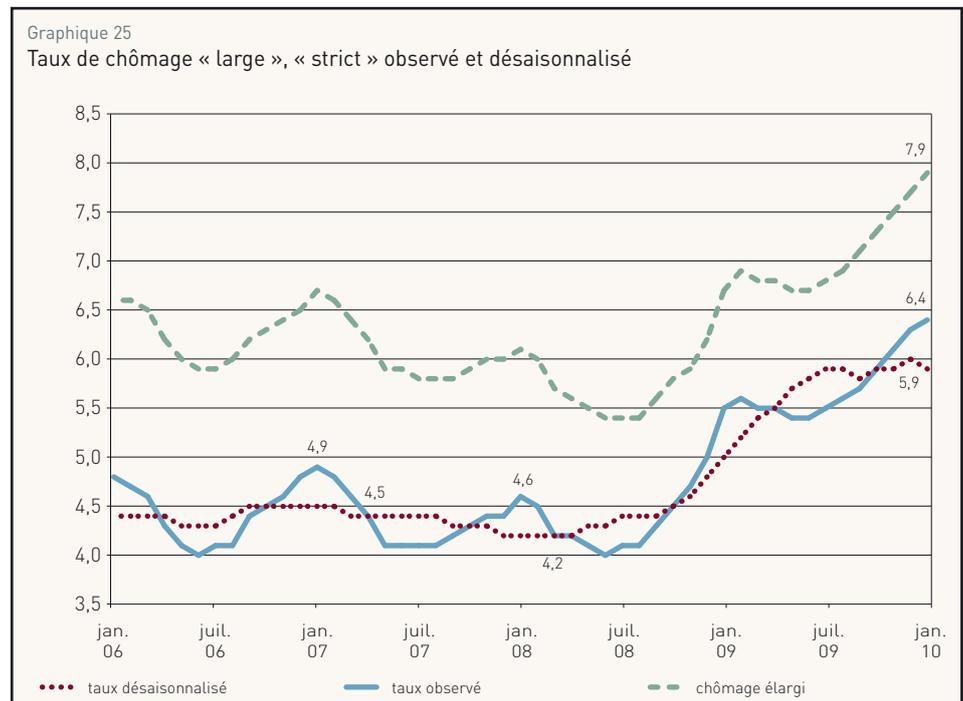
### 2.6.2 Le chômage

Le taux au sens « strict » non-ajusté pour les variations saisonnières a atteint 6,3% en décembre, soit une augmentation de 0,2 pp par rapport au mois précédent, suivi de 6,4% en janvier 2010. Le nombre de personnes au chômage s'est établi à 15 137 en janvier, soit 18% de plus qu'en janvier 2009.

Soulignons que le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières s'élève quant à lui à 5,9%, en légère diminution par rapport au mois précédent. Par rapport à la même période de l'année précédente, ceci revient à une détérioration de l'ordre de 0,9 point de pourcentage. Par rapport au moment de la généralisation de la crise, l'augmentation du chômage ajusté s'élève à 1,5 point de pourcentage. Si la tendance à la hausse s'est globalement maintenue, l'augmentation du chômage semble avoir subi une décélération à partir du mois d'août. Cependant, si on inclut dans l'analyse les mesures pour l'emploi (qui, ajoutées au taux de chômage « strict » donnent la mesure « large » du chômage), on voit que leur nombre a continué d'augmenter, ce qui, mécaniquement, a un effet baissier sur le chômage au sens strict. Le taux de chômage au sens large (non-ajusté pour les variations saisonnières) s'établit à 7,9% en janvier, 1,1 p.p. plus élevé qu'en janvier 2009.

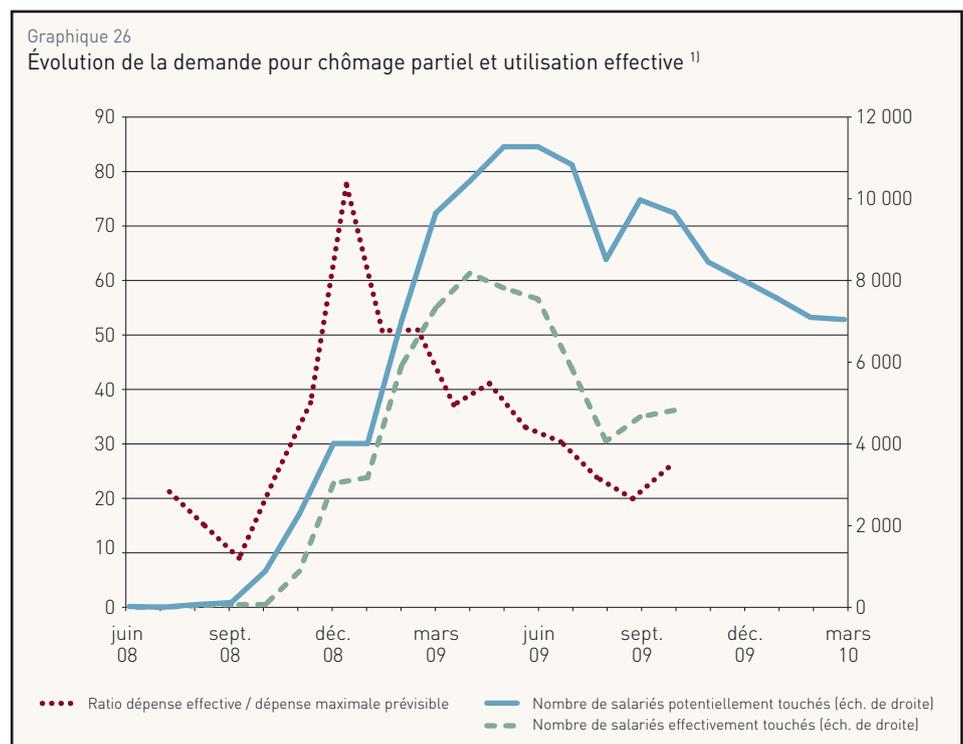
Sur base de la stagnation de l'activité économique en 2008 ainsi que la baisse du PIB en 2009, les perspectives pour le marché du travail restent en tout cas moroses. Il est vraisemblable qu'en moyenne annuelle, le niveau de l'emploi soit en 2010 en dessous de la valeur correspondante de 2009.

Du côté du chômage partiel, le nombre de salariés concernés avait diminué rapidement et sans interruption entre mai et août 2009, ce qui pouvait faire croire que la



Sources : Adem, IGSS, Statec

augmentation du chômage ajusté s'élève à 1,5 point de pourcentage. Si la tendance à la hausse s'est globalement maintenue, l'augmentation du chômage semble avoir subi une décélération à partir du mois d'août. Cependant, si on inclut dans l'analyse les mesures pour l'emploi (qui, ajoutées au taux de chômage « strict » donnent la mesure « large » du chômage), on voit que leur nombre a continué d'augmenter, ce qui, mécaniquement, a un effet baissier sur le chômage au sens strict.



Sources : Adem, Comité de conjoncture

1) Pour les séries « nombre de salariés effectivement touchés » et « ratio dépense effective / dépense maximale prévisible », la valeur d'octobre 2009 est provisoire. Cependant, une révision éventuelle ne pourra être qu'à la hausse.

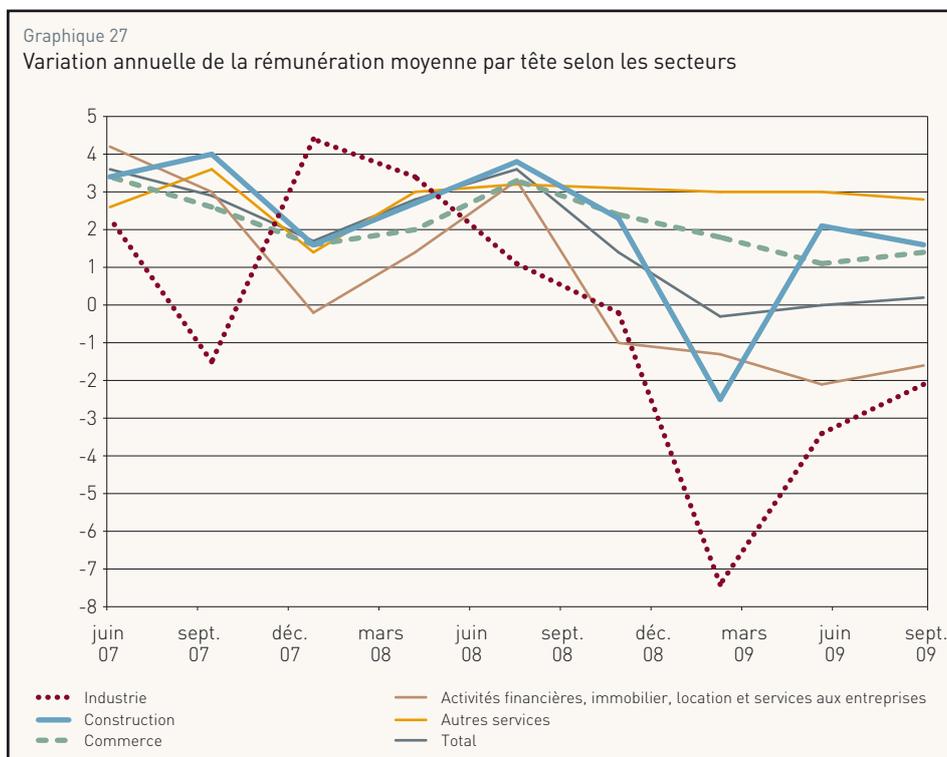
situation des entreprises à la source de ce phénomène était en train de s'améliorer de manière significative. Pourtant, selon les derniers chiffres observés, cette tendance à la baisse s'est enrayée en septembre, une augmentation survenant même au mois d'octobre. Ainsi, il ne peut pas être exclu que les chiffres des mois de juillet à septembre aient évolué sous l'influence d'un effet saisonnier. Le congé annuel d'une bonne partie de l'effectif aurait ainsi permis aux entreprises de diminuer le temps de travail par salarié tout en réduisant leur recours au chômage partiel.

Ainsi, le recours au chômage partiel s'est réduit moins rapidement que l'on aurait pu l'espérer. De surcroît, s'il est vrai que le nombre d'autorisations établies pour chômage partiel a encore baissé après le mois d'octobre, il n'est pas certain qu'un moindre recours au chômage partiel aille de pair avec un retour des salariés conservés à une occupation qui correspond à une activité normale. Ainsi, le secteur de l'industrie a supprimé des emplois (nets) dès le début de 2009 et il est difficile d'inférer la date du renversement de cette tendance.

### 2.6.3 Les coûts salariaux

L'impact de la crise trouve également son reflet du côté de la rémunération par salarié. Depuis la généralisation de la crise, la rémunération par tête dans l'économie totale a nettement décéléré, avant de pratiquement stagner dès le début de 2009 et jusqu'au troisième trimestre inclus.

Cette quasi-stagnation durant les 9 premiers mois de 2009 est d'autant plus remarquable que l'indexation des salaires a, l'année passée, mécaniquement induit une hausse des salaires (de l'ordre de 2,5%).



Source : Statec

L'évolution de la rémunération moyenne par tête a été très divergente entre les différents secteurs de l'économie (voir le graphique 27).

Les impacts les plus forts sont recensés dans les secteurs les plus directement touchés par la crise. Un recul marqué de la rémunération par tête a été observé pour le secteur de l'industrie au premier trimestre 2009. Cette baisse résulte surtout d'une forte réduction du temps de travail moyen par tête (entre autres par le biais du chômage partiel) suite aux répercussions de la crise. Pour la période allant d'avril à septembre, le coût salarial moyen reste en dessous de la valeur correspondante de l'année précédente, mais dans une moindre mesure qu'au cours du premier trimestre. La

construction a également été touchée, mais avec un rebond au deuxième trimestre. L'évolution des rémunérations moyennes a été moins erratique, mais également négative, du côté des «activités financières, immobilier, location et services aux entreprises». Cette branche a été affectée par une baisse des primes

et des gratifications. Le commerce est nettement moins touché, du moins jusqu'au troisième trimestre de 2009 inclus. Les rémunérations dans les « autres services » n'ont qu'extrêmement peu ralenti depuis l'automne 2008.

Sur un horizon plus long et dans une perspective internationale, l'évolution des coûts salariaux au Luxembourg semble nettement moins modérée. En effet, si l'évolution du coût salarial unitaire (CSU) réel semble indiquer que le coût du travail évolue favorablement au Luxembourg (du point de vue de la compétitivité), le Luxembourg se compare de manière clairement moins favorable du côté du CSU nominal.

En effet, le tableau 11 montre qu'entre 1998 et 2008, le CSU réel, qui met en relation les évolutions respectives de la rémunération des employés et de la valeur ajoutée nominale, a baissé de 1,1 % en moyenne par année au Luxembourg (colonne (1)). Ceci serait, du point de vue de la compétitivité, la meilleure évolution parmi les pays repris dans ce tableau et le Luxembourg se comparerait favorablement à la zone euro dans son ensemble.

Cependant, on s'aperçoit que l'évolution du coût salarial unitaire *nominal* donne une autre image. A cette aune, le Luxembourg se trouve relativement proche de pays comme la Grèce, l'Irlande, l'Espagne et le Portugal. Le CSU nominal montre la relation entre la rémunération des salariés, d'une part, et la valeur ajoutée réelle, d'autre part. Il permet donc de comparer l'évolution des salaires à celle de la productivité du travail. Il s'avère qu'au Luxembourg, la progression de la valeur ajoutée nominale ainsi que l'évolution favorable du CSU réel étaient, sur l'horizon observé, surtout dues à l'évolution du prix de la valeur ajoutée (colonne (6)), la productivité jouant un bien moindre rôle (colonne (4)).

Tableau 11  
Evolution moyenne annuelle du CSU et de ses composantes (1998 -2008)

	CSU réel	CSU nominal	Rémunération par tête	Productivité du travail	VA nominale/ emploi total	Déflateur de la VA
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Zone euro	-0,3	1,7	2,5	0,8	2,9	2,0
BE	-0,1	1,9	2,9	1,0	3,0	2,0
DE	-0,5	0,2	1,3	1,1	1,8	0,7
IRL	0,6	3,6	5,8	2,2	5,2	2,9
GR	-0,2	2,8	5,5	2,6	5,7	3,1
SP	-0,6	3,2	3,4	0,2	4,0	3,8
FR	-0,1	1,9	2,9	1,0	3,0	2,0
LU	-1,1	2,7	3,4	0,7	4,6	3,9
PT	0,0	2,8	3,9	1,1	4,0	2,9

Source : Eurostat

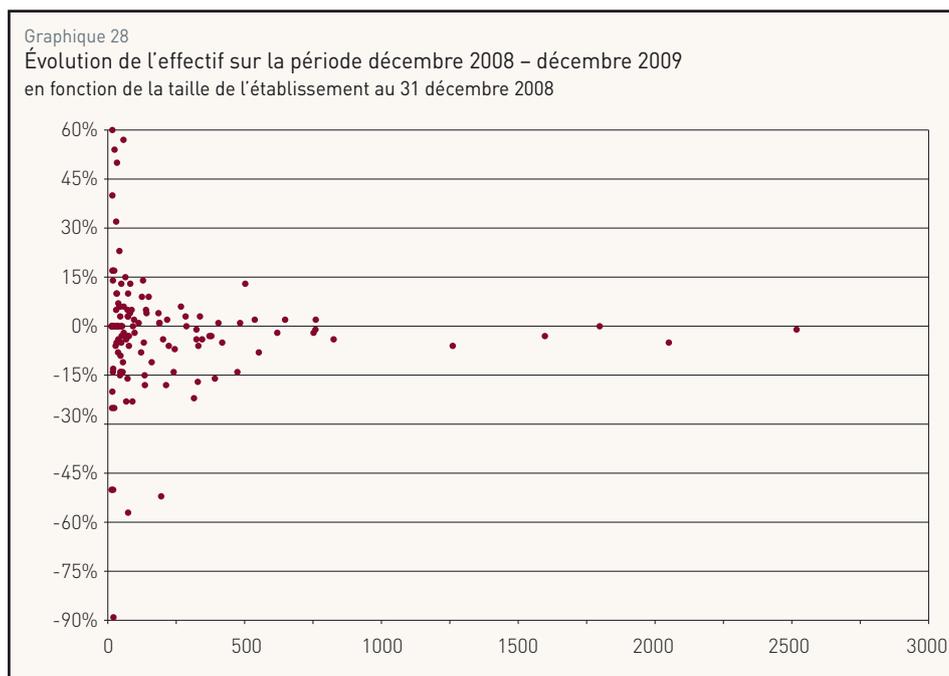
Ceci soulève des questions quant à la soutenabilité de l'évolution salariale au Luxembourg, puisqu'il serait risqué de supposer qu'à l'avenir, le déflateur de la valeur ajoutée – donc les prix de vente de la production domestique – se développeront au même rythme que par le passé. Pire encore : si à l'avenir la demande internationale pour la production domestique (services financiers aussi bien que biens manufacturés) baissait, donc si le volet compétitivité-prix gagnait en importance, les augmentations salariales du passé pourraient lourdement hypothéquer l'activité économique. Par conséquent, la modération salariale est requise, surtout dans un moment où se pose concrètement la question de savoir si le modèle économique luxembourgeois pourra être maintenu en l'état.

## 2.7 LE SECTEUR FINANCIER

### 2.7.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

A l'instar des trimestres précédents, le dernier trimestre de l'année 2009 se solde par une diminution de l'effectif dans les établissements de crédit. Au cours du dernier trimestre 2009, l'effectif des banques luxembourgeoises a en effet baissé de 74 unités, soit une baisse de 0,28 %, pour s'élever à 27 269 unités au 31 décembre 2009.

Ainsi, après des baisses de respectivement 0,70 %, 0,87 % et 1,06 % au cours des trois premiers trimestres de l'année 2009, cette baisse de 0,28 % marque une rupture de la tendance à l'accélération du rythme de destruction d'emplois observé au cours de l'année 2009. Il serait toutefois prématuré de conclure que ce ralentissement pourrait être interprété comme un revirement de tendance. En effet, bien qu'une grande partie des baisses d'effectifs liées aux plans sociaux programmés depuis le début de l'année 2009 soient intégrées dans ces chiffres, ce qui explique sans doute ce ralentissement dans le rythme de contraction, de nouveaux plans sociaux ne peuvent pas être exclus à l'heure actuelle.



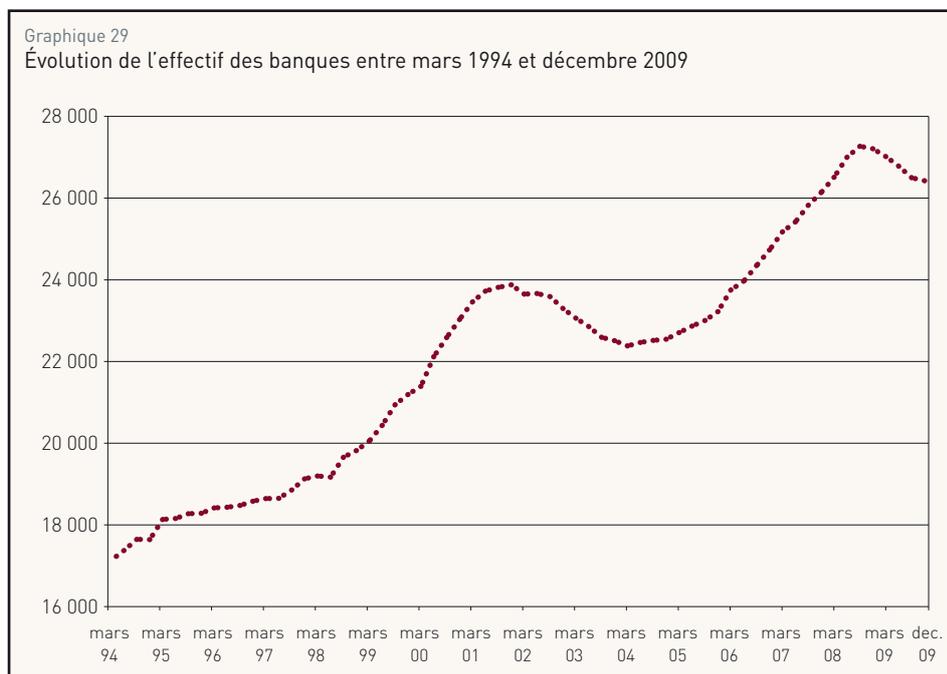
Source : BCL

Dans ce contexte, il convient de rappeler que l'effectif dans les banques luxembourgeoises avait connu son niveau le plus élevé au troisième trimestre de l'année 2008, avec 27 269 personnes employées. Depuis lors, l'effectif n'a cessé de reculer, pour atteindre 26 422 personnes au 31 décembre 2009, soit une baisse de 3,11 % ou 847 emplois, en cinq trimestres. Ainsi, sur la seule année 2009, 786 emplois ont été supprimés par le secteur bancaire.

Au cours de la période allant de mars 2002 à mars 2004, c'est-à-dire dans le sillage de la crise financière de 2001, 1 494 emplois avaient été supprimés en l'espace de neuf trimestres. Le rythme trimestriel de contraction de l'effectif était alors de -0,71 %. Seul le

deuxième trimestre 2002 avait fait ressortir une légère progression de l'effectif, avec une croissance de 0,07 %. A titre de comparaison, depuis décembre 2008, l'effectif des banques recule à un rythme trimestriel moyen de -0,64 %.

En outre, au cours de la période allant de décembre 2008 à décembre 2009, 62 banques ont vu leurs effectifs réduits de manière plus ou moins forte. A l'opposé, dans 50 banques, l'effectif a augmenté. Toutefois, comme le montre le graphique ci-dessus, il n'est pas possible de définir une tendance concernant l'évolution de l'effectif en fonction de la taille de la banque.

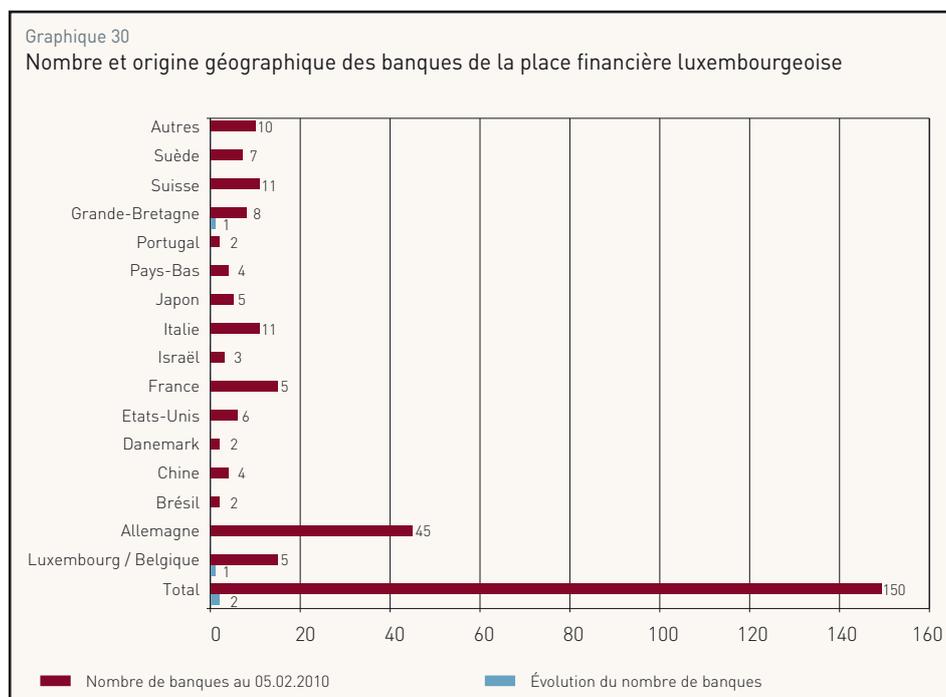


Source : BCL

### 2.7.2 L'évolution du nombre des établissements de crédit

Depuis le 31 octobre 2009, le nombre des établissements de crédit inscrits sur la liste officielle publiée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) a augmenté de 2 unités à la suite de la création de deux nouvelles entités de droit luxembourgeois. Ainsi, le nombre total des établissements de crédit est passé de 148 à 150 unités.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, on notera qu'avec 45 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, au 5 février 2010, on dénombrait 15 banques françaises, 15 banques luxembourgeoises et belges, 11 banques suisses et 11 banques italiennes.



Source : BCL

Tableau 12

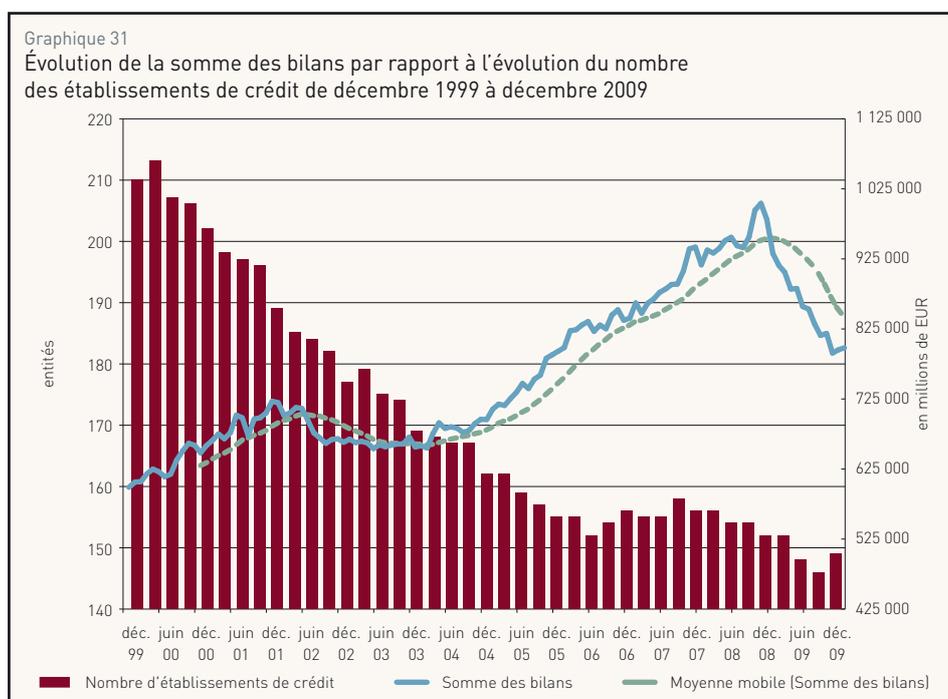
## L'évolution du nombre d'établissements de crédit au Luxembourg

Banque	Constitution	Retrait	Remarques
RBS Global Banking (Luxembourg) S.A.	04.12.2009		
Keytrade Bank Luxembourg S.A.	04.01.2010		

Source : BCL

## 2.7.3 La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

A l'instar des banques opérant dans la majorité des autres pays européens, les banques luxembourgeoises ont été affectées par les crises financière et économique qui se sont développées et propagées à la suite de l'éclatement de la crise américaine des crédits « *subprime* ». Ainsi, au cours des quatorze derniers mois, à savoir d'octobre 2008 à décembre 2009, la somme des bilans agrégés s'est contractée de 20,5%, soit 205 875 millions d'euros, pour atteindre 797 222 millions d'euros au 31 décembre 2009. Dans ce contexte, il convient de rappeler que le mois d'octobre 2008 a été caractérisé par un niveau historiquement élevé de la somme des bilans agrégés, avec quasiment 1 003 097 millions d'euros. Par la suite, entre fin octobre 2008 et fin octobre 2009, chaque mois a été marqué par une nouvelle baisse de la somme des bilans par rapport au mois précédent. Seuls les mois d'avril et de septembre 2009 ont dérogé à cette tendance. Les mois de novembre et décembre 2009, quant à eux, ont été caractérisés par un léger redressement de la somme des bilans, qui a atteint 797 222 millions d'euros fin 2009 après avoir touché un plancher de 789 728 millions d'euros au 31 octobre 2009. Ce développement positif au cours des deux derniers mois doit cependant être interprété avec prudence au vu de la faiblesse de son ampleur et de son caractère encore éphémère. Ainsi, il est bien trop tôt pour parler d'un revirement définitif de tendance.



Source : BCL

Le graphique ci-contre reprend l'évolution de la somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois : la réduction du volume d'activités au cours des années 2002 et 2003, la hausse du volume d'activités observée entre fin 2004 et le point haut d'octobre 2008 et, finalement, la baisse observée entre ce point haut et la fin du mois de décembre 2009.

### La structure et les composantes des bilans agrégés

A l'actif, on remarquera surtout la chute de 20,6% (96 911 millions d'euros) des créances interbancaires au cours des douze derniers mois, dont les baisses les plus importantes sont survenues au cours du dernier trimestre de l'année 2008 et du premier trimestre de l'année 2009, avec respectivement 37 839 et 45 626 millions d'euros. Les deuxième et troisième trimestres de 2009 se sont caractérisés par des baisses de l'ordre de 24 000 millions d'euros, alors que le dernier trimestre de l'année 2009 affichait une légère baisse de 3 189 millions d'euros. Dans ce contexte, on notera encore que les mois de novembre et décembre 2009 ont affiché des hausses de respectivement 7 670 et 14 713 millions d'euros, soit une tendance en ligne avec l'évolution de la somme des bilans.

Les créances sur la clientèle ont, quant à elles, diminué de 17 148 millions d'euros (-8,4%) sur base annuelle, pour s'élever à 188 075 millions d'euros au 31 décembre 2009. Contrairement aux créances sur les établissements de crédit, dont le développement reflète celui de la somme des bilans, les créances sur la clientèle se distinguent par une évolution mensuelle assez contrastée au cours de l'année 2009. Ainsi, en dépit de certaines augmentations mensuelles en cours d'année 2009, la fin de l'année a été caractérisée par l'accélération de la baisse des encours de créances, qui s'est chiffrée à 16 086 millions d'euros au cours des seuls cinq derniers mois de l'année 2009.

Tableau 13

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

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2008/12	2009/09	2009/12	2008/12 – 2009/12		2009/09 – 2009/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	471 281	377 499	374 370	-96 911	-20,6	-3 129	-0,8	47,0
Créances sur la clientèle	205 222	197 297	188 075	-17 148	-8,4	-9 222	-4,7	23,6
Portefeuille-titres	221 593	221 609	214 386	-7 206	-3,3	-7 222	-3,3	26,9
Autres actifs	33 466	21 339	20 391	-13 075	-39,1	-949	-4,4	2,6
Total de l'actif	931 562	817 744	797 222	-134 340	-14,4	-20 522	-2,5	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Dans le sillage du recul important des valeurs boursières, la valeur du portefeuille de titres des banques luxembourgeoises a baissé de 7 206 millions d'euros (-3,3%) entre décembre 2008 et décembre 2009, pour atteindre un encours de 214 386 millions d'euros au 31 décembre. Cette baisse relativement modérée s'explique essentiellement par deux facteurs majeurs. D'une part, elle est due à la composition du portefeuille-titres, investi à 91,0% (195 081 millions d'euros) en valeurs mobilières à revenu fixe, dont la volatilité est assez faible et à 9,0% (21 486 millions d'euros) en valeurs mobilières à revenu variable (parts d'OPC, actions et participations). D'autre part, à partir du printemps 2009, la plupart des marchés boursiers se sont développés favorablement, si bien que la valorisation des titres détenus par les établissements de crédit a également augmenté.

Les autres actifs, quant à eux, se sont contractés de 13 075 millions d'euros (-39,1%) sur un an, avec une baisse 949 millions d'euros (-4,4%) entre septembre et décembre 2009. Cette volatilité est en partie due à la mise en place des normes comptables IFRS, introduites au début de l'année 2008. Les encours inscrits sous la catégorie des autres actifs comprennent les produits dérivés qui, jusqu'à la fin 2007, étaient encore renseignés au hors-bilan. Quoi qu'il en soit, le poids relatif des autres actifs reste relativement modeste, avec 2,6% des bilans agrégés des banques luxembourgeoises fin octobre 2009.

Tableau 14

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

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2008/12	2009/09	2009/12	2008/12 – 2009/12		2009/09 – 2009/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	479 178	389 661	370 567	-108 611	-22,7	-19 094	-4,9	46,5
Dettes envers la clientèle	286 692	269 008	266 503	-20 189	-7,0	-2 505	-0,9	33,4
Dettes représentées par un titre	80 062	78 636	81 923	1 861	2,3	3 287	4,2	10,3
Autres passifs	85 630	80 438	78 229	-7 401	-8,6	-2 210	-2,7	9,8
Total du passif	931 562	817 744	797 222	-134 340	-14,4	-20 522	-2,5	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé s'appliquent également au passif du bilan. Sur base annuelle, les encours interbancaires ont diminué de 108 611 millions d'euros pour s'élever à 370 567 millions d'euros au 31 décembre 2009, soit une baisse de 22,7%. A l'instar de l'actif interbancaire, le passif interbancaire a légèrement augmenté en fin d'année 2009. Ainsi, en novembre et décembre 2009, les encours interbancaires ont augmenté de respectivement 3 636 et 2 381 millions d'euros. Le recul observé au cours de l'année 2009 s'explique en partie par le fait que ces positions interbancaires sont aussi le reflet des opérations d'apport de liquidités par les banques centrales en vue de garantir le fonctionnement des marchés, qui ont fortement diminué en 2009. En dépit de cette baisse, les dépôts interbancaires représentaient toujours près de la moitié des passifs des banques (46,5%) à la fin de 2009.

Les dettes envers la clientèle non bancaire ont diminué de 20 189 millions d'euros (-7,0%) sur un an, pour atteindre 266 503 millions d'euros fin décembre 2009. Les dettes envers la clientèle non bancaire ont également connu des fortunes contrastées au cours des quinze derniers mois. En effet, après une baisse importante au cours du dernier trimestre de l'année 2008, avec un montant total de 33 092 millions d'euros, le rythme trimestriel de baisse enregistrée sous cette position s'est nettement réduit au cours de l'année 2009, pour se limiter à 2 505 millions d'euros au cours du dernier trimestre de l'année 2009. Dans ce contexte, il convient encore de préciser que le second trimestre de l'année 2009 s'est distingué par une hausse des dépôts de la clientèle non bancaire pour un montant total net de 2 731 millions d'euros et que la baisse des dépôts s'explique en majeure partie par la baisse des dépôts des intermédiaires financiers luxembourgeois. Finalement, on notera encore que le refinancement des banques reste fortement axé sur les dettes envers la clientèle non bancaire, qui représentaient un poids relatif de 33,4% de la somme des bilans au 31 décembre 2009.

Le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre était à la fin de 2009 en hausse de 2,3% (1 861 millions d'euros) sur un an, mais il reste volatil. Bien que le dernier trimestre de l'année 2009 se soit soldé par une augmentation de 4,2% (3 287 millions d'euros), l'interprétation de cette évolution est à faire avec prudence. A l'instar de l'actif du bilan, les positions en titres font en effet l'objet de fluctuations dues à la valorisation des titres. Avec un encours total de 81 923 millions d'euros au 31 décembre 2009, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste assez limité.

Au 31 décembre 2009, 78 229 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Comme les autres actifs, les autres passifs sont influencés par les nouvelles normes IAS/IFRS appliquées dès janvier 2008. Il en découle un recul de 7 410 millions d'euros (-8,6%) entre décembre 2008 et décembre 2009.

Les crédits à la clientèle non bancaire

## Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non bancaire résidente se sont élevés à 62 936 millions d'euros au 31 décembre 2009, contre 64 722 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une diminution de 2,8% [-1 786 millions d'euros] sur un an. Au cours du dernier trimestre de l'année 2009, ces crédits ont baissé de 8,5%, soit 5 871 millions d'euros, principalement en raison de la forte baisse de la demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers. En effet, dans la mesure où la part relative des crédits aux intermédiaires financiers représente 42,4% de l'ensemble des crédits accordés aux résidents, leur évolution influence fortement celle de ces derniers crédits.

Tableau 15

Crédits à la clientèle non bancaire (encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2008/12	2009/09	2009/12	2008/12 - 2009/12		2009/09 - 2009/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
<b>Luxembourg</b>	<b>64 722</b>	<b>68 807</b>	<b>62 936</b>	<b>-1 786</b>	<b>-2,8</b>	<b>-5 871</b>	<b>-8,5</b>	<b>100,0</b>
Administrations publiques	2 406	2 508	2 457	50	2,1	-51	-2,0	3,9
Autres intermédiaires financiers	27 950	32 656	26 676	-1 274	-4,6	-5 979	-18,3	42,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	247	159	180	-68	-27,3	21	13,1	0,3
Sociétés non financières	16 427	14 782	14 492	-1 934	-11,8	-290	-2,0	23,0
Ménages & ISBLM	17 691	18 702	19 131	1 440	8,1	428	2,3	30,4
Crédits à la consommation	1 196	1 292	1 158	-38	-3,2	-134	-10,4	6,1
Crédits immobiliers	14 901	15 593	15 842	941	6,3	249	1,6	82,8
Autres crédits	1 594	1 818	2 131	537	33,7	313	17,2	11,1
<b>Autres pays de la zone euro</b>	<b>85 002</b>	<b>79 312</b>	<b>77 691</b>	<b>-7 311</b>	<b>-8,6</b>	<b>-1 622</b>	<b>-2,0</b>	<b>100,0</b>
Administrations publiques	2 618	2 271	2 339	-279	-10,7	67	3,0	3,0
Autres intermédiaires financiers	19 917	17 295	17 493	-2 424	-12,2	198	1,1	22,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	2 533	2 119	2 120	-414	-16,3	0	0,0	2,7
Sociétés non financières	49 268	46 661	44 716	-4 552	-9,2	-1 945	-4,2	57,6
Ménages & ISBLM	10 665	10 965	11 023	358	3,4	58	0,5	14,2
Crédits à la consommation	327	361	359	32	9,8	-2	-0,5	3,3
Crédits immobiliers	1 040	1 186	1 235	196	18,8	49	4,2	11,2
Autres crédits	9 298	9 418	9 428	130	1,4	10	0,1	85,5
<b>Reste du monde</b>	<b>55 499</b>	<b>49 178</b>	<b>47 523</b>	<b>-7 976</b>	<b>-14,4</b>	<b>-1 655</b>	<b>-3,4</b>	<b>100,0</b>
Administrations publiques	5 798	4 823	4 942	-857	-14,8	119	2,5	10,4
Autres intermédiaires financiers	17 413	18 369	17 114	-299	-1,7	-1 255	-6,8	36,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	650	61	42	-608	-93,6	-19	-31,7	0,1
Sociétés non financières	26 652	19 807	20 617	-6 035	-22,6	809	4,1	43,4
Ménages & ISBLM	4 986	6 117	4 809	-177	-3,6	-1 309	-21,4	10,1

Source : BCL

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

Dans ce contexte, on notera que l'évolution des crédits accordés aux autres intermédiaires financiers est essentiellement déterminée par les organismes de placement collectif, qui constituent la population la plus importante des intermédiaires financiers au Luxembourg. L'évolution de la demande et de l'utilisation des crédits bancaires de la part des OPC au cours des quinze derniers mois a été fortement affectée par les développements sur les marchés financiers, qui ont influencé les comportements des investisseurs. Ainsi, face à l'approfondissement de la crise sur les marchés, la confiance des investisseurs a été ébranlée, poussant ces derniers à demander le remboursement de leurs parts d'OPC pour diverses raisons telles que la réduction du niveau de risque de leurs investissements, le financement de leurs besoins de



consommation et, dans certains cas, afin de rapatrier des placements dans leurs pays d'origine. Pour faire face à ces demandes de rachat de parts au moment de l'éclatement de la crise, soit à un moment peu propice à la liquidation, ne fût-ce que partielle, de leurs portefeuilles de titres, les OPC ont eu recours à des crédits bancaires. Ces derniers leur ont permis de rembourser les parts à la demande des investisseurs, sans pour autant devoir vendre les titres détenus à un moment où les valeurs boursières de ces derniers étaient en recul prononcé. Ainsi, à la fin du troisième trimestre de l'année 2008, les crédits accordés aux intermédiaires financiers avaient atteint un sommet historique, avec 40 054 millions d'euros. Par la suite, ces crédits affichent un mouvement contrasté mais avec une très nette tendance à la baisse, pour finalement s'élever à 26 676 millions d'euros au 31 décembre 2009.

Contrairement aux intermédiaires financiers, les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeuraient peu importants et extrêmement volatils, avec un encours de 180 millions d'euros au 31 décembre 2009. Ce constat n'est guère surprenant si l'on considère les dispositions légales qui encadrent l'activité de l'assurance et des fonds de pension. Ainsi, ces deux types d'entités ne sont, en principe, pas confrontés à des besoins de liquidités non prévus. Pour les fonds de pension, ce fait découle du principe même de cette activité alors que les sociétés d'assurance sont tenues de maintenir des provisions techniques pour faire face à leurs obligations.

Le recours au financement par le biais du crédit bancaire de la part des administrations publiques est resté assez stable au cours de l'année 2009 et s'est traduit par un encours de crédit de 2 457 millions d'euros au 31 décembre 2009. La relative stabilité du volume des crédits aux administrations publiques luxembourgeoises en 2009 ne devrait toutefois pas dissimuler le fait que ce volume a fortement augmenté au cours du dernier trimestre de l'année 2008. En effet, face à un volume total de 1 775 millions d'euros au 30 septembre 2008, on trouve un encours total de 2 406 millions d'euros au 31 décembre 2008. De plus, il importe de noter qu'au cours de l'année 2009, l'administration publique centrale a émis un emprunt de quelque 2 000 millions d'euros. Ces développements, qui confirment la dégradation des finances publiques au cours des quinze derniers mois, se poursuivront sans doute au cours des mois à venir<sup>12</sup>.

Le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a baissé de 11,8% (1 934 millions d'euros) sur base annuelle, portant leur encours à 14 492 millions d'euros à fin décembre 2009, ce qui porte leur poids relatif dans l'ensemble des crédits aux résidents à 23,0%. Le volume des crédits accordés aux sociétés non financières reflète le ralentissement économique observé au cours de l'année 2009, puisque les quatre trimestres de l'année se soldent chacun par une réduction du volume des crédits accordés aux sociétés non financières. On notera toutefois que la baisse trimestrielle en volume, qui avait atteint son apogée au cours du troisième trimestre avec un recul de 778 millions d'euros, est revenue à 290 millions d'euros au cours du dernier trimestre de l'année 2009. Ce développement trouve son origine dans deux facteurs essentiels. D'une part, la demande réduite de crédits au cours de la période de ralentissement économique et d'autre part, un léger resserrement des conditions d'octroi de crédit aux sociétés non financières, qui s'est déjà annoncé dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire.

Avec un encours total de 19 131 millions d'euros au 31 décembre 2009, les crédits aux ménages représentaient 30,4% de l'ensemble des crédits au secteur non bancaire résident. Ces derniers ont affiché une progression de 8,1%, soit 1 440 millions d'euros) entre décembre 2008 et décembre 2009. Les crédits aux ménages résidents continuent d'être principalement orientés vers les besoins de financement de projets immobiliers. En effet, en décembre 2009, 82,8% des crédits accordés aux ménages résidents étaient destinés à cette fin. Le volume de crédits immobiliers est resté élevé en raison notamment de l'étalement sur une longue période des tranches de financement des constructions neuves. Ainsi, l'encours total des crédits immobiliers accordés aux ménages résidents a atteint 15 842 millions d'euros à la fin du mois de décembre 2009. Dans ce contexte, on note qu'au cours des neuf premiers mois de l'année en cours les

12 Cf. également la partie de ce bulletin dédiée à l'analyse des finances publiques

autorisations de bâtir accordées au secteur résidentiel sont en baisse de 10,7% par rapport à l'année passée, en raison notamment d'une baisse de la demande pour des maisons individuelles au profit des appartements. Ces circonstances expliquent que les crédits immobiliers ne connaissent plus le rythme de croissance observé dans le passé. Le taux de croissance des crédits immobiliers accordés aux ménages résidents s'est en effet réduit entre 2008 et 2009. Ainsi, au cours de l'année 2009 le taux de croissance est de 6,3%, soit un niveau inférieur à celui observé en 2008, soit 7,6%.

#### Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

L'encours de crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro s'est élevé à 77 691 millions d'euros au 31 décembre 2009, contre 85 002 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une diminution de 8,6%.

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, la clientèle non bancaire en provenance des autres pays membres de la zone euro se caractérise par le poids important que revêtent les sociétés non financières. Ainsi, leur part relative s'élevait à 57,6% au 31 décembre avec un encours de 44 716 millions d'euros. Le ralentissement économique observé au cours de l'année 2009 s'est également répercuté sur le volume des crédits accordés aux sociétés non financières résidant dans d'autres pays de la zone euro. Ainsi, ces derniers font état d'une baisse de 9,2%, soit 4 552 millions d'euros. Dans ce contexte, on peut encore relever que le troisième trimestre de l'année 2009 s'est caractérisé par la baisse la plus importante, avec un volume total de 5 063 millions d'euros.

L'année 2009 a également été marquée par une baisse de 12,2% (-2 424 millions d'euros) de l'encours des crédits aux autres intermédiaires financiers. Pour cette catégorie de contreparties, la baisse la plus marquée au cours de l'année 2009 a été observée au cours du deuxième trimestre, alors que le dernier trimestre de l'année se solde par un accroissement de l'encours à hauteur de 198 millions d'euros.

Les crédits accordés aux ménages des autres pays membres de la zone euro ont augmenté de 358 millions d'euros, soit 3,4%, au cours de l'année 2009. A l'exception du dernier trimestre 2008 et du premier trimestre 2009, le volume des crédits accordés à ces contreparties n'a cessé d'augmenter au cours des quinze derniers mois. L'encours total des autres crédits, qui sont essentiellement utilisés dans le cadre du financement de transactions sur valeurs mobilières, représente 85,5% des crédits accordés aux ménages d'autres pays de la zone euro et s'est accru de 130 millions d'euros, soit 1,4%, au cours de l'année 2009. Dans ce même contexte, on remarquera encore que le volume des crédits immobiliers accordés aux ménages d'autres pays de la zone euro, s'est accru de 18,8%, soit 1 235 millions d'euros, au cours de l'année 2009. Cette évolution souligne la volonté accrue des banques luxembourgeoises d'intervenir dans le financement de biens immobiliers dans la «Grande Région». Toutefois, en dépit de la progression continue du volume de ces crédits immobiliers, force est également de constater que la part relative des crédits immobiliers demeure relativement modeste, avec 11,2% du volume total des crédits accordés aux ménages d'autres pays de la zone euro.

#### Les crédits aux résidents du reste du monde

Les crédits accordés aux résidents du reste du monde sont dominés par les intermédiaires financiers et les sociétés non financières. Ces deux catégories de contreparties représentent 79,4% du volume total des crédits accordés aux résidents du reste du monde. Alors que le volume des crédits accordés aux intermédiaires financiers demeure stable au cours de l'année 2009, celui des crédits accordés aux sociétés non financières a diminué de 6 035 millions d'euros, soit 22,6%. Au 31 décembre 2009, l'encours des crédits accordés aux intermédiaires financiers s'élève à 17 114 millions d'euros (soit une baisse de 1,7% par rapport à la même date de l'année précédente) alors que celui des crédits accordés aux sociétés non financières s'élève à 20 617 millions d'euros.

## Les dépôts de la clientèle non bancaire

### Les dépôts des résidents

A la fin du mois de décembre 2009, l'encours de dépôts de la clientèle non bancaire luxembourgeoise s'élevait à 145 469 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 12,5 %, ou 20 688 millions d'euros, par rapport au 31 décembre 2008.

Tableau 16  
Dépôts de la clientèle non bancaire (encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2008/12	2009/09	2009/12	2008/12 – 2009/12		2009/09 – 2009/12		2009/12
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
<b>Luxembourg</b>	<b>166 157</b>	<b>150 787</b>	<b>145 469</b>	<b>-20 688</b>	<b>-12,5</b>	<b>-5 318</b>	<b>-3,5</b>	<b>100,0</b>
Administrations publiques	5 354	3 875	3 344	-2 010	-37,5	-531	-13,7	2,3
Autres intermédiaires financiers	118 422	104 389	96 700	-21 722	-18,3	-7 689	-7,4	66,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 006	5 086	5 684	678	13,5	598	11,8	3,9
Sociétés non financières	14 380	14 722	16 976	2 596	18,1	2 253	15,3	11,7
Ménages & ISBLM	22 995	22 715	22 765	-230	-1,0	50	0,2	15,6
<b>Autres pays de la zone euro</b>	<b>67 254</b>	<b>66 841</b>	<b>73 337</b>	<b>6 082</b>	<b>9,0</b>	<b>6 496</b>	<b>9,7</b>	<b>100,0</b>
Administrations publiques	874	151	206	-668	-76,4	55	36,5	0,3
Autres intermédiaires financiers	16 283	18 085	17 416	1 133	7,0	-669	-3,7	23,7
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 348	5 846	6 692	2 343	53,9	846	14,5	9,1
Sociétés non financières	21 080	20 194	27 727	6 648	31,5	7 533	37,3	37,8
Ménages & ISBLM	24 669	22 565	21 296	-3 373	-13,7	-1 269	-5,6	29,0
<b>Reste du monde</b>	<b>56 140</b>	<b>51 380</b>	<b>47 813</b>	<b>-8 327</b>	<b>-14,8</b>	<b>-3 567</b>	<b>-6,9</b>	<b>100,0</b>
Administrations publiques	3 420	3 294	2 450	-970	-28,4	-845	-25,6	5,1
Autres intermédiaires financiers	25 995	24 357	24 373	-1 622	-6,2	17	0,1	51,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 151	753	766	-385	-33,4	13	1,8	1,6
Sociétés non financières	9 473	8 562	7 725	-1 748	-18,5	-837	-9,8	16,2
Ménages & ISBLM	16 101	14 414	12 499	-3 602	-22,4	-1 915	-13,3	26,1

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

La majeure partie des dépôts de la clientèle non bancaire résidente proviennent des intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings). Leur encours total était de 96 700 millions d'euros au 31 décembre 2009, contre 118 422 millions d'euros en décembre 2008 (-18,3%). Ainsi, ces dépôts représentent 66,5 % de l'ensemble des dettes envers la clientèle résidente. Sous l'impulsion des OPC monétaires, qui ont fortement augmenté le recours aux dépôts bancaires lors de l'éclatement de la crise au cours du troisième trimestre de l'année 2008, les dépôts bancaires des intermédiaires financiers ont atteint un sommet historique au 30 septembre 2008 avec un volume total de 127 747 millions d'euros. Par la suite, la reprise des marchés financiers au cours du printemps de l'année 2009 a poussé les intermédiaires financiers à se détourner des produits d'épargne classiques, tels que des dépôts bancaires, pour investir à nouveau dans des actifs financiers qui promettent un rendement plus important.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupaient 15,6% du total des dépôts effectués par les résidents en décembre 2009, soit un volume total de 22 765 millions d'euros. Alors que les dépôts effectués par les ménages ont baissé de 1,0%, soit 230 millions d'euros, au cours de l'année 2009, ils affichent une légère hausse de 50 millions d'euros au cours du dernier trimestre. La stabilisation des dépôts des ménages autour de 23 000 millions d'euros au cours des deux dernières années, après plusieurs années de croissance soutenue, peut en partie s'expliquer par l'introduction d'une retenue à la source sur les revenus

d'intérêts. En effet, dans la mesure où cette dernière ne pèse pas sur les revenus des OPC, l'investissement en parts d'OPC peut s'avérer plus attractif que les dépôts d'épargne classiques.

Les dépôts des sociétés non financières ont augmenté de 18,1% (2 596 millions d'euros) au cours des douze derniers mois écoulés, ce qui porte leur encours à 16 976 millions d'euros au 31 décembre 2009.

Les dépôts des administrations publiques, quant à eux, ont également diminué de 37,5% sur un an (-2 010 millions d'euros), portant ainsi leurs encours auprès des banques de la place financière à 3 344 millions d'euros au 31 décembre 2009. Ces développements ne sont guère surprenants au vu du développement de la situation financière des administrations publiques, dont les dépenses ont excédé les recettes au cours de l'année 2009.

#### Les dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro

Les dépôts émanant des résidents des autres pays membres de la zone euro ont augmenté de 9,0%, soit 6 082 millions d'euros entre fin décembre 2008 et fin décembre 2009, portant leur encours à 73 337 millions d'euros, soit 27,5% du total des dépôts de la clientèle non bancaire.

La part relative la plus importante des dépôts de la clientèle non bancaire de la zone euro provient des sociétés non financières, dont le volume total des dépôts s'élève à 27 727 millions d'euros, soit 37,8% du volume total de ces dépôts. Au cours de l'année 2009, l'encours des dépôts bancaires des sociétés non financières s'est accru de 31,5%, soit 6 648 millions d'euros.

Les ménages des autres pays membres de la zone euro, quant à eux, ont réduit leurs dépôts de 3 373 millions d'euros au cours de l'année 2009, soit une baisse de 13,7%. Leurs dépôts s'élevaient à 21 296 millions d'euros au 31 décembre 2009. Ce recul sur base annuelle peut être, au moins en partie, mis en relation avec la crise financière, qui a suscité une certaine inquiétude auprès des ménages, incitant ces derniers à récupérer une partie de leur épargne. Toutefois, il est également imputable à la retenue à la source sur les revenus d'intérêts instaurée par la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, qui pèse sur les revenus d'intérêts que les ménages perçoivent sur leurs dépôts.

L'encours des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers a progressé de 7,0% au cours de l'année 2009 pour s'élever à 17 416 millions d'euros au 31 décembre 2009.

Les administrations publiques, quant à elles, ont fortement réduit leurs dépôts auprès des banques luxembourgeoises. Le financement de projets d'investissement et la mise en place de plans de relance ont pu inciter les administrations publiques à mobiliser à cette fin une grande partie de leurs réserves financières. Ainsi, ces dernières ont réduit le volume de leurs dépôts de 76,4% au cours des douze derniers mois, avec une forte concentration sur le premier et le troisième trimestre de l'année 2009. Le poids relatif des dépôts des administrations publiques (0,3%) de ces derniers reste marginal.

#### Les dépôts des résidents du reste du monde

Les résidents du reste du monde ont vu leurs encours de dépôts se contracter de 10,3% (5 468 millions d'euros) entre décembre 2008 et décembre 2009, pour s'élever à 47 813 millions d'euros en fin de période.

Les trois positions les plus importantes de cette catégorie sont les dépôts des autres intermédiaires financiers, avec un poids de 51,0% au 31 décembre 2009, les ménages (26,1%) et les sociétés non financières (16,2%). Il importe toutefois de noter que les dépôts de ces acteurs sont plutôt volatils. La réduction la plus remarquable de l'encours de dépôts (-16,3%, soit 2 427 millions d'euros) au cours de l'année écoulée peut être observée pour les ménages. A l'instar des ménages d'autres pays de la zone

euro, ceux de pays tiers ont également procédé à des retraits de leurs dépôts bancaires à la suite de l'inquiétude provoquée par la crise financière.

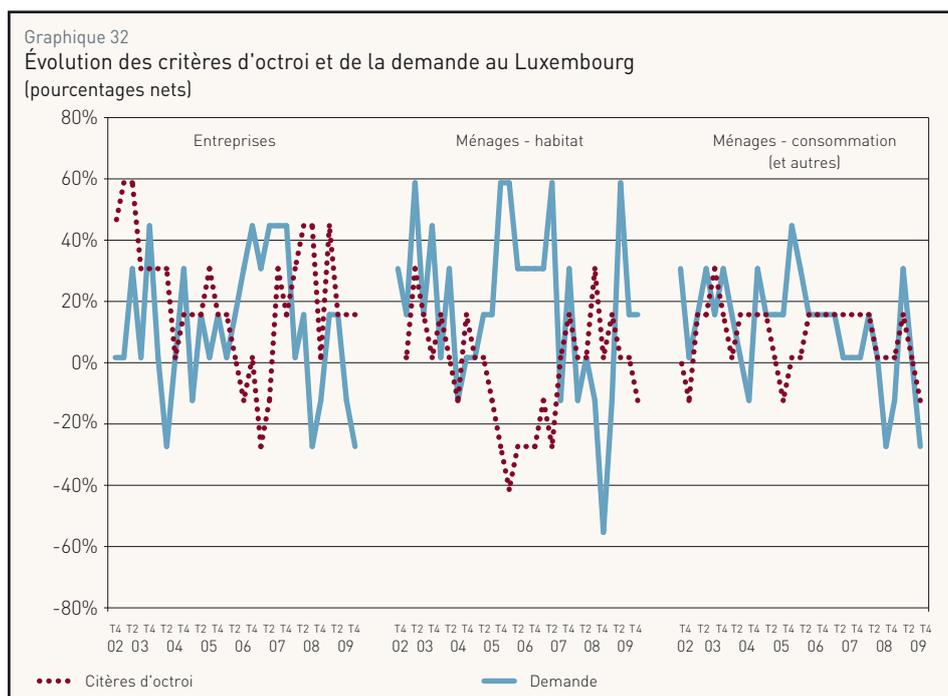
La réduction du volume des dépôts par les intermédiaires financiers de 529 millions d'euros au cours de l'année 2009 (-2,1%) peut en partie être attribuée à la reprise des marchés financiers et boursiers qui a incité les acteurs à investir dans des actifs plus rémunérateurs que les dépôts bancaires.

À l'instar des administrations publiques des pays membres de la zone euro, les administrations publiques des pays non membres de la zone euro ont procédé à des retraits nets de dépôts au cours du troisième trimestre de l'année en cours. Ainsi, le volume de leurs dépôts, qui s'élève à 2 450 millions d'euros fin décembre 2009, a baissé de 26,8% sur base annuelle. Ces retraits s'expliquent probablement par la mobilisation des ressources en vue du financement des plans de relance des économies respectives.

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

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

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



Les données les plus récentes datent du quatrième trimestre 2009. Les résultats luxembourgeois relatifs au secteur des ménages demeurent légèrement plus favorables que ceux de la zone euro dans son ensemble, notamment en ce qui concerne l'évolution des critères d'attribution des crédits accordés aux ménages. Les résultats relatifs au secteur des entreprises sont un peu plus en ligne dans les deux échantillons. Depuis le troisième trimestre 2007, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également un nombre de questions supplémentaires. À noter que les questions supplémentaires incluses dans la dernière enquête ont été ajustées.

Source : BCL

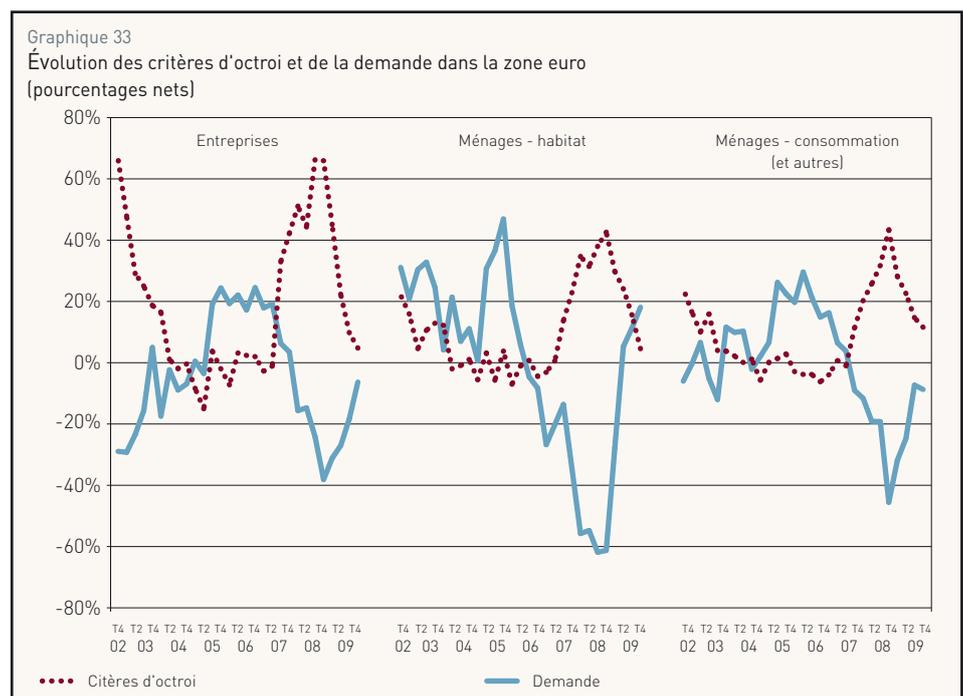
Pour les résultats dérivés des questions régulières de l'enquête, les graphiques représentent l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clés.

**Entreprises :** La politique de crédit des banques a continué dans son orientation plus restrictive au quatrième trimestre 2009. Néanmoins, les pourcentages nets sont très faibles au Luxembourg (+14 %, soit l'équivalent d'une seule banque) ; les critères appliqués aux crédits accordés aux PME sont toutefois restés inchangés. Les pourcentages nets enregistrés au niveau de la zone euro ont considérablement fléchi par rapport aux trimestres précédents et ne s'inscrivent désormais que légèrement au-dessus de zéro. Les banques au Luxembourg et dans la zone euro signalent toujours des perceptions de risques découlant notamment des perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises. L'impact durcissant des perceptions de risques sur les critères d'attribution a toutefois nettement diminué au cours des derniers trimestres. Certains éléments, comme la position de liquidité et la concurrence des autres banques, ont d'ailleurs légèrement contribué à un assouplissement des critères. Au Luxembourg, le durcissement des critères d'octroi s'est principalement traduit sur les marges perçues par les banques, ainsi que sur les montants accordés. Dans la zone euro dans son ensemble, les banques ont surtout signalé une hausse des marges sur les prêts plus risqués, les demandes de garanties et les clauses dans les contrats.

L'orientation globale de la demande nette des entreprises enregistrée au Luxembourg fut négative au quatrième trimestre 2009. Dans la zone euro dans son ensemble, la demande nette demeura également négative mais les pourcentages nets suivent toujours une trajectoire haussière, entamée il y a quatre trimestres. Un moindre besoin de financement pour les investissements en capital fixe et pour les fusions, acquisitions et restructurations est largement à l'origine du repli de la demande au Luxembourg et dans la zone euro.

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

En effet, les critères d'octroi se sont assouplis au Luxembourg au quatrième trimestre, alors qu'ils ont été légèrement durcis par les banques de l'échantillon agrégé. Les banques de la zone euro ont signalé que leurs perceptions de risques liés notamment aux prévisions concernant l'activité économique générale est l'élément explicatif sous-jacent le plus important. Au Luxembourg, l'assouplissement net qui a été enregistré au dernier trimestre serait attribuable à la concurrence bancaire ; l'assouplissement des critères d'octroi s'est traduit sur les marges perçues sur les montants moyens des prêts.



Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont plus en ligne avec ceux de la zone euro. Effectivement, la demande nette fut positive dans les deux échantillons. La hausse de la demande enregistrée au niveau de la zone euro est la plus importante depuis début 2006.

**Ménages (consommation et autres):** Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont assouplis au dernier trimestre. Pour ce qui est de l'échantillon de la zone euro, les banques ont continué à durcir leurs critères d'attribution, bien que dans une moindre mesure qu'au troisième trimestre.

Le durcissement des critères d'attribution au niveau de la zone euro découle des perceptions de risques des banques et s'est notamment traduit sur les marges perçues sur les prêts plus risqués.

La demande nette pour les crédits à la consommation (et autres crédits) s'est repliée au Luxembourg et au niveau de la zone euro dans son ensemble.

**Questions supplémentaires concernant l'accès au financement et l'évolution anticipée des critères d'octroi sur douze mois:** Outre les questions régulières, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro comprend, depuis l'émergence des turbulences du marché, certaines questions supplémentaires. Ces questions ont toutefois été ajustées récemment.

Une des questions supplémentaires de la dernière enquête a trait aux anticipations des banques relatives à l'évolution des critères d'octroi sur douze mois. Les critères d'attribution appliqués par les banques luxembourgeoises devraient rester largement inchangés en 2010. Les banques de la zone euro s'attendent à ce que les critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux grandes entreprises se durcissent légèrement en 2010.

Quant à l'accès au financement des banques, la majorité des banques au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble ont signalé que les conditions d'accès au financement de marché sont demeurées inchangées.

Encadré 1

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

Depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, plusieurs analyses ou encadrés sur l'évolution des crédits au Luxembourg ont été publiés. Cet encadré présente une mise à jour du dernier encadré publié dans cette série, paru en décembre dans le Bulletin BCL 2009/03.

Les données exploitées ci-dessous ainsi que dans le cadre des publications antérieures proviennent de la collecte *BSI*, de la collecte *MIR* et de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*BLS*). Les résultats *BLS* les plus récents couvrent le quatrième trimestre 2009. Pour ce qui est des collectes *BSI* et *MIR*, les dernières données disponibles datent de janvier 2010.

*Remarque: Pour l'interprétation des différentes séries représentées dans les graphiques, il est impératif de tenir compte des échelles. Les flux (variations de stocks) de janvier 2007 et les taux de croissance annuels des encours de crédit pour l'année 2007 ont été ajustés pour corriger un effet statistique. Tant les variations de stocks que les taux de croissance annuels sont des moyennes mobiles sur trois mois; cette représentation réduit la volatilité qui découle des fluctuations mensuelles. Les séries ne sont pas ajustées pour les effets saisonniers.*

## LES CRÉDITS AUX MÉNAGES

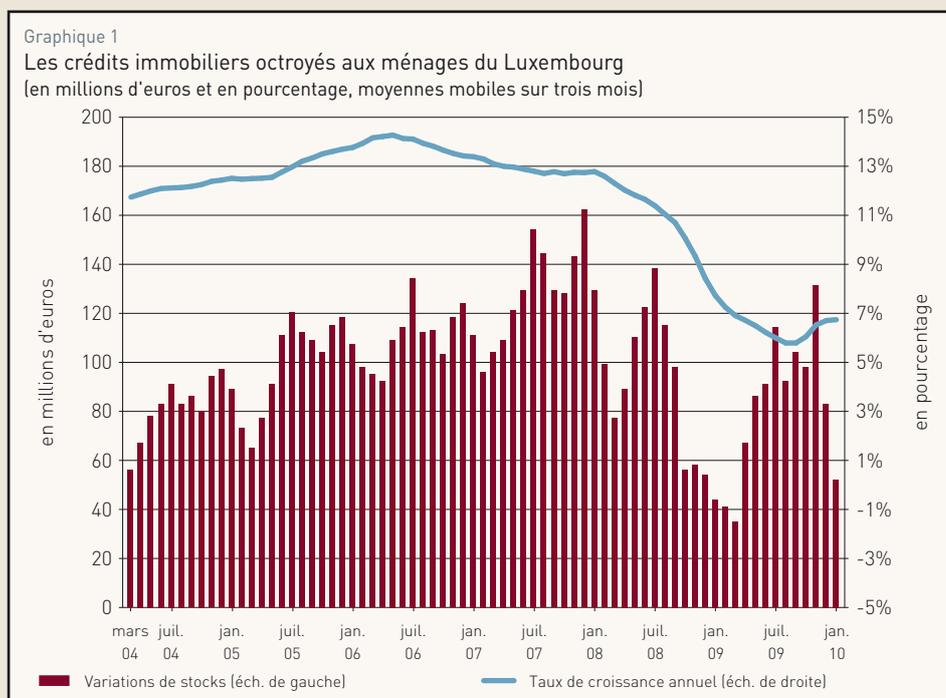
Le Graphique 1 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou variations de stocks<sup>1</sup> (calculés à partir des données *BSI*) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels. Les dernières données confirment que les variations de stocks demeurent positives, tout en ayant perdu de la vigueur vers le tournant de l'année. La tendance haussière du taux de croissance annuel entamée au quatrième trimestre 2009 s'est poursuivie, bien que moins vigoureusement.

Globalement, l'hypothèse d'un revirement du cycle de crédit immobilier avancée dans l'analyse publiée dans le cadre du Bulletin BCL 2009/03 est donc réconfortée par les données les plus récentes, bien qu'on constate que la dynamique de crédits a perdu de la vigueur.

La collecte *MIR* fournit des indications supplémentaires sur l'évolution des crédits immobiliers ; à rappeler que certaines différences méthodologiques existent toutefois par rapport aux variations de stocks<sup>2</sup>. Si les nouveaux crédits immobiliers accordés aux ménages ont fortement progressé notamment dans la première moitié de l'année passée, la tendance haussière ne s'est pas poursuivie au deuxième semestre, ni en janvier de l'année en cours quand les crédits immobiliers nouvellement accordés se sont inscrits à 246 millions d'euros.

Quant aux taux d'intérêt appliqués aux crédits immobiliers, le coût des nouveaux contrats à taux variable a atteint son creux historique en janvier, à 1,91%. Il convient toutefois de souligner que l'évolution des taux est assujettie à certaines fluctuations mensuelles même quand les taux directeurs de la BCE demeurent inchangés. Ainsi, le taux d'intérêt appliqué aux crédits immobiliers a évolué dans une fourchette relativement étroite depuis le dernier abaissement des taux directeurs en mai 2009, tant vers le haut que vers le bas.

S'agissant de l'évolution de l'offre et de la demande de crédits immobiliers, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que la politique de crédit des banques de la Place financière s'est légèrement assouplie au dernier trimestre. L'enquête signale également un rebond de la demande pour les crédits immobiliers depuis le deuxième trimestre 2009, bien

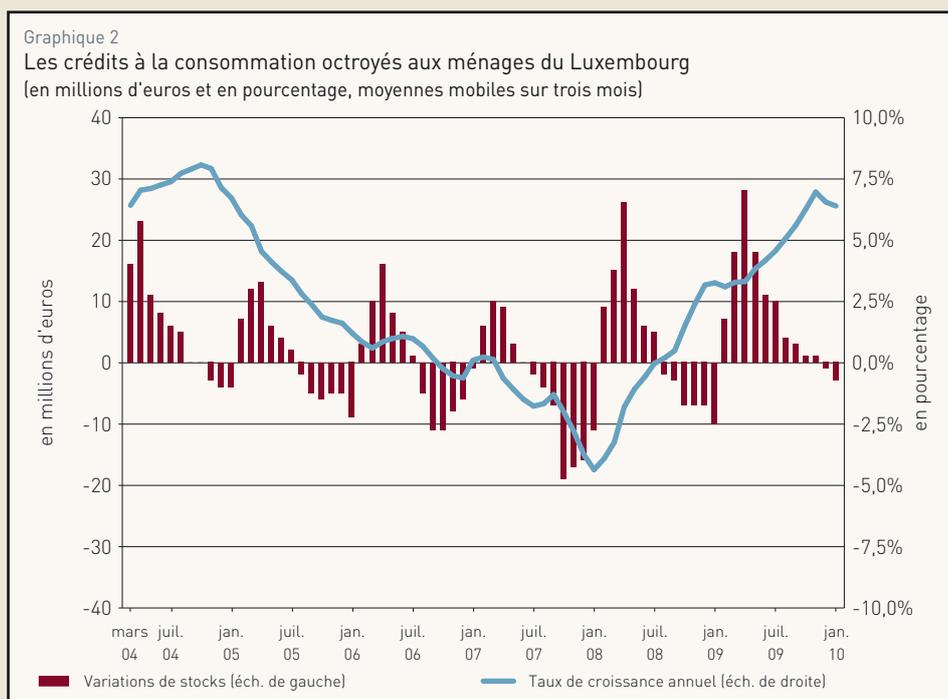


Source : BCL

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

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

que la hausse de la demande se soit ralentie aux troisième et quatrième trimestres. A rappeler que selon l'enquête spéciale sur les crédits réalisée par la BcL en novembre 2009, les banques ayant participé à l'enquête anticipent une hausse du nombre de demandes de nouveaux clients, notamment dans la deuxième moitié de l'année.



Source : BCL

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

Généralement, la dynamique des crédits à la consommation s'est légèrement ralentie vers la fin de l'année passée tout en restant nettement moins atone que lors des années précédentes.

Du côté des données *MIR*, les crédits à la consommation nouvellement accordés ont également reculé en fin d'année. Cependant, la somme des nouveaux crédits accordés au dernier trimestre 2009 fut relativement élevée par rapport aux années précédentes ; effectivement, 153 millions d'euros ont été accordés au quatrième trimestre, par rapport à 102 millions en 2008 et 105 millions en 2008. La somme des crédits à la consommation nouvellement accordés en janvier 2010 s'élève à 31 millions d'euros.

Tout comme le taux d'intérêt appliqué aux crédits immobiliers, le coût des crédits à la consommation a évolué dans une fourchette relativement étroite depuis le dernier abaissement des taux directeurs. Le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans s'est établi à 5,20 % en janvier 2010.

Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que la demande pour les crédits à la consommation s'est repliée davantage au quatrième trimestre 2009, alors que les banques ont assoupli leurs critères d'octroi. A rappeler que l'enquête spéciale sur les crédits réalisée en novembre avait signalé que le nombre de demandes de crédit pour les crédits à la consommation émanant de nouveaux clients risquerait de fléchir au dernier trimestre 2009, avant de s'inscrire à nouveau en hausse en 2010.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, le Graphique 2 montre que les variations de stocks des crédits octroyés aux ménages du Luxembourg se sont en moyenne établis à des niveaux relativement faibles lors des derniers mois. Ces développements sont peu surprenants dans la mesure où les crédits à la consommation sont marqués par une forte saisonnalité et les flux mensuels ont tendance à diminuer considérablement à partir du deuxième trimestre. A priori, les variations de stocks ne s'inscrivent en hausse qu'à partir du mois de février, suite au festival de l'automobile, alors que c'est surtout la deuxième moitié de l'année qui est marquée par une certaine atonie.

## LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

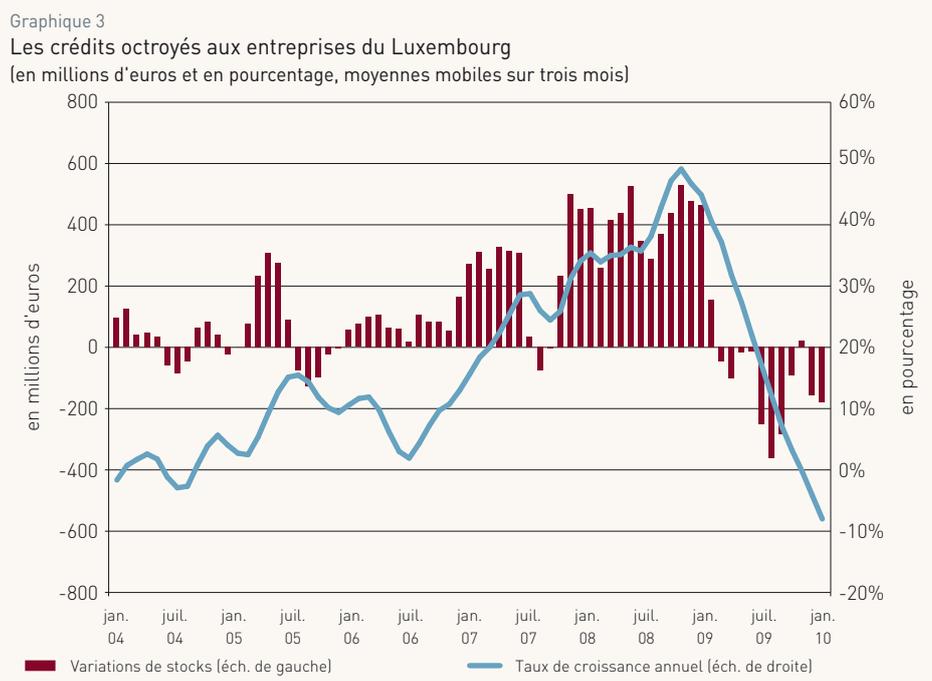
Le Graphique 3 et le Graphique 4 retracent l'évolution des crédits aux sociétés non financières (SNF) ; étant donné qu'une partie importante des crédits sont destinés aux SNF non-résidentes, les graphiques représentent séparément les développements du crédit pour les SNF implantées au Luxembourg et pour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

L'évolution des variations de stocks des crédits octroyés aux entreprises résidentes et non-résidentes est généralement peu propice, en ligne avec les développements défavorables des derniers trimestres ; les flux demeurent donc largement négatifs ou peu élevés. Néanmoins, le recul des flux fut légèrement moins défavorable ces derniers mois, notamment pour ce qui est des crédits octroyés aux entreprises implantées au Luxembourg.

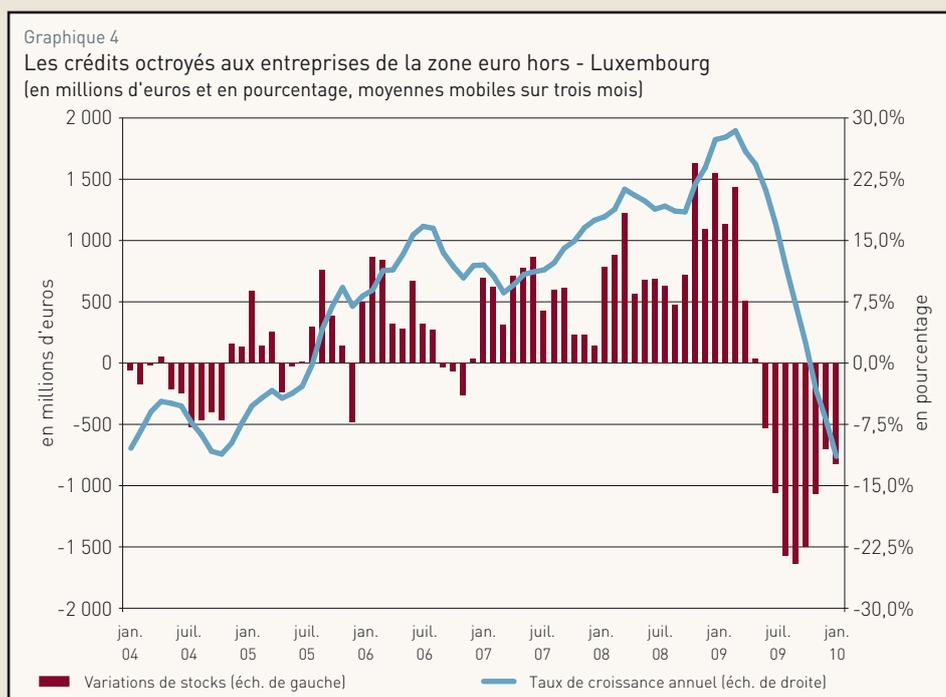
La tendance négative des taux de croissance annuels s'est généralement poursuivie. Les taux de croissance des crédits octroyés aux entreprises résidentes et non-résidentes ont poursuivi leur tendance baissière pratiquement sans interruption.

S'agissant des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte *MIR*, la tendance baissière discernable depuis le début de l'année s'est toutefois interrompue, en ligne avec l'évolution des variations de stocks notée ci-dessus.

Les taux variables appliqués aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros ont évolué dans une fourchette relativement



Source : BCL



Source : BCL

étroite depuis le dernier abaissement des taux directeurs. En janvier 2010, le taux variable offert aux SNF pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros s'est inscrit à 2,44%. Les taux variables appliqués aux gros volumes sont généralement plus volatils ; le coût variable des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros s'est établi à 2,75% en janvier.

Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire du quatrième trimestre 2009 indiquent que la demande nette pour les crédits octroyés aux entreprises s'est détériorée davantage, bien que légèrement. Alors que les résultats de l'enquête spéciale sur les crédits réalisée en novembre allaient dans le sens d'un rebond de la demande à partir du quatrième trimestre 2009, ce rebond ne s'est pas matérialisé. Environ un tiers des banques s'attendaient à ce que le nombre des demandes de crédit émanant des grandes entreprises augmente au dernier trimestre 2009 ainsi qu'en 2010, alors que les banques ne s'attendaient pas à ce que le nombre des demandes émanant des PME augmente considérablement avant la deuxième moitié de l'année en cours. Néanmoins, il est opportun de préciser que l'enquête de novembre n'avait trait qu'au nombre de demandes émanant de nouveaux clients, alors que les séries reprises dans les graphiques ont trait aux encours de crédits.

Pour ce qui est de l'évolution globale des critères d'octroi, un faible durcissement des critères a été signalé lors de l'enquête la plus récente. Les résultats relatifs aux questions supplémentaires de la dernière enquête indiquent que les critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux grandes entreprises devraient se durcir légèrement en 2010. Néanmoins, les résultats agrégés de l'enquête ne permettent pas de différencier selon l'origine géographique des contreparties.

Dans la mesure où l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé, les durcissements qui ont été signalés jusqu'à présent continueront à exercer un impact mitigeant sur la dynamique de crédit même quand les banques commencent à assouplir les critères d'attribution. L'incertitude demeure élevée et à ce stade il est difficile de prévoir quand le cycle de crédit se retournera.

## CONCLUSIONS

Cet encadré permet donc de tirer les conclusions suivantes :

1. Globalement, l'hypothèse d'un revirement du cycle de crédit immobilier avancée dans l'analyse publiée dans le cadre du Bulletin BCL 2009/03 est réconfortée par les données les plus récentes. Néanmoins, la dynamique de crédits a perdu de la vigueur récemment. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent qu'au quatrième trimestre 2009, les banques ont assoupli leurs critères d'attribution appliqués aux crédits aux ménages. Alors que les banques signalent un rebond de la demande pour les crédits immobiliers depuis le deuxième trimestre 2009, la hausse de la demande s'est ralentie dans la deuxième moitié de l'année.
2. S'agissant des crédits à la consommation, la dynamique de crédits s'est légèrement ralentie vers la fin de l'année passée tout en restant nettement moins atone que lors des années précédentes. Il convient toutefois de souligner que les données sous-jacentes sont marquées par une forte saisonnalité ; de ce point de vue, le ralentissement de la dynamique de crédits est peu surprenant. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que la demande pour les crédits à la consommation s'est repliée au quatrième trimestre 2009, alors que les banques ont assoupli leurs critères d'octroi.
3. Pour ce qui est des crédits octroyés aux SNF, le recul des flux fut légèrement moins défavorable ces derniers mois, notamment pour ce qui est des crédits octroyés aux entreprises résidentes. Néanmoins, la tendance négative des taux de croissance annuels s'est généralement poursuivie. L'incertitude demeure élevée et à ce stade il est difficile de prévoir quand le cycle de crédit se retournera. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire du quatrième trimestre 2009 indiquent que la demande nette pour les crédits octroyés aux entreprises s'est détériorée davantage, bien que légèrement ; un faible durcissement des critères a été signalé lors de l'enquête la plus récente.

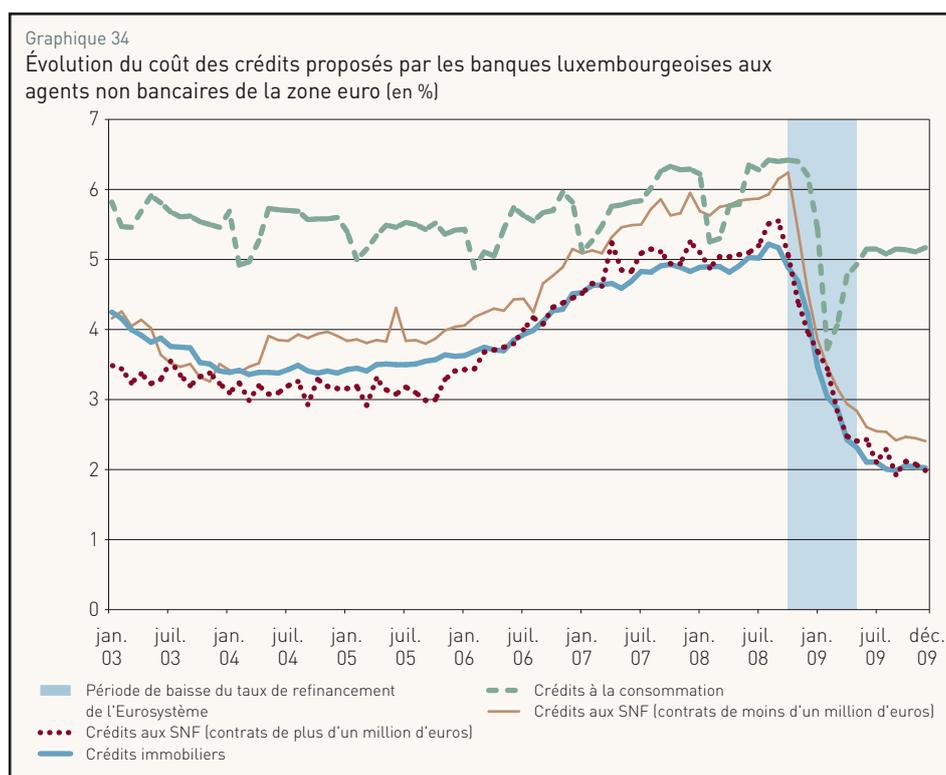
### 2.7.5 Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises

Après quatre baisses au cours des cinq premiers mois de l'année 2009, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été maintenu à 1,00 %. Ces baisses successives du taux de refinancement se sont traduites par un très net assouplissement des conditions de financement des agents non bancaires, en d'autres termes des ménages et des sociétés non financières, sur les neuf premiers mois de l'année. Ce décalage dans la transmission de la baisse des taux de refinancement (qu'il s'agisse du taux de l'Eurosystème ou des taux cours du marché monétaire) aux taux débiteurs et créditeurs des banques est conforme aux observations faites dans le passé.

Ainsi, au cours de l'année 2009, le coût des crédits immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro s'est nettement détendu, passant de 4,22 % en décembre 2008 à 2,03 % en décembre 2009 (comme pour l'ensemble des taux évoqués ci-après, il s'agit du taux d'intérêt hors frais et assurances). Cela représente une baisse de 219 points de base sur un an, alors que celle du taux de refinancement de l'Eurosystème n'était que de 150 points de base sur la même période. Toutefois, l'observation de cette évolution au cours de l'année 2009 doit être scindée en deux périodes : une première, comprise entre décembre 2008 (4,22 %) et septembre 2009 (1,99 %), au cours de laquelle la baisse des taux des crédits immobiliers est continue. Puis une seconde, qui concerne le quatrième trimestre 2009, marquée par une stabilisation, avec des taux d'intérêt compris entre 2,06 % en octobre et 2,03 % en décembre.

Le taux d'intérêt des crédits à la consommation, dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans, montre une évolution traditionnellement erratique, avec une forte saisonnalité liée essentiellement à la tenue du festival de l'automobile. C'est pourquoi, après une forte baisse de 247 points de base entre décembre 2008 (6,20 %) et février 2009 (3,73 %), très nettement supérieure à la baisse du taux de refinancement de l'Eurosystème sur la période (50 points de base), le coût moyen de ces crédits est reparti à la hausse pour atteindre 5,17 % en décembre 2009. Au final, la baisse du taux d'intérêt n'a atteint que 103 points de base sur un an.

En ce qui concerne le coût des crédits aux sociétés non financières (SNF), deux catégories de contrats sont prises en compte en raison de leur représentativité, toutes deux proposées à taux variables : les contrats d'un montant inférieur à un million d'euros et ceux d'un montant supérieur à un million d'euros. Dans le premier cas, la baisse observée a atteint 213 points de base entre décembre 2008 (4,54 %) et décembre 2009 (2,41 %), avec une stabilisation en fin de période, c'est-à-dire entre septembre (2,42 %) et décembre 2009. Dans le second cas, la tendance générale est similaire à la précédente, avec une baisse de 198 points de base entre décembre 2008 (3,97 %) et décem-

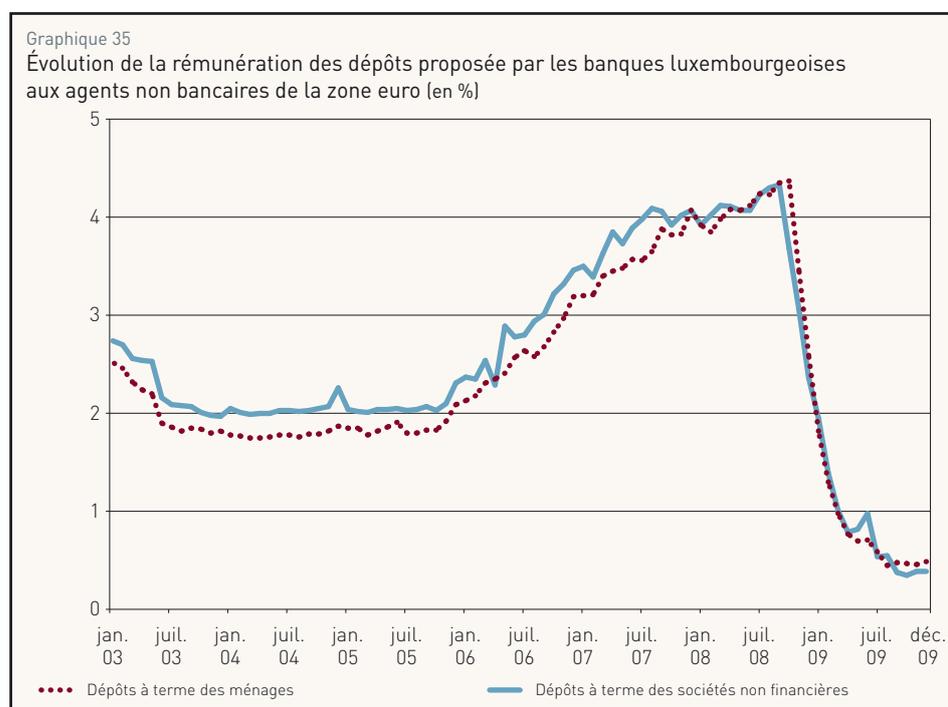


Source : BCL

bre 2009 (1,99%). Toutefois, la stabilisation observée précédemment en fin de période, se transforme, dans cette catégorie, en une légère progression, puisque la valeur du taux d'intérêt atteignait 1,93% en septembre.

Comme le montre le graphique ci-contre, pour toutes ces catégories de crédits, les taux d'intérêt ont évolué à leurs niveaux les plus bas depuis la mise en place de la collecte statistique correspondante (en janvier 2003). Cette situation est observable depuis la fin du premier trimestre 2009.

Les dépôts à un an des ménages comme ceux des sociétés non financières ont vu leurs rémunérations diminuer de respectivement 210 et 197 points de base entre décembre 2008 (respectivement 2,59% et 2,36%) et décembre 2009 (respectivement 0,49% et 0,39%).



Source : BCL

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

Les résultats dégagés par les établissements de crédit luxembourgeois au cours du dernier trimestre de l'année 2009 ont été fortement marqués par deux développements majeurs. D'une part, la marge sur intérêts et le résultat sur commissions sont en recul par rapport au dernier trimestre de l'année 2008 et d'autre part, les revenus sur titres affichent une hausse importante par rapport à la même période de l'année précédente.

Ces deux développements sont à la base de la hausse du résultat avant provisions du secteur bancaire luxembourgeois. Ce dernier s'élève à 6 114 millions d'euros au 31 décembre 2009, soit une hausse de 3,4% par rapport à la même date de l'année précédente, date à laquelle le résultat avant provisions s'élevait à 5 914 millions d'euros.

La tendance positive observée au niveau de la marge sur intérêts au cours des trois premiers trimestres de l'année 2009 n'a pas pu être confirmée au cours du dernier trimestre. Ainsi, par rapport à l'année 2008, la marge sur intérêts affiche un net recul de 10,4 %, soit 757 millions d'euros. Cette baisse, en variation annuelle, s'explique essentiellement par l'effet conjugué de trois facteurs majeurs. La forte diminution du volume des activités, tel que mesuré par la somme des bilans, au cours de l'année 2009 a évidemment contribué au recul progressif de la marge sur intérêts au cours de l'année 2009. Ce recul du volume des activités est amplifié, en cours d'année, par la disparition des opportunités de transformations d'échéances, puisque l'Eurosystème n'a plus procédé à des baisses de ses taux directeurs au cours des troisième et quatrième trimestres de l'année en cours. Finalement, il importe de rappeler que la marge sur intérêts inclut les revenus de dividendes, qui ont fortement chuté par rapport à l'année précédente. En effet, au cours de l'année 2008, les dividendes perçus par les établissements de crédit luxembourgeois s'élevaient à 1 505 millions d'euros alors qu'au cours de l'année 2009, ils ne se chiffrent qu'à 756 millions d'euros. Cette baisse notable trouve son explication dans les excellents résultats de 2007, qui avaient donné lieu à d'importantes distributions de dividendes. Ces dernières n'ont pas pu être répétées en 2009, puisque les résultats dégagés en 2008 étaient plutôt décevants. Il reste à remarquer que si l'on neutralise les résultats sur dividendes, la marge sur intérêts dégagée pour l'année 2009 est quasi identique à celle observée en 2008.

Tableau 17

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois<sup>1)</sup>

Résultats des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions de EUR ; données brutes ; en fin de période)

	Rubrique des débits et des crédits	2008 / 12	2009 / 12	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	59 848	27 273	-54,4	-32 575
2	Dividendes perçus	1 505	756	-49,8	-749
3	Intérêts bonifiés	54 084	21 517	-60,2	-32 567
4	Marge sur intérêts	7 269	6 512	-10,4	-757
5	Revenus nets sur commissions	3 738	3 157	-15,5	-581
6	Revenus nets sur opérations de change	297	160	-46,1	-137
7	Autres revenus nets	-812	732	-190,1	1 544
8	Revenus hors intérêts	3 223	4 049	25,6	826
9	Produit bancaire	10 492	10 561	0,7	69
10	Frais de personnel	2 473	2 458	-0,6	-15
11	Frais d'exploitation	1 858	1 726	-7,1	-132
12	Frais de personnel et d'exploitation	4 331	4 184	-3,4	-147
13	Amortissements sur immobilisé non financier	247	263	6,5	16
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	5 914	6 114	3,4	200

Source : BCL

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

Finalement, on notera encore que les volumes mesurés sur un an des intérêts perçus (-54,4 %) et des intérêts bonifiés (-60,2 %) affichent des baisses très importantes. Ces dernières s'expliquent par l'effet conjugué de la réduction du volume des activités, tel que mesuré par la somme des bilans, et du niveau plus faible des taux d'intérêt.

Les revenus sur commissions baissent de 15,5 % en comparaison annuelle, pour s'élever à 3 157 millions d'euros au 31 décembre 2009. Ce développement est quelque peu décevant. Dans la mesure où le résultat sur commissions est fortement influencé par le développement des valeurs boursières, qui influe directement sur le volume des actifs sous gestion servant d'assiette au calcul des commissions de gestion, l'on aurait pu s'attendre à une légère reprise des revenus nets sur commission en raison de l'évolution favorable des marchés boursiers au cours du dernier trimestre de l'année 2009. Or, le développement favorable des revenus sur commissions, observé entre les deuxième et troisième



trimestres 2009 (+0,2 % sur base trimestrielle) n'a pas perduré au quatrième trimestre, qui se caractérise par une baisse de 11,0 % par rapport au troisième trimestre. Dans ce contexte, on notera que les revenus sur commissions sont calculés sur base du volume des actifs sous gestion qui se composent notamment des dépôts de la clientèle privée et des dépôts des organismes de placement collectif pour lesquels les banques offrent des services de banque dépositaire et d'administration centrale. La réduction des revenus sur commissions, qui intervient en dépit de l'évolution positive des valeurs boursières, peut s'expliquer par divers facteurs. D'une part, la réduction du niveau des commissions perçues pour les activités précitées, notamment en relation avec les organismes de placement collectif, à la suite d'une concurrence accrue. D'autre part, le fait que le rôle d'administration centrale des OPC est de plus en plus assumé par les sociétés de gestion, au détriment des banques.

La hausse importante des autres revenus nets, égale à 1 544 millions d'euros, provient largement des variations de juste valeur des titres détenus par les banques. En 2008, dans le contexte de la crise financière, la baisse généralisée des marchés financiers avait négativement impacté la valeur de ces titres, ce qui avait alors donné lieu à une perte comptable de 812 millions d'euros enregistrée dans le poste des autres revenus nets en 2008. Depuis lors, le recul des primes de risque demandées par les investisseurs a fait augmenter les valeurs de marché des titres en question et les autres revenus nets affichent désormais un excédent de 732 millions d'euros. Dans ce contexte, on note que la hausse importante des revenus sur titres a principalement été générée au cours du second trimestre de l'année 2009. En effet, les revenus sur titres décumulés se chiffrent à 532 millions d'euros au cours du second trimestre de l'année 2009 contre respectivement 93 et 161 millions d'euros pour les troisième et quatrième trimestres. Cette différence s'explique par le fait que la hausse des principaux indices boursiers au cours du second trimestre de l'année 2009 a été plus favorable que celle relative aux trimestres suivants. Ainsi, les bénéfices comptables sur titres les plus importants de l'année 2009 ont été observés au cours du second trimestre.

Le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en hausse de 0,7 % en comparaison annuelle et s'élève à 10 561 millions d'euros au 31 décembre 2009.

Du côté des frais généraux, on note une diminution de 3,4 % qui se décompose en baisse de 0,6 % des frais de personnel et de 7,1 % des frais d'exploitation. La baisse des frais de personnel s'inscrit dans le cadre des restructurations qui ont eu lieu au cours des derniers trimestres et qui ont donné lieu à une baisse des effectifs de 3,0 % sur base annuelle. Les diverses mesures de restructuration ont des origines diverses. D'une part, il s'agit des conséquences de la réduction du volume des activités, survenue au cours des douze derniers mois, et d'autre part, il s'agit des mesures de restructuration entreprises au niveau de certains groupes bancaires internationaux et qui se répercutent évidemment sur les entités luxembourgeoises de ces groupes, ainsi que des mesures de restructuration imposées à certains établissements de crédit par les autorités nationales et/ou européennes. En effet, certains groupes bancaires internationaux ont revu leur stratégie et abandonné certaines activités ne faisant pas partie de leur *activité centrale*. De plus, les regroupements intervenus au niveau de certains groupes bancaires (*Dresdner Bank et Commerzbank*) ne restent pas sans conséquences sur les entités luxembourgeoises de ce nouveau groupe, ceci au même titre que les fusions entre entités de la Place telles que *BSI filiale et succursale* ainsi que *Unibanco - União de Bancos Brasileiros (Luxembourg) S.A.* et *Banco Itaú Europe Luxembourg S.A.*). Finalement, les mesures imposées par la Commission européenne notamment dans le secteur des banques publiques allemandes (*Landesbanken*), dont certaines ont été invitées à réduire leur présence à l'étranger, implique évidemment également des réductions d'effectifs.

Sur base de ces données, le résultat avant provisions progresse de 3,4 % par rapport au 31 décembre 2008. Toutefois, il importe de demeurer prudent puisque l'amélioration du résultat par rapport à 2008 est fortement influencé par les portefeuilles de titres évalués à la juste valeur, si bien que tout revirement de tendance sur les marchés des valeurs pourrait donner lieu à une dégradation du résultat.

Finalement, bien que les chiffres de l'année 2009 ne soient pas encore audités, on peut d'ores et déjà noter que le montant des dépréciations et constitutions net de provisions est en retrait par rapport à l'année 2008. Certains actifs ont déjà été amortis alors que les prix d'autres actifs sont en hausse à la suite de la reprise sur les marchés financiers. Ainsi, le montant des dépréciations et constitutions net de provisions s'élève à 2 613 millions d'euros contre 5 189 millions d'euros en 2008, soit une baisse de 49,6 %.

Tableau 18

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois <sup>1)</sup>

Résultats des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions de EUR ; données brutes ; en fin de période et présentation décumulée)

Rubrique des débits et des crédits	2008/12	2009/03	2009/06	2009/09	2009/12	2008/12 2009/03	2009/03 2009/06	2009/06 2009/09	2009/06 2009/09
	1 Intérêts perçus	15 566	10 752	6 047	5 623	4 851	-30,9	-43,8	-7,0
2 Dividendes perçus	228	157	250	100	249	-31,1	59,2	-60,0	149,0
3 Intérêts bonifiés	13 510	8 887	4 641	4 337	3 652	-34,2	-47,8	-6,6	-15,8
4 Marge sur intérêts	2 284	2 022	1 656	1 386	1 448	-11,5	-18,1	-16,3	4,5
5 Revenus nets sur commissions	878	830	804	806	717	-5,5	-3,1	0,2	-11,0
6 Revenus nets sur opérations de change	424	27	-60	157	36	-93,6	-322,2	-361,7	-77,1
7 Autres revenus nets	-303	-54	532	93	161	-82,2	-1,085,2	-82,5	73,1
8 Revenus hors intérêts	999	803	1 276	1 056	914	-19,6	58,9	-17,2	-13,4
9 Produit bancaire	3 283	2 825	2 932	2 442	2 362	-14,0	3,8	-16,7	-3,3
10 Frais de personnel	602	638	579	614	627	6,0	-9,2	6,0	2,1
11 Frais d'exploitation	515	434	397	425	470	-15,7	-8,5	7,1	10,6
12 Frais de personnel et d'exploitation	1 117	1 072	976	1 039	1 097	-4,0	-9,0	6,5	5,6
13 Amortissements sur immobilisé non financier	66	65	59	71	68	-1,5	-9,2	20,3	-4,2
14 Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	2 100	1 688	1 897	1 332	1 197	-19,6	12,4	-29,8	-10,1

Source : BCL

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

## 2.7.7 Les organismes de placement collectif

### L'évolution du nombre des OPC

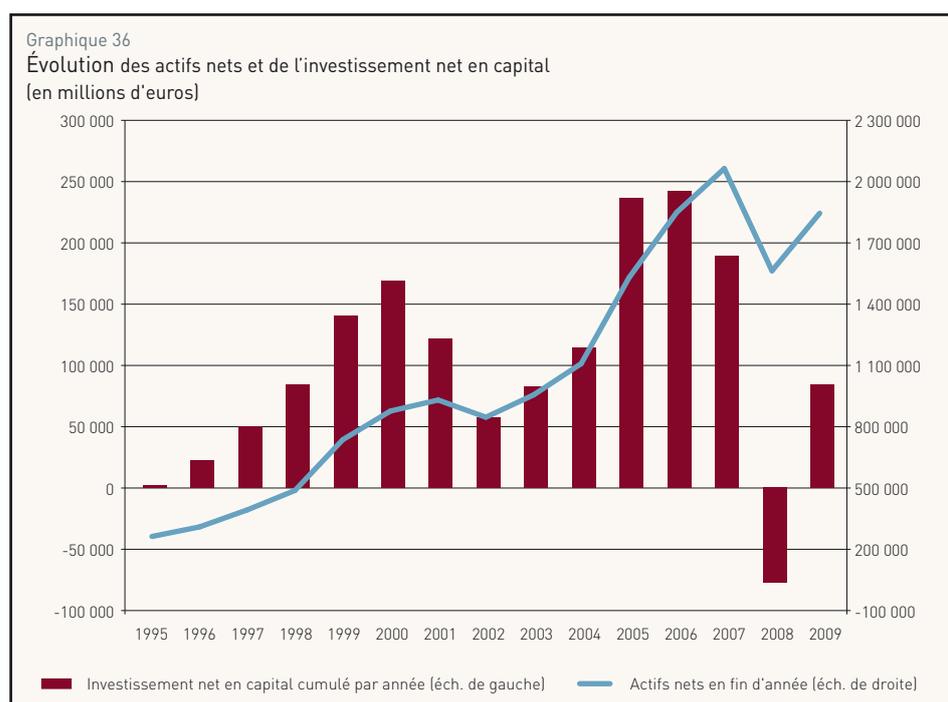
Au 31 décembre 2009, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC s'élevait à 3 463 unités contre 3 372 unités au 31 décembre 2008. Ainsi, le nombre d'OPC a continué à croître de 91 unités au cours de l'année 2009, cependant à un rythme beaucoup plus lent qu'en 2008, où il y avait création nette de 504 unités. En ce qui concerne les compartiments, le nombre de compartiments a diminué de 93 unités au cours de l'année 2009 pour se chiffrer à 12 232 unités à la fin de l'année 2009.

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

À la fin du quatrième trimestre de 2009, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC s'élevait à 1 840 993 millions d'euros par rapport à 1 773 834 millions d'euros au troisième trimestre de 2009 et 1 559 653 millions au quatrième trimestre de 2008.

Au cours de l'année 2009, on observe donc un mouvement à la hausse de 281 340 millions d'euros, soit 18%. En même temps, rappelons que le niveau de la valeur nette d'inventaire des OPC le plus bas a été enregistré en mars 2009, quand la VNI s'est chiffrée à 1 526 563 millions d'euros. Depuis mars, la VNI a donc augmenté en tout de 314 430 millions d'euros, soit une hausse de 20,6%.

La hausse de la VNI des organismes de placement à hauteur de 281 340 millions d'euros observée en 2009 s'explique essentiellement par des conditions de marché favorables. En effet, on a pu observer sur l'année un effet de marché de 196 971 millions d'euros. Le dernier trimestre de l'année 2009 a confirmé également cette évolution positive des marchés financiers et on retient pour ce dernier trimestre un effet de marché qui s'est chiffré à 50 047 millions d'euros. En même temps, si on a pu observer lors de l'année de la crise financière un comportement de désinvestissement (-77 191 millions d'euros en 2008), en 2009 l'investissement net en capital s'est chiffré à 84 369 milliards d'euros.



Source : CSSF

L'année de la crise financière s'est traduite non seulement par un comportement de désinvestissement, mais aussi par une aversion au risque plus prononcée de la part des investisseurs. Les OPC avec une politique d'investissement axée sur les actions et/ou obligations ont été particulièrement pénalisés par la crise financière. Il y a cependant lieu de remarquer que la situation est en train de se redresser. Ainsi, entre décembre 2008 et décembre 2009, la VNI des OPC par actions passait de 390 000 millions d'euros à 563 103 millions d'euros (+44,39%), des OPC par obligations de 428 102 à 514 510 millions d'euros (+20,18%) et des OPC mixtes de 288 752 à 327 223 millions d'euros (+13,32%).

Tableau 19

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

	Nombre d'OPC	Nombre de 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		
2008									
jan.	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9	-108 254	-5,3
fév.	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8	11 704	0,6
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7	-67 400	-3,4
avril	3 083	11 602	1 964 076	17 993	50 638	-2 920	-0,1	68 631	3,6
mai	3 105	11 716	1 996 959	15 709	17 174	-27 703	-1,4	32 883	1,7
juin	3 153	11 797	1 902 092	-15 346	-79 521	-144 930	-7,1	-94 867	-4,8
juil.	3 220	11 964	1 896 357	9 644	-15 379	-156 620	-7,6	-5 735	-0,3
août	3 284	12 110	1 917 993	3 149	18 487	-117 301	-5,8	21 636	1,1
sep.	3 322	12 234	1 796 696	-28 362	-92 934	-262 448	-12,7	-121 297	-6,3
oct.	3 351	12 300	1 647 028	-69 109	-80 558	-476 491	-22,4	-149 668	-8,3
nov.	3 364	12 374	1 604 237	-6 873	-35 918	-459 560	-22,3	-42 791	-2,6
déc.	3 372	12 325	1 559 653	-10 237	-34 347	-499 742	-24,3	-44 584	-2,8
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

Source : CSSF

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

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

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

## Les OPC monétaires

### Le nombre de compartiments

Au 31 décembre 2009, 479 compartiments monétaires étaient officiellement enregistrés auprès de la CSSF, par rapport à 477 compartiments monétaires au 31 décembre 2008.

### La somme des bilans

Au 31 décembre 2009, la somme des bilans des OPC monétaires s'élevait à 319 155 millions d'euros contre 336 849 millions au 30 septembre 2009 et 340 223 millions d'euros au 31 décembre 2008. Sur l'année, on constate donc une baisse de 21 068 millions d'euros, ce qui correspond à -6,19%. Les OPC monétaires continuent donc à

perdre leur attrait face aux investisseurs, ce qui va de pair avec la reprise des marchés financiers. En effet, depuis avril 2009, face à la hausse des principaux indices boursiers, les investisseurs se retournent vers les OPC ayant une politique d'investissement plus orientée vers les instruments financiers, au détriment des OPC monétaires où les rendements sont en principe plus limités. A titre de rappel, lors de la crise, les OPC monétaires ont connu un attrait important, notamment en raison de la sécurité des investissements.

### La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et de titres de créance dont l'échéance initiale et/ou résiduelle n'excède pas 12 mois.

Au 31 décembre 2009, le portefeuille de titres autres que des actions représentait 81,4 % contre 78,9 % à la fin du trimestre précédent. Parallèlement, les créances sur les établissements de crédit s'élevaient à 16,9 % contre 20,2 % au trimestre précédent. A titre de remarque, au 31 décembre 2008, les créances sur les établissements de crédit s'élevaient à 31,1 %. Ce retournement s'explique par les effets de la crise financière. Lors de la crise, la politique d'investissement des OPC monétaires avait basculé en faveur des placements bancaires, ces derniers étant considérés comme moins risqués.

Le portefeuille des titres autres que des actions se décompose en titres émis par des établissements de crédit (56,9 % contre 56,8 % au trimestre précédent), des titres émis par le secteur public (23,1 % contre 26,2 % au trimestre précédent) et des titres émis par le secteur privé non bancaire (20 % contre 17 % au trimestre précédent).

Tableau 20

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois  
(en millions d'euros, sauf indication contraire, encours en fin de période)

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif	
	2008/12	2009/09	2009/12	2008/12 – 2009/12		2009/09 – 2009/12		2009/12	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total <sup>1)</sup>	Zone géographique <sup>2)</sup>
<b>Emetteurs résidents</b>	<b>2 665</b>	<b>2 799</b>	<b>3 094</b>	<b>429</b>	<b>16,1</b>	<b>294</b>	<b>10,5</b>	<b>1,2</b>	<b>100,0</b>
Etablissements de crédit	1 758	2 135	2 224	466	26,5	90	4,2	0,8	71,9
Administrations publiques	0	43	0	0	-	-43	-	-	-
Autres secteurs	907	622	869	-37	-4,1	248	39,9	0,3	28,1
Autres intermédiaires financiers	743	604	813	69	9,3	209	34,6	0,3	26,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	62	0	0	-62	-	0	-	-	-
Sociétés non financières	101	18	57	-44	-43,7	39	220,1	0,0	1,8
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
<b>Emetteurs des autres pays de la zone euro</b>	<b>113 612</b>	<b>137 537</b>	<b>136 254</b>	<b>22 642</b>	<b>19,9</b>	<b>-1 283</b>	<b>-0,9</b>	<b>52,0</b>	<b>100,0</b>
Etablissements de crédit	62 608	73 738	73 595	10 988	17,6	-143	-0,2	28,1	54,0
Administrations publiques	25 429	41 840	40 292	14 863	58,4	-1 548	-3,7	15,4	29,6
Autres secteurs	25 575	21 959	22 366	-3 209	-12,5	407	1,9	8,5	16,4
Autres intermédiaires financiers	14 645	16 167	15 389	744	5,1	-778	-4,8	5,9	11,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 182	1 057	570	-612	-51,8	-487	-46,1	0,2	0,4
Sociétés non financières	9 747	4 734	6 407	-3 340	-34,3	1 673	35,3	2,4	4,7
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
<b>Emetteurs du reste du monde</b>	<b>112 236</b>	<b>125 310</b>	<b>122 892</b>	<b>10 656</b>	<b>9,5</b>	<b>-2 418</b>	<b>-1,9</b>	<b>46,9</b>	<b>100,0</b>
Etablissements de crédit	83 696	75 227	73 321	-10 375	-12,4	-1 907	-2,5	28,0	59,7
Administrations publiques	4 199	27 529	20 295	16 096	383,3	-7 234	-26,3	7,7	16,5
Autres secteurs	24 341	22 554	29 277	4 935	20,3	6 722	29,8	11,2	23,8
<b>Total</b>	<b>228 513</b>	<b>265 647</b>	<b>262 240</b>	<b>33 727</b>	<b>14,8</b>	<b>-3 407</b>	<b>-1,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source : CSSF

1) Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions

2) Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions émis par des résidents de la zone géographique concernée.

La quote-part des titres émis par le secteur public, s'est établie à 23,1 % au 31 décembre 2009 contre 26,2 % au 30 septembre 2009 et 4,7 % en juin 2008. Cette importance s'explique par deux facteurs majeurs : d'une part, la recherche de placements à faible risque lors de la crise et d'autre part, le besoin de financement accru des administrations publiques sous l'emprise notamment des programmes de relance économique.

## 2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le commerce extérieur du Luxembourg continue à souffrir lourdement des effets négatifs de la crise économique mondiale. Après avoir déjà reculé de 11 % en rythme annuel au dernier trimestre de 2008, les exportations de biens ont intensifié leur chute sur les trois premiers trimestres de 2009, avec des contractions respectives de 27 %, de 33 % et de 22 % par rapport aux mêmes trimestres de 2008. Du côté des importations, après avoir stagné au quatrième trimestre 2008, elles ont chuté brutalement au premier trimestre (-20 %), au deuxième trimestre (-30 %) et au troisième trimestre (-30 %) de 2009.

Les plus récentes données disponibles, couvrant le mois de novembre 2009, montrent un ralentissement de la contraction des exportations, qui n'ont baissé que de 2 % en rythme annuel. De leur côté, les importations ont poursuivi leur chute (-18 %). Considérées sur les onze premiers mois de 2009, les exportations et les importations ont dans l'ensemble pratiquement chuté au même rythme (respectivement de 24,8 % et de 25,5 % par rapport à la période correspondante de 2008). Quant au déficit du commerce extérieur, après s'être fortement accru (+20 %) sur toute l'année 2008, il s'est résorbé respectivement de 1 % au premier trimestre 2009 (1 milliard d'euros), de 23 % au deuxième trimestre (1 milliard) et de 48 % (792 millions) au troisième trimestre 2009. Le déficit cumulé sur les onze premiers de 2009 s'est de ce fait contracté de 27 %. Cette résorption s'explique en grande partie par un effet de base consécutif à la baisse du prix du pétrole.

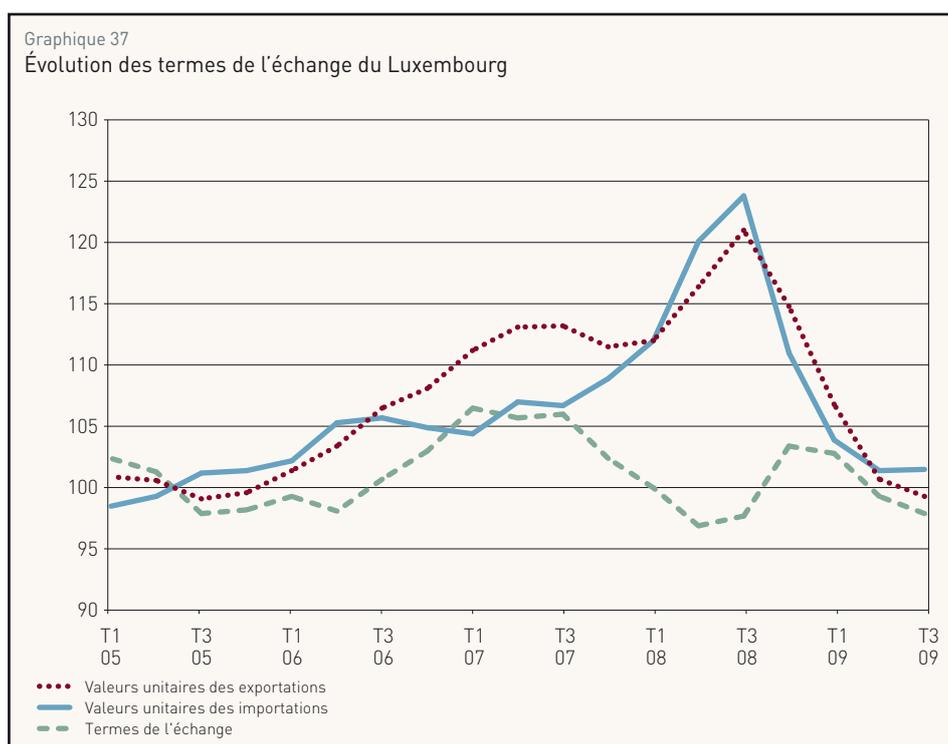
Tableau 21  
Commerce extérieur du Luxembourg (en millions d'euros)

Période	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2004	9 747,1	10,3 %	13 637,4	12,6 %	-3 890,3	18,8 %
2005	10 319,4	5,9 %	14 187,1	4,0 %	-3 867,7	-0,6 %
2006	11 306,9	9,6 %	15 644,1	10,3 %	-4 337,2	12,1 %
<b>2007</b>	<b>11 791,9</b>	<b>4,3 %</b>	<b>16 273,6</b>	<b>4,0 %</b>	<b>-4 481,7</b>	<b>3,3 %</b>
1 <sup>er</sup> trim.	3 118,7	12,0 %	4 052,5	6,3 %	-933,8	-9,0 %
2 <sup>e</sup> trim.	3 023,8	5,1 %	4 268,3	4,1 %	-1 244,5	1,8 %
3 <sup>e</sup> trim.	2 764,3	2,7 %	3 909,2	6,6 %	-1 144,8	17,2 %
4 <sup>e</sup> trim.	2 885,1	-2,3 %	4 043,7	-0,5 %	-1 158,6	4,3 %
<b>2008</b>	<b>11 890,4</b>	<b>0,8 %</b>	<b>17 290,3</b>	<b>6,2 %</b>	<b>-5 399,9</b>	<b>20,5 %</b>
1 <sup>er</sup> trim.	3 062,0	-1,8 %	4 108,1	1,4 %	-1 046,1	12,0 %
2 <sup>e</sup> trim.	3 226,8	6,7 %	4 543,9	6,5 %	-1 317,1	5,8 %
3 <sup>e</sup> trim.	3 040,5	10,0 %	4 553,0	16,5 %	-1 512,5	32,1 %
4 <sup>e</sup> trim.	2 561,1	-11,2 %	4 085,3	1,0 %	-1 524,2	31,6 %
<b>2009</b>						
1 <sup>er</sup> trim.	2 250,0	-26,5 %	3 285,6	-20,0 %	-1 035,6	-1,0 %
2 <sup>e</sup> trim.	2 168,9	-32,8 %	3 186,6	-29,9 %	-1 017,7	-22,7 %
3 <sup>e</sup> trim.	2 379,5	-21,7 %	3 171,8	-30,3 %	-792,4	-47,6 %
Oct.	832,6	-21,4 %	1 192,0	-19,7 %	-359,4	-15,5 %
Nov.	791,6	-2,0 %	1 159,5	-18,1 %	-367,8	-39,4 %

Source : STATEC

L'impact négatif de la chute de la demande mondiale est plus aisément perceptible au travers des évolutions en volume du commerce extérieur. Les exportations se sont réduites de 23 % au premier trimestre 2009, de 22 % au deuxième trimestre et de 5 % au troisième trimestre. Il en est de même des volumes importés, qui ont décliné de 14 %, de 17 % et de 15 %, respectivement, au premier trimestre, au deuxième trimestre et

au troisième trimestre de 2009. S'agissant des évolutions dans les prix, les trois premiers trimestres de 2009 ont été caractérisés par des baisses de prix tant à l'exportation (-5%, -13% et -18%) qu'à l'importation (-7%, -15% et -18%), essentiellement suite à la réduction des prix du pétrole et des autres matières premières, alors que ces mêmes prix étaient en hausse sur les trimestres correspondants de 2008. Dans l'ensemble, l'indice des valeurs unitaires à l'importation a baissé davantage que celui des prix à l'exportation, occasionnant une amélioration des termes de l'échange. Cette évolution positive, qui reflète essentiellement l'évolution du prix du pétrole, explique en grande partie l'importante contraction du déficit commercial du Luxembourg.



Source : Statec

La ventilation par catégorie de biens montre que la baisse de la demande mondiale a largement affecté les exportations de produits sidérurgiques, qui ont successivement chuté de 41%, de 51% et de 48% au premier, au deuxième et au troisième trimestre de 2009. En tenant compte de l'amélioration observée en octobre et novembre 2009, la chute atteint globalement 43% sur les onze premiers mois de 2009. L'impact de cette contraction est d'autant plus important sur l'évolution totale des exportations que cette catégorie de biens représente près d'un tiers des exportations luxembourgeoises. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également fortement repliées sur les onze premiers mois de 2009. On note ainsi une forte contraction des ventes de machines et équipements,

des autres articles manufacturés classés d'après la matière première, ainsi que de divers articles manufacturés.

L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont chuté de 26% sur les onze premiers mois de 2009. Les livraisons vers les autres pays d'Europe ont également baissé dans les mêmes proportions. Les ventes en dehors du continent européen ont moins reculé, voire augmenté dans certains cas (-5% pour celles à destination d'Asie et +4% pour celles à destination d'Amérique).

S'agissant des importations de biens, en raison de la baisse des prix énergétiques observée depuis l'été 2008, les fournitures de produits pétroliers ont reculé de 40% sur les onze premiers mois de 2009. En dehors de produits pétroliers, toutes les catégories de biens importés sont aussi en recul, les baisses les plus importantes ayant affecté les matières brutes (-52%), les produits chimiques et connexes (-20%), ainsi que les consommations intermédiaires de la sidérurgie (-37%). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89% de toutes les importations) se sont contractées de 24%, celles en provenance des États-Unis et des pays d'Asie ayant également fortement baissé, de -37% et -13% respectivement.

## 2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

### 2.9.1 Le compte courant

L'excédent courant du Luxembourg a atteint 2 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2009, soit une hausse de 11% par rapport à la période correspondante de 2008. Derrière cette amélioration se cache néanmoins un fort recul à la fois des recettes (-24,5%) et des dépenses (-24,9%) sur l'ensemble des transactions courantes avec le reste du monde. L'embellie du solde courant provient donc d'une baisse des flux bruts plus importante en termes relatifs du côté des dépenses que du côté des recettes. Au niveau des soldes partiels, si les traditionnels déficits des marchandises, des revenus et des transferts courants se sont contractés, l'excédent des services a quant à lui fortement reculé (-20%) subissant l'impact négatif de la crise financière, qui a lourdement pénalisé les exportations de services financiers (-14%).

Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années, l'excédent des services a été durement touché par la crise financière. Le surplus total des services a ainsi reculé de 20% sur les trois premiers trimestres de 2009 (pour atteindre 12,5 milliards d'euros), après avoir déjà reculé de 12% au dernier semestre de 2008. Cette importante contraction est liée à l'évolution des services financiers, dont le surplus représente près de deux tiers de l'excédent total des services. Le solde positif des services financiers s'est en effet contracté de 22% à 9 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2009. Cette évolution résulte en grande partie du recul des commissions perçues par les banques résidentes, dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent elles-mêmes en grande partie de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. La baisse observée des cours d'actifs jusqu'au premier trimestre de 2009 et le niveau relativement faible des émissions nettes de parts d'OPC ont donc occasionné un important recul des commissions perçues par les banques résidentes.

S'agissant des autres activités de services, elles ont été également affectées par la crise économique, leur surplus (3,3 milliards d'euros) ayant reculé de 14% sur les trois premiers trimestres de 2009. Ce sont les services de transport aérien de marchandises, de voyages et de publicité qui ont été lourdement frappés par la crise.

L'importante amélioration du solde des biens dont le déficit a fortement baissé (-39% à 1,9 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2009) s'explique en partie par l'amélioration des termes de l'échange induite par la chute du prix des produits pétroliers (voir section ci-dessus). A cela s'ajoute la contribution positive des transactions sur or non monétaire (surplus de 564 millions d'euros).

Concernant les revenus, l'importante réduction de leur déficit (-15% à 7,8 milliards sur les trois premiers trimestres de 2009) est due en grande partie à un changement méthodologique dans le calcul du revenu des investissements (Cf. Bulletin BCL 2009/3- p.126). En dehors de cette catégorie, le solde négatif des revenus du travail s'est aggravé de 7% à 4,7 milliards d'euros, notamment suite à une augmentation du nombre de frontaliers.

L'amélioration substantielle du solde des transferts courants, dont le déficit s'est contracté de près de moitié (à 745 millions d'euros sur les trois premiers trimestres de 2009) est largement lié au niveau très bas du taux de refinancement qui a entraîné une baisse prononcée des versements nets de la BCL à la BCE dans le cadre du mécanisme de redistribution du revenu monétaire au sein de l'Eurosystème.

## 2.9.2 Le compte financier

Le compte financier s'est soldé par des sorties nettes de capitaux de 1,5 milliard d'euros au cours des trois premiers trimestres de 2009, contre 2,2 milliards sur la période correspondante de 2008. Dans les différentes composantes du compte financier, les investissements directs et les produits financiers dérivés ont subi des sorties nettes respectives de 15,5 milliards d'euros et de 12 milliards. Ces sorties nettes étant compensées en grande partie par des entrées nettes pour 11 milliards dans les investissements de portefeuille et pour 15 milliards dans les autres investissements.

Les sorties nettes d'investissements directs s'expliquent essentiellement par des prêts intra-groupes. En revanche, les flux sortants de 12 milliards sur produits financiers dérivés résultent des besoins de couverture des investisseurs résidents dans un contexte d'incertitudes accrues sur les marchés financiers.

Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont occasionné des entrées nettes de 51 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2009, comparées à des entrées nettes de 32 milliards sur la même période de 2008. Du côté des avoirs, après avoir délaissé les placements dans les actions étrangères dans le contexte de la crise financière internationale, les résidents ont repris leurs investissements dans les actions étrangères, occasionnant des sorties de 10 milliards. Du côté des engagements, les non-résidents ont cessé, dès le mois de mars 2009, de rapatrier leurs capitaux placés essentiellement sous forme de parts d'OPC. Cela s'est traduit par des entrées de 61 milliards. En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont placé 62 milliards d'euros, essentiellement en instruments du marché monétaire. Les transactions des non-résidents sur titres de créance luxembourgeois sont restées par contre dominées par les obligations (17 milliards d'entrées) au détriment des instruments à court terme (5 milliards d'entrées). Au total, les transactions sur titres de créance se sont donc soldées par une sortie nette de 40 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les entrées nettes de 15 milliards d'euros sont liées à une forte baisse des avoirs nets des institutions financières monétaires (BCL exclue).

Tableau 22  
Balance des paiements du Luxembourg

Unité <sup>1</sup> : Million EUR	janvier – septembre 2008			janvier – septembre 2009		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>160 885</b>	<b>159 068</b>	<b>1 817</b>	<b>121 495</b>	<b>119 482</b>	<b>2 014</b>
Marchandises	11 026	14 117	-3 091	8 457	10 339	-1 881
Services	36 848	21 274	15 574	31 573	19 088	12 486
Revenus	109 411	118 609	-9 199	77 946	85 791	-7 845
Transferts courants	3 600	5 068	-1 467	3 519	4 265	-746
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>33</b>	<b>218</b>	<b>-186</b>	<b>27</b>	<b>204</b>	<b>-177</b>
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
<b>COMPTE FINANCIER</b> <sup>21</sup>			<b>-1 881</b>			<b>-1 523</b>
<b>Investissements directs</b> <sup>21</sup>	<b>-54 921</b>	<b>46 902</b>	<b>-8 019</b>	<b>-103 247</b>	<b>87 733</b>	<b>-15 515</b>
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-25 510	9 185	-16 325	-55 182	111 968	56 786
Autres opérations, Prêts intra-groupes	-29 410	37 717	8 306	-48 066	-24 235	-72 301
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>29 368</b>	<b>1 081</b>	<b>30 448</b>	<b>-73 017</b>	<b>83 892</b>	<b>10 875</b>
Titres de participation	44 527	-12 481	32 046	-10 453	61 368	50 914
Titres de créance	-15 160	13 562	-1 597	-62 564	22 524	-40 039
<b>Produits financiers dérivés</b>			<b>-8 053</b>			<b>-11 977</b>
Autres investissements	-76 798	60 870	-15 928	49 839	-34 675	15 164
Avoirs de réserve			-329			-71
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>249</b>			<b>-313</b>

Sources : BCL/STATEC

## 2.10 LA COMPTABILITÉ NATIONALE

La première estimation du produit intérieur brut (PIB) pour le troisième trimestre 2009 fait état d'une progression du PIB en volume de 4,2% par rapport au trimestre précédent. Par rapport au troisième trimestre de l'année 2008, le recul du PIB s'élève à 2,6%.

L'estimation pour le quatrième trimestre de 2008 a été révisée à la baisse: -4,7% par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente au lieu de -3,9%. Les estimations relatives aux deux premiers trimestres de 2009 ont également été révisées à la baisse: -6,3% au lieu de -5,9% pour le premier trimestre et -7,3% au lieu de -5,3% pour le deuxième trimestre. Ces révisions sont essentiellement dues à un redressement méthodologique et statistique des données du secteur financier.

À l'exception de la formation brute de capital fixe, toutes les composantes de la demande se sont redressées au troisième trimestre de l'année 2009 par rapport au trimestre précédent. Au final, l'acquis de croissance du PIB réel calculé à l'issue de ce troisième trimestre, pour l'année 2009, s'établit à -4,0%.

Tableau 23

PIB et composantes de la demande (Données corrigées des variations saisonnières en volume)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3
PIB	-3,1	-0,9	-2,7	4,2	-4,7	-6,3	-7,3	-2,6
Consommation privée	-1,0	-0,9	0,3	0,9	2,6	0,6	-1,3	-0,7
Consommation publique	1,0	1,0	-0,4	1,5	3,5	5,6	2,7	3,1
Formation brute de capital fixe	-4,7	-10,4	-9,1	-2,4	9,9	-1,2	-9,3	-24,3
Exportations	-5,0	-4,0	-3,3	5,2	-5,2	-10,1	-13,3	-7,2
Importations	-7,3	-8,9	0,8	4,4	-1,9	-13,1	-12,1	-11,1

Source : Statec

Au niveau sectoriel, il apparaît que la croissance de l'activité s'est accélérée au troisième trimestre par rapport à la croissance enregistrée au trimestre précédent dans tous les secteurs, à l'exception de l'«agriculture, chasse et pêche». Comparé à la même période un an plus tôt, la production industrielle continue d'afficher des taux de croissance fortement négatifs. Le repli sur un an de la valeur ajoutée concerne d'ailleurs l'ensemble des secteurs, à l'exception de l'«agriculture, chasse et pêche» et, dans une bien moindre mesure, la construction et les «Autres activités de service».

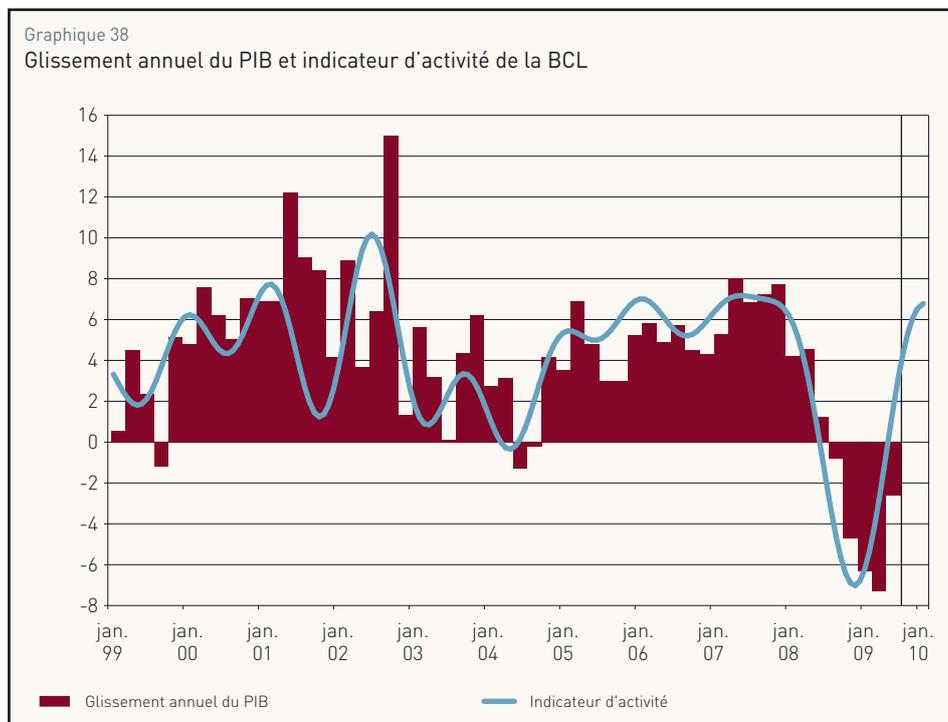
Tableau 24

PIB et valeur ajoutée par branche de production (Données corrigées des variations saisonnières en volume)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3
PIB	-3,1	-0,9	-2,7	4,2	-4,7	-6,3	-7,3	-2,6
Agriculture, chasse et pêche	3,1	4,5	4,1	3,6	-1,6	5,0	14,3	16,1
Industrie y compris énergie	-18,3	-9,5	4,3	8,6	-19,8	-26,1	-23,1	-16,2
Construction	-1,0	-1,2	-4,1	7,9	-0,2	-1,3	-6,7	1,2
Commerce, transports et communications	-5,4	0,6	-2,4	4,3	-5,6	-6,1	-9,6	-3,2
Services financiers	-1,9	-4,4	-1,2	3,4	-3,1	-10,8	-7,8	-4,2
Services immobiliers, de location et aux entreprises	-1,6	3,9	-3,5	0,3	-5,7	-2,1	-3,3	-1,0
Autres activités de services	-0,2	1,2	0,3	1,7	0,7	4,4	2,0	2,9
Valeur ajoutée totale	-5,3	-0,5	-1,8	5,1	-5,3	-6,9	-7,6	-2,8

Source : Statec

## 2.11 RETOUR SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE DÉCEMBRE 2009



Sources : Statec, calculs BCL

Les projections macroéconomiques de la BCL, qui datent de décembre dernier, laissaient augurer une hausse du PIB comprise dans une fourchette allant de -4,0% à -3,4% en 2009, après une progression nulle en 2008. S'il était admis que les politiques budgétaire et monétaire accommodantes ont contribué à enrayer un cercle vicieux, il apparaissait en décembre 2009 que de nombreuses faiblesses structurelles continuaient à caractériser l'économie mondiale et que les ajustements, notamment dans le secteur bancaire et le marché de l'emploi, n'étaient pas encore achevés, toute dynamique éventuelle de croissance positive et auto-entretenue risquant d'être contrariée par ces mécanismes de correction.

Pour l'année 2010, les projections de décembre 2009 de la BCL tablaient sur le retour à une croissance positive mais toutefois modérée, en particulier à l'aune des taux de croissance élevés traditionnellement enregistrés au Luxembourg. En outre, la croissance projetée pour 2010 était dans une large mesure imputable à un acquis de croissance favorable à la fin de 2009, l'économie étant relativement atone au cours de l'année 2010 elle-même.

Les plus récentes informations disponibles tendent à corroborer ces attentes. Comme indiqué ci-dessus, la première estimation des comptes trimestriels publiés début janvier par le STATEC laisse apparaître un taux de croissance du PIB en glissement annuel égal à -2,6% au troisième trimestre 2009 (après -7,3% au second). Ce dernier résultat avait été correctement anticipé par l'indicateur d'activité de la BCL datant du début du mois de décembre (voir le bulletin 2009/3). Ce dernier prévoyait en effet un glissement annuel du PIB évoluant autour de -2,4% au troisième trimestre de l'année.

Le nouvel indicateur d'activité, qui intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles, a été défavorablement orienté entre janvier 2007 et décembre 2008. Depuis le début de l'année 2009, il a cependant commencé à se redresser. Ce mouvement de hausse s'est poursuivi en février 2010, de sorte que l'indicateur a rejoint des niveaux comparables à ceux observés en août 2007.

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 -1,3% et +0,8% au quatrième trimestre 2009, après -2,6% au troisième selon le Statec, ce qui porterait la contraction du PIB pour l'année 2009 autour de -4,2% (soit entre -4,4% et -3,9%). Ce dernier résultat ne serait que légèrement en retrait des projections macroéconomiques de décembre 2009 décrites ci-dessus, qui, pour rappel, laissaient augurer un taux de

croissance du PIB se situant entre -4,0 et -3,4% en 2009. La croissance au premier trimestre 2010 serait plus dynamique qu'au cours du quatrième trimestre 2009, d'après l'indicateur d'activité. Le glissement annuel du PIB devrait s'établir entre -0,8% et +3,5%.

L'acquis de croissance pour 2010 enregistré à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2010 s'établirait quant à lui autour de +1,5% (soit entre -0,4% et +3,4%). Ce dernier résultat est compatible avec notre projection de décembre 2009 relative à l'ensemble de l'année 2010 (entre +1,4% et +2,4%).

## 2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

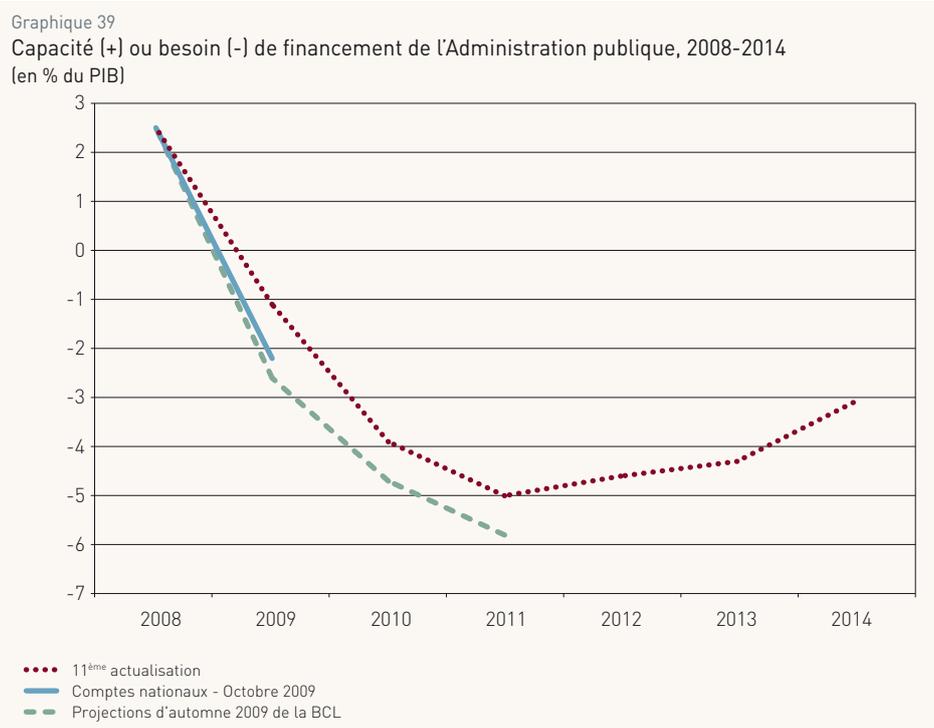
Le gouvernement a publié la onzième actualisation du Programme de stabilité et de croissance (PSC) le 5 février 2010, dans laquelle il indique la volonté de l'Etat d'imprimer une orientation plus rigoureuse à la politique budgétaire. Cette actualisation du Programme de stabilité décrit une économie luxembourgeoise qui connaîtra dans la foulée de la crise économique et financière une modification de sa trajectoire de croissance économique, caractérisée par une baisse de la croissance potentielle, une diminution de la croissance de l'emploi et un taux de chômage plus élevé que la moyenne observée ces dix dernières années.

Le graphique ci-contre offre un aperçu du solde budgétaire de l'Administration publique luxembourgeoise tel que présenté dans cette actualisation. Il compare par ailleurs ce solde d'une part aux plus récentes données notifiées par le gouvernement à Eurostat en octobre 2009 dans le cadre de la procédure EDP (Excessive Deficit Procedure), et d'autre part aux projections d'automne 2009 de la BCL.

Premièrement, il est à noter que les projections d'automne 2009 de la BCL et celles notifiées par l'Etat à Eurostat en octobre 2009 restent assez proches. La principale différence provient de l'estimation des recettes et plus particulièrement des recettes en provenance de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC).

Deuxièmement, les estimations du gouvernement publiées dans l'actualisation mentionnée ci-dessus affichent un solde public plus favorable en 2009, se situant à -1,1% du PIB comparé à -2,2% (EDP) et à -2,6% (projections d'automne 2009 de la BCL). Les trois facteurs précis à l'origine de cet écart entre les projections de la BCL et les projections de l'actualisation du PSC sont les suivants :

1. la révision du scénario macroéconomique ;
2. la divergence en ce qui concerne les recettes et plus particulièrement l'IRC ;
3. la mise en œuvre du programme d'investissements publics.



Sources : Statec, 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de stabilité et de croissance du Grand-Duché de Luxembourg pour la période 2009-2014, Projections budgétaires d'automne 2009 de la BCL.



Le scénario macroéconomique présenté dans l'actualisation repose sur des hypothèses nettement plus optimistes que celles adoptées par la BCL en décembre 2009. Parmi ces hypothèses, c'est la croissance économique réelle, le taux de l'emploi et le chômage qui affichent l'évolution comparativement la plus favorable. Cette situation reflète en partie l'amélioration des perspectives économiques, aussi bien au niveau national qu'au niveau européen, observée depuis l'automne 2009.

Ensuite, les recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) ont été sous-évaluées dans les projections de la BCL en raison d'une indisponibilité des données mensuelles concernant ce poste. Une approximation de ces recettes a été publiée par les autorités en octobre et ceci, seulement pour les neuf premiers mois de l'exercice 2009. Pour rappel, au cours de ces neuf premiers mois de 2009, les recettes concernant cet impôt ont été de 10 % supérieures au total encaissé au cours de la même période de 2008. Cette augmentation est tout à fait contre-intuitive au cours d'une période de crise économique d'une envergure exceptionnelle. Le gouvernement explique cette évolution par le décalage temporel qui existe entre le cycle économique et l'évolution de ces recettes. Il précise que l'impôt sur le revenu des collectivités encaissé en 2009 est basé sur l'évolution du résultat au cours des 4 à 5 années antérieures à 2009. Cependant, cette période englobe des années caractérisées par une profitabilité élevée des sociétés, notamment les sociétés financières, permettant d'augmenter ces recettes malgré le retournement conjoncturel.

Il ressort d'ailleurs de l'analyse de la BCL qu'une bonne partie de l'IRC est en effet traditionnellement perçue avec un significatif décalage temporel. Ce décalage est en outre assez fluctuant, ce qui complique singulièrement l'estimation du montant de l'IRC. A ce stade, il convient une fois de plus de souligner la nécessité absolue d'une publication régulière, idéalement mensuelle, du produit de l'IRC, afin de circonscrire les incertitudes inhérentes à l'inférence du produit de cet impôt. Il conviendrait même, à cette fin, de disposer d'une estimation du « millésime » des revenus générateurs d'IRC au cours d'un mois donné. Il reste très difficile pour la BCL et pour nombre d'autres institutions de prévoir les recettes afférentes si elle ne peut déterminer à quelles années se rapportent les recettes collectées par le gouvernement. Une publication régulière de ces recettes ainsi qu'une plus grande transparence quant à l'année du fait économique générateur de l'impôt sont d'une nécessité absolue du point de vue de la fiabilité des exercices de projection. Cela vaut pour les projections de la BCL, des institutions internationales et même des autorités elles-mêmes. La divergence mentionnée plus haut est un exemple concret de la problématique<sup>13</sup>. Par ailleurs, seule une transparence de ce type permettrait à la Chambre des Députés d'examiner en connaissance de cause l'évolution des finances publiques.

La BCL déplore également que le gouvernement n'ait donné aucune information sur le faible taux de mise en œuvre des investissements prévus dans le budget 2009, les programmes d'investissement ayant d'ailleurs encore été renforcés suite à la décision gouvernementale du 6 mars 2009 (annonce de mesures de relance par le Premier ministre). Ce faible taux d'implémentation des investissements annoncés a également contribué à la divergence entre les estimations d'automne de la BCL et celles de l'actualisation.

De nouveau, les informations intra-annuelles sur l'exécution des dépenses des fonds spéciaux, qui canalisent une grande partie des dépenses d'investissement de l'Etat, ne sont pas portées à la connaissance du public. Or ces données sont indispensables pour apprécier correctement l'évolution en cours d'année des finances publiques et l'exécution du budget, d'autant que les dépenses opérées par le truchement des fonds se caractérisent par une extrême volatilité. Ces données revêtent une importance particulière dans le présent contexte, puisque les dépenses d'investissement canalisées par les fonds spéciaux constituent l'un des principaux vecteurs de la politique de relance du gouvernement.

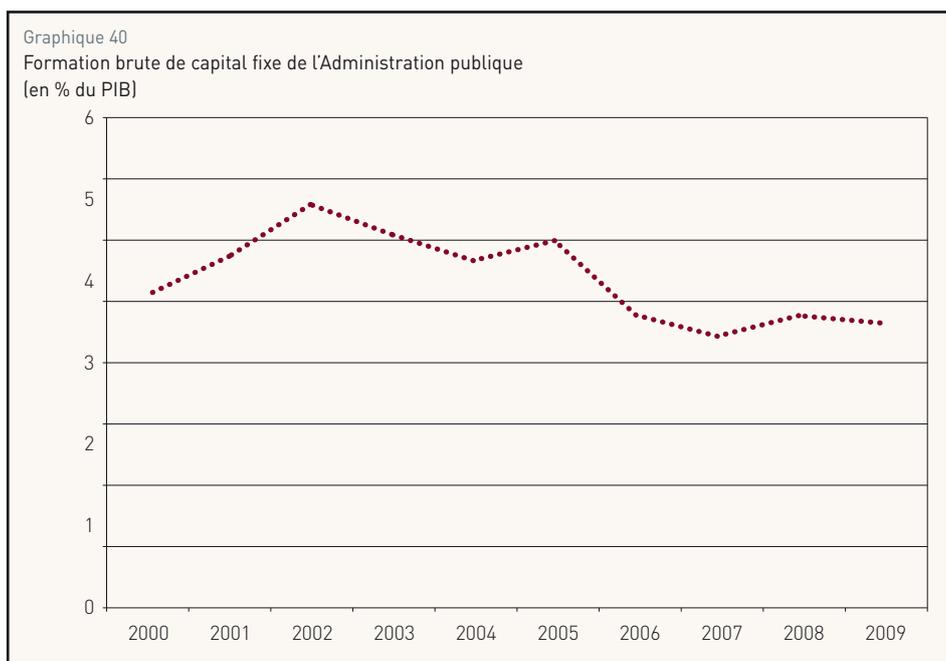
<sup>13</sup> Même les services du gouvernement ont dû réviser significativement le solde de l'Administration publique, en l'estimant à -2,2% du PIB en octobre 2009 pour le revoir à -1,1% en janvier 2010.

Selon les plus récentes données publiées par le gouvernement, les investissements publics exprimés en termes nominaux reculeraient de 7% en 2009 par rapport à 2008 et augmenteraient de 16% en 2010. Cependant, le ratio des investissements publics au PIB diminuerait légèrement en 2009, pour atteindre environ 3,9% du PIB et il demeurerait de surcroît largement inférieur au taux d'investissement observés jusqu'en 2005. Le graphique suivant illustre cette situation.

Les remarques qui précèdent ne doivent pas faire oublier qu'il convient toujours, à ce stade, de rester vigilant par rapport à l'estimation du solde budgétaire de 2009 (actuellement -1,1% du PIB comme indiqué supra). Ainsi, le 12 février 2010, le Ministre des Finances a informé la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Députés de l'évolution des recettes de l'Etat en janvier 2010 par rapport au mois correspondant de l'année précédente. Il en ressort que les recettes ont accusé une diminution de 6% de janvier 2009 à janvier 2010, en raison d'une part, d'une baisse des contributions directes (IRC, impôt de solidarité et impôt sur les traitements et salaires pour l'essentiel) et d'autre part, d'un fléchissement des recettes relevant du poste «Douanes et accises». Pour certaines recettes, comme l'IRC, le montant SEC 95 imputable à l'année 2009 n'est pas encore connu à l'heure actuelle, car il dépendra des recettes perçues au cours du premier trimestre de 2010.<sup>14</sup> Dans ce contexte, une estimation réellement robuste du solde budgétaire relatif à 2009 ne sera disponible que lorsque les recettes perçues au cours du premier trimestre 2010 seront connues.

Finalement, lorsque les projections pour les exercices **2010** et **2011** font l'objet d'une comparaison entre les deux sources<sup>15</sup> – projections d'automne de la BCL et onzième actualisation du PSC – il en ressort que la différence entre les soldes budgétaires illustrée au graphique 39 provient d'une part de l'effet de base (révision du solde budgétaire estimé par les autorités pour 2009), et d'autre part, de la différence d'estimation du taux d'implémentation des investissements publics ainsi que des recettes en provenance de l'impôt sur le revenu des collectivités.

Au-delà de **2011**, selon les projections récentes du gouvernement, le solde de l'Administration publique devrait s'améliorer à politique inchangée et ceci grâce à la reprise économique, qui devrait se dessiner pour l'économie luxembourgeoise mais également pour l'économie européenne.



Sources : Statec; 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de stabilité et de croissance du Grand-Duché de Luxembourg pour la période 2009-2014, graph BCL.

14 Ainsi, les recettes IRC telles qu'elles sont enregistrées au Luxembourg en conformité avec le système comptable SEC 95 correspondent aux recettes d'IRC encaissées par l'Etat, auxquelles s'applique cependant un glissement dans le temps de trois mois (à titre d'exemple, les recettes d'IRC encaissées en février sont censées se rapporter à novembre 2009 dans les comptes SEC 95).

15 Le gouvernement ne communique pas d'estimation en t concernant le solde budgétaire en t+2 au cours de la transmission de données à l'Eurostat (EDP).

### Stratégie de sortie de crise telle que proposée par le gouvernement luxembourgeois

Dans la onzième actualisation du PSC, le gouvernement propose une stratégie de sortie du déficit budgétaire et le retour à l'équilibre en 2014 au plus tard. Selon la même source, la réalisation de cet objectif devrait impliquer un effort budgétaire de l'ordre de 300 à 500 millions d'euros l'an au cours de la période 2011-2014, pour arriver à un effort cumulé en 2014 d'environ 1 600 millions d'euros. La consolidation budgétaire devrait commencer en 2011 et le déficit excessif doit être corrigé dès la première année de consolidation (solde de -3,0% en 2011).

La BCL déplore que le Programme ne renferme aucune piste concrète permettant d'assurer ces économies de 300 à 500 millions d'euros. L'actualisation en question se limite à présenter la trajectoire d'ajustement visant à atteindre l'objectif budgétaire d'un solde équilibré en 2014. Le gouvernement n'a présenté qu'un engagement politique à atteindre cet objectif, mais ni les mesures ni les instruments à mettre en œuvre pour l'atteindre ne sont précisés. Selon le gouvernement, il convient de ne pas anticiper le résultat des discussions avec les partenaires sociaux et le Parlement.

De surcroît, selon le Programme, l'Administration centrale continuera à afficher un déficit budgétaire de l'ordre de 1 200 millions d'euros, soit d'environ 3%, en 2014 et ce, même en cas d'ajustement budgétaire. Ce déficit impliquera alors un besoin de financement brut au niveau de l'Administration publique du même ordre de grandeur. En d'autres mots, la dette publique continuera à augmenter au-delà de 2014, même si l'équilibre devait être rétabli en 2014 au niveau de l'Administration publique, conformément à la trajectoire d'ajustement budgétaire présentée au Programme. De surcroît, le retour à l'équilibre budgétaire nominal projeté en 2014 impliquerait un déficit structurel de 0,5% du PIB. Il ne serait donc pas possible d'atteindre le nouvel objectif à moyen terme (OMT) fixé dans le Programme, soit un surplus de 0,5% du PIB (objectif de -0,8% du PIB dans l'actualisation précédente). Le gouvernement affirme qu'il est nécessaire de poursuivre l'effort d'assainissement budgétaire au-delà de 2014 afin de converger rapidement vers l'OMT.

Par ailleurs, la BCL déplore que le gouvernement se contente en guise d'OMT d'un surplus de 0,5 du PIB en termes structurels (c'est-à-dire après correction pour les variations conjoncturelles et déduction faite de mesures ponctuelles et temporaires). Ce choix implique le non-respect, par le gouvernement luxembourgeois, des récentes recommandations de la Commission européenne en la matière. Cette dernière a recommandé au gouvernement luxembourgeois d'adopter un nouvel OMT d'une valeur minimale de 0,75% du PIB, se situant dans un intervalle de 0,75% à 1,5% du PIB.

La nouvelle stratégie ne mentionne aucune règle ni norme sur la façon dont le gouvernement entend limiter ou freiner les dépenses courantes à moyen terme. Il se satisfait d'un simple rappel – évoqué dans le programme gouvernemental – selon lequel l'évolution future des dépenses de l'Etat ne devra pas dépasser la croissance économique à moyen terme.

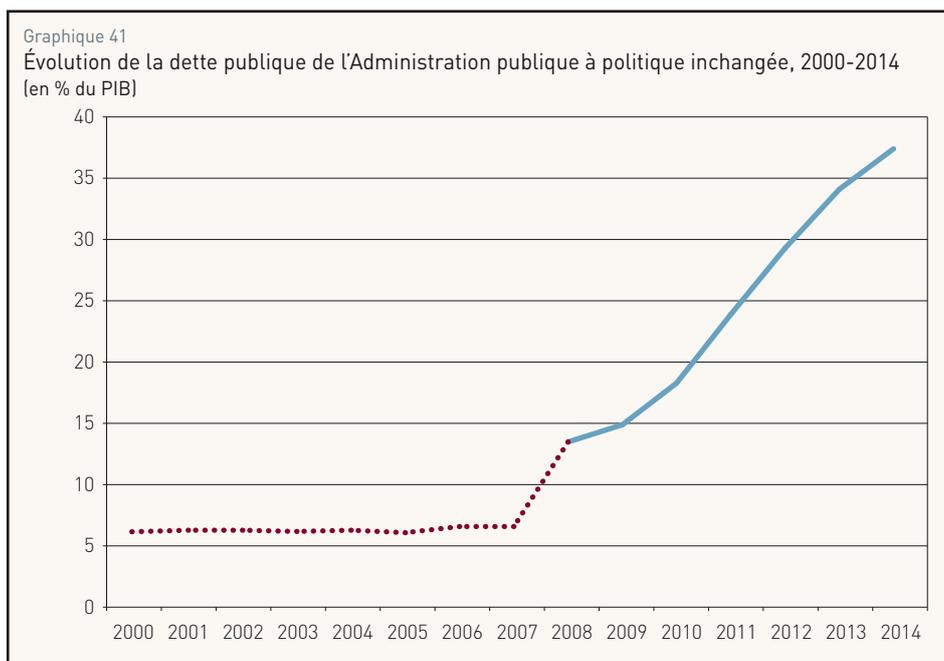
Dans son avis sur le projet de budget 2010, la BCL a mis en évidence la nécessité de l'introduction de normes budgétaires d'encadrement des dépenses publiques au Luxembourg et a proposé un cadre bien adapté au cas luxembourgeois. Pour rappel, les normes budgétaires découragent la focalisation des responsables sur les gains à court terme d'une politique budgétaire donnée, en les incitant à mettre davantage l'accent sur les avantages à moyen terme d'une stratégie budgétaire orientée vers la stabilité. Ces normes précises et transparentes fournissent en outre un meilleur point d'ancrage aux anticipations des agents économiques, ce qui facilite la planification à long terme des décisions de consommation et d'investissement de ces agents. Elles assureraient une plus grande prévisibilité de la politique budgétaire et permettraient d'éviter une croissance systématique des dépenses lors d'une période de haute conjoncture. Les revenus supplémentaires engrangés de la sorte pourraient être alloués à un fonds de réserve.

### Dettes publiques et soutenabilité à long terme des finances publiques

Après avoir été caractérisé par une relative stabilité au cours des dernières années, le ratio de la dette des Administrations publiques a affiché une hausse particulièrement nette, de plus de sept points de pourcentage, en **2008** pour s'inscrire à 13,5% du PIB. Cette évolution reflète pour l'essentiel des emprunts destinés à rétablir la situation financière d'un établissement de crédit (Fortis Banque Luxembourg). Une explication supplémentaire de la hausse prononcée du ratio de la dette tient au fait que le gouvernement a emprunté un total de 200 millions d'euros pour le financement d'investissements en infrastructures par le biais du Fonds du rail et du Fonds des routes. Finalement, un emprunt supplémentaire à court terme de 100 millions d'euros a également été contracté.

En **2009**, deux nouveaux emprunts pour un montant de 200 millions d'euros<sup>16</sup> en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes feront augmenter quelque peu le ratio de la dette, qui passera à 14,8% du PIB selon les projections d'automne de la BCL, et à 14,9% selon la dernière actualisation du PSC<sup>17</sup>. Aucune nouvelle émission obligataire n'a eu lieu en 2009, et pas davantage de nouvelle transaction en rapport avec le secteur financier.

Les années **2010** et **2011** se caractériseraient par une nouvelle augmentation de la dette publique. Suite au déficit projeté dans le budget pour l'exercice 2010, le gouvernement prévoit de lancer une nouvelle émission obligataire pour un montant de 1 350 millions d'euros. A cette émission se rajouteraient à nouveau deux nouveaux emprunts pour un montant total de 200 millions d'euros, en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes. Selon les projections d'automne de la BCL, le ratio passerait de 14,8% du PIB en 2009 à 18,6% en 2010, à comparer à 18,3% selon la 11<sup>ème</sup> actualisation du PSC. La légère différence entre les deux projections provient d'une part, de la différence du PIB nominal (effet dénominateur) et d'autre part, d'une dette un peu plus élevée dans les projections d'automne de la BCL. Ce ratio continuera à augmenter davantage en 2011 et se chiffrera à environ 24% du PIB selon les dernières estimations du gouvernement publiées dans l'actualisation du PSC. Ce chiffre reste inférieur aux projections d'automne de la BCL du fait d'une hypothèse sous-jacente aux projections, en vertu de laquelle le gouvernement utilisera davantage ses fonds propres afin d'assurer le financement du déficit projeté. Le graphique suivant illustre l'évolution de la dette de l'Administration publique luxembourgeoise selon le PSC.



Sources : Statec; 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de stabilité et de croissance du Grand-Duché de Luxembourg pour la période 2009-2014.

16 Selon la dernière actualisation du PSC, l'autorisation d'emprunt n'a pas été utilisée pour l'exercice 2009 mais le sera vraisemblablement d'ici le 31 mars 2010.

17 La légère différence entre les deux sources provient de l'effet dénominateur, le PIB nominal étant plus faible dans l'actualisation.



La croissance continue de la dette publique depuis l'exercice 2008 implique une augmentation soutenue des intérêts à payer au titre du service de la dette publique. Par ailleurs, le gouvernement a adopté l'hypothèse selon laquelle les taux d'intérêt à court terme devraient augmenter graduellement au cours de la période 2010-2014, pour atteindre 4,6 % en 2014. Les taux d'intérêt à long terme devraient également augmenter graduellement, pour passer de 4 % en 2010 à 5,7 % en 2013-2014. La dette publique croissante et les conditions de marché moins favorables devraient générer une charge d'intérêts toujours plus importante même en période d'équilibre budgétaire, étant donné que le gouvernement devra continuer à emprunter afin de couvrir le déficit de l'Administration centrale. Curieusement, le taux d'intérêt implicite devrait stagner, voire même se réduire au cours des prochaines années selon la onzième actualisation, alors que les taux d'intérêt du marché devraient au contraire augmenter comme indiqué ci-dessus.

Ensuite, dans une perspective de moyen-long terme, la BCL regrette qu'aucune mesure n'ait été prise dans le Budget 2010 ni proposée concrètement dans la dernière actualisation du PSC afin d'assurer le préfinancement des conséquences du vieillissement de la population. Pour rappel, tant les projections de la BCL que celles de la Commission européenne (réalisées avec la participation active de l'IGSS) montrent qu'il convient de préfinancer sans tarder les engagements futurs de la Sécurité sociale. Sans action rapide, le ratio de la dette publique risque de dépasser le seuil des 60 % du PIB dès 2019. L'augmentation récente de la dette publique, décrite plus haut, ne fait qu'accélérer ce pernicieux processus, qui pourrait rapidement échapper au contrôle des autorités en l'absence d'une stratégie claire et précise de consolidation des finances publiques<sup>18</sup>.

Pour rappel, l'analyse de soutenabilité à terme des régimes de pension de la BCL montre que ces régimes subiraient une franche dégradation de leur situation financière, à partir il est vrai d'une position de départ bien plus favorable que celle de l'Administration centrale. Les premiers déficits se manifesteraient déjà sur un horizon assez rapproché. En d'autres termes, le décrochage de la croissance observé dans la foulée de la crise et la possible diminution de la croissance potentielle future auront pour effet un rapprochement dans le temps de la « Rentenmauer », ce qui doit inciter les principaux acteurs à agir sans délai afin de renforcer l'assise financière du régime de pension et plus largement de la sécurité sociale.

Le gouvernement précise pour sa part que le solde de financement de la sécurité sociale du régime de pension ne deviendra négatif qu'à partir de 2025, ce qui fera diminuer la réserve jusqu'à son épuisement, aux alentours de 2035. En analysant les hypothèses sous-jacentes, il est à noter que celles-ci semblent être résolument optimistes et peu réalisables au vu de la récente crise économique qui a touché l'économie luxembourgeoise. Les hypothèses adoptées dans ce scénario sont les suivantes : un niveau de croissance potentielle de 4 % jusqu'en 2015 qui baissera ensuite à 3 %, un excédent budgétaire structurel jusqu'en 2011, un taux de chômage constant à 4,2 % et une augmentation du taux de participation en général et en particulier de celui des travailleurs âgés de 32 % à 42 % d'ici 2040-2050.

De surcroît, le récent rapport général sur la Sécurité sociale pour 2008 publié par l'Inspection Générale de la Sécurité Sociale (IGSS) indique que le projet de budget de la Caisse Nationale de Santé pour 2010 avait fait apparaître un solde négatif des opérations courantes de 80 millions euros et un déficit cumulé de 92,5 millions euros. Si le rapport réserves/dépenses courantes semble désormais être en équilibre, cela est dû à une baisse du niveau du minimum légal requis de 10 % à 5,5 % des dépenses courantes. Cette mesure figure désormais dans le projet de la loi budgétaire établi par le gouvernement et a été sanctionnée par le vote des députés. De manière plus fondamentale, le problème du déficit des opérations courantes, qui risque de se creuser davantage dans les années à venir, est loin d'être résolu. Des mesures bien plus décisives et moins cosmétiques s'imposent dans un futur proche.

<sup>18</sup> Pour plus de détails, voir avis de la BCL sur le projet de budget 2010 ainsi que l'encadré publié dans le Bulletin 03/2009 de la BCL.

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

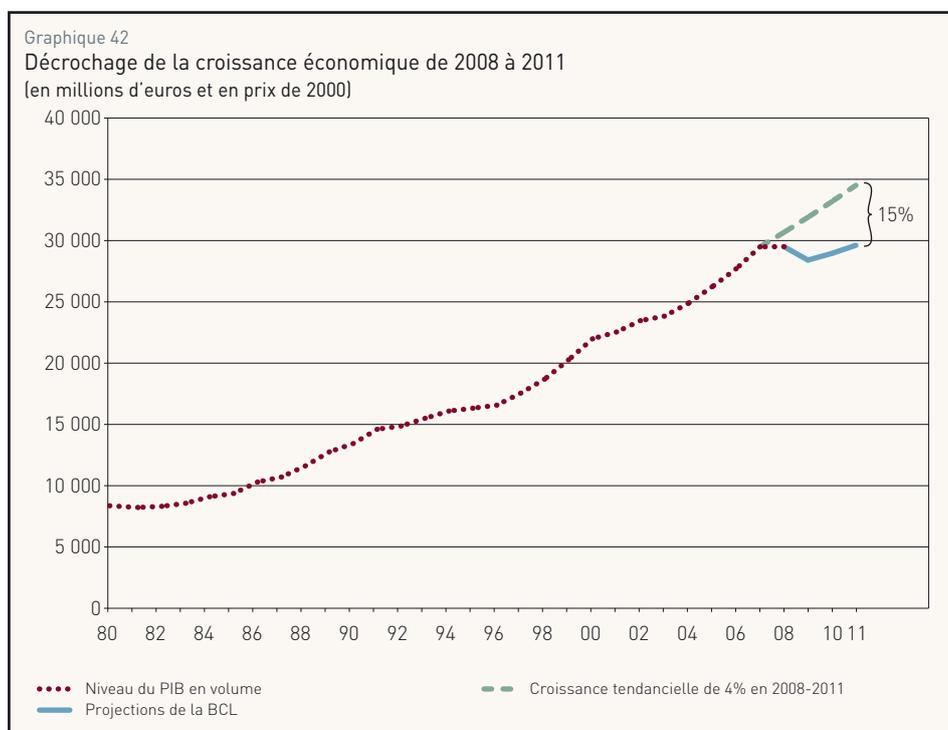
### 3 CONTRIBUTION DE LA BCL EN VUE DE LA RÉUNION DU COMITÉ DE COORDINATION TRIPARTITE

#### RÉSUMÉ : UN BRUSQUE DÉCROCHAGE DE CROISSANCE, QUI IMPOSE DES RÉFORMES D'ENVERGURE

L'économie luxembourgeoise s'est caractérisée par une croissance moyenne élevée, de l'ordre de 4% par an, au cours des récentes décennies. La crise économique et financière a mis un terme à cette croissance soutenue. Le taux de croissance effectif s'est limité à 0% en 2008 et il est même devenu significativement négatif en 2009, à raison de -3,7% (milieu de fourchette) selon les projections de décembre 2009 de la BCL. Ces mêmes projections postulent le retour à une croissance positive en 2010, qui se limiterait cependant à 1,9%. Le taux de croissance du PIB réel ne serait que légèrement supérieur en 2011 (+2,3%).

Le brusque affaissement de la croissance observé de 2008 à 2010, en particulier le taux négatif estimé pour 2009, se traduirait par un net décrochage du niveau du PIB en volume, comme l'atteste le graphique 42.

Par rapport à la tendance estimée sur la période 1960-2007, le décrochage du PIB réel exprimé en niveaux serait de l'ordre de 4% en 2008, de 12% l'année suivante et d'environ 15% en 2010. Il est a priori peu probable que cet écart de 15% entre le niveau effectif du PIB et le trend «4%» soit comblé dans le futur. Dans son «World Economic Outlook» d'octobre 2009, le FMI a étudié 88 épisodes de crises bancaires. L'une des principales conclusions de l'étude est que l'impact initial des crises bancaires sur le niveau du PIB tend à se perpétuer dans



Sources : Statec, projections BCL de décembre 2009

Le scénario « croissance linéaire » se base sur un taux de croissance de 4,0%, soit environ le taux moyen « pré-crise », observé de 1961 à 2007.

le temps. Un profil différent est certes ponctuellement observé dans certains pays, mais le rattrapage en termes de niveau par rapport au trend « pré-crise » est assez rare.

Le rattrapage sera de surcroît compliqué par certaines spécificités de l'économie luxembourgeoise. Premièrement, le taux de croissance tendanciel enregistré de 1961 à 2007, de l'ordre de 4% par an, était très soutenu. Il est plus difficile de maintenir un taux de croissance lorsque ce dernier est élevé. Deuxièmement, l'économie luxembourgeoise repose dans une large mesure sur le secteur financier, qui constitue précisément l'un des principaux vecteurs de la crise. Troisièmement, la crise a été le catalyseur de nouvelles exigences en termes de régulation et de supervision bancaire. Ces exigences (notamment en ce qui concerne le secret bancaire) sont de nature à affecter négativement le potentiel de croissance du Luxembourg.

L'histoire luxembourgeoise montre d'ailleurs qu'un rattrapage de croissance n'est pas chose aisée. Ainsi, l'important décrochage du PIB observé vers 1975 (diminution du PIB en volume de 6% pour la seule année 1975) dans le contexte de la crise sidérurgique et dans la foulée du premier choc pétrolier, n'a été complètement comblé qu'en 2000, avec dans un premier temps un accroissement durable de l'écart entre les niveaux tendanciel et effectif du PIB. Il convient en outre de noter que ce rattrapage graduel a été lié à la forte montée en puissance du secteur financier, ainsi qu'à la mise en œuvre, à partir du début des années quatre-vingt, d'un programme d'ajustement des coûts interne et externe (dévaluation). Cette fois encore, nous pensons que le Luxembourg ne pourra faire l'impasse sur des réformes structurelles que nous développons sur trois axes : compétitivité, marché du travail et finances publiques.

La compétitivité-prix et coût du Luxembourg a subi une forte détérioration, et ce avant même la survenance de la crise. Cette détérioration a dans une large mesure été masquée par la bonne tenue du secteur financier antérieurement à 2008. Le moindre dynamisme de ce dernier met en exergue la nécessité absolue d'un rétablissement de la compétitivité, qui devra constituer l'une des pierres angulaires de la Tripartite. Dans le cadre de l'UEM, seule une maîtrise interne des coûts est envisageable. C'est pourquoi nous recommandons **une flexibilisation du mécanisme d'indexation à travers un recours systématique à une norme d'encadrement.**

Le marché du travail doit constituer un deuxième axe essentiel de la Tripartite. Le décrochage précité du PIB ne pouvait que se traduire, certes avec les habituels décalages temporels, par une détérioration du marché du travail, qui s'est déjà clairement amorcée. Alors que l'emploi total enregistrait encore des taux de progression de l'ordre de 5% par an avant la survenance de la crise, il tend désormais à reculer légèrement. Il en a résulté une sensible hausse du taux désaisonnalisé de chômage au sens strict, qui a atteint le cap des 6% en dépit de la non-comptabilisation du chômage des frontaliers ainsi que de l'effet amortisseur du chômage partiel et des mesures pour l'emploi. Il importe d'enrayer au plus vite cette détérioration, afin d'éviter tout enlisement dans le chômage (phénomène d'hystérésis). Une meilleure maîtrise du coût salarial permettrait de renforcer l'attrait du facteur travail par rapport au facteur capital, ce qui concourrait à relancer l'emploi et à diminuer le chômage. Selon des données de la Commission européenne et de la BCE, les coûts salariaux par employé se sont accrus de quelque 38% au Luxembourg de 1999 à 2008. Le chiffre correspondant n'a atteint que 23% dans la zone euro et 10,5% en Allemagne. La très forte progression des coûts salariaux dans la fonction publique (+48% au Luxembourg de 1999 à 2008) n'a certes pas contribué à modérer les revendications salariales dans le secteur privé.

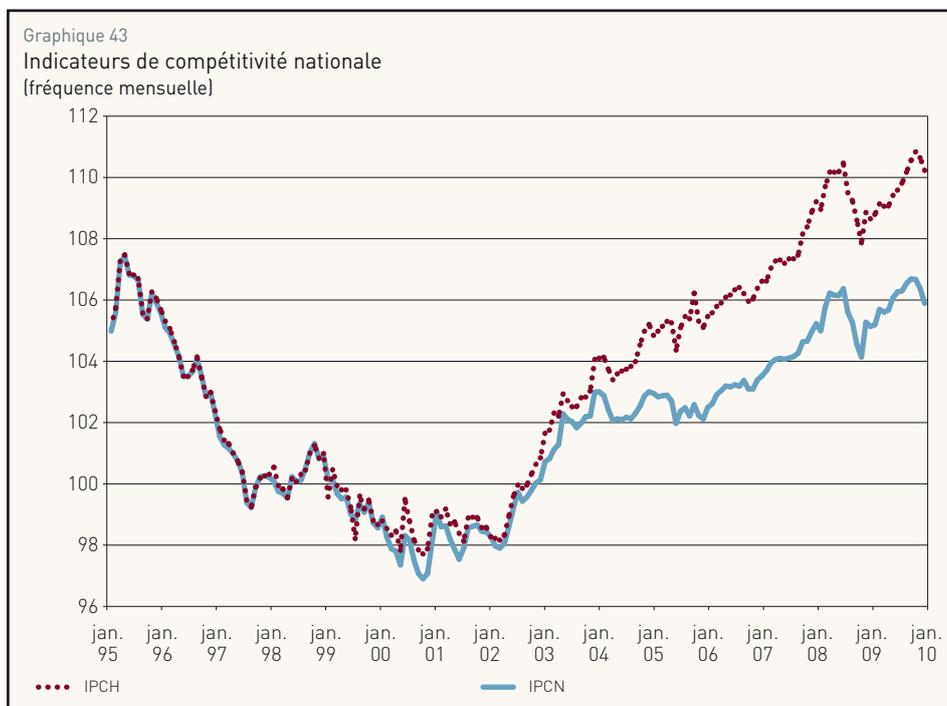
Enfin, le décrochage du PIB en niveau affecte négativement les finances publiques, qui constituent dès lors le troisième axe à privilégier lors des négociations tripartites. A terme, un décrochage de l'ordre de 15% du PIB se traduit peu ou prou par un manque à gagner proportionnel pour l'ensemble des Administrations publiques. Les recettes de ces dernières étant de l'ordre de 40% du PIB, le manque à gagner induit par le décrochage est d'environ 6% du PIB. En raison d'effets de volumes importants dans une petite économie ouverte, il ne peut être question de remédier à cette situation en rehaussant la pression fiscale.

En outre, notre système de sécurité sociale n'est viable que si la croissance du PIB en volume excède 4% l'an. Cette condition n'est plus du tout respectée et elle ne le sera sans doute pas davantage au cours des décennies à venir. Nous plaçons pour **une norme d'encadrement des dépenses publiques plus stricte qu'elle ne l'est** actuellement. D'autre part, des mesures structurelles s'imposent dans le domaine de la sécurité sociale, en particulier en ce qui concerne **le mode de calcul des pensions. De même, nous suggérons d'inciter les travailleurs âgés à opter pour un âge de départ à la retraite plus en ligne avec la situation prévalant à l'étranger.**

Ces trois axes sont abordés et détaillés tour à tour ci-dessous.

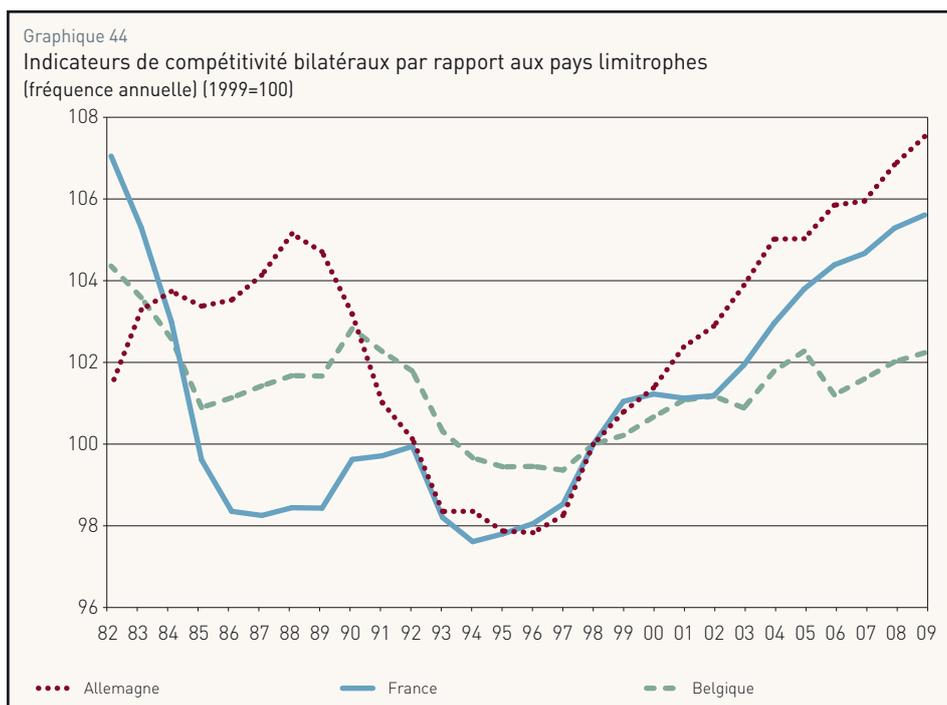
### 3.1 COMPÉTITIVITÉ ET BALANCE DES PAIEMENTS

#### 3.1.1 Indicateurs de compétitivité prix et coûts



Sources : données ECB, calculs BCL

Le graphique 43 présente les indicateurs de compétitivité nationale calculés avec les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN). Les indicateurs comparent le niveau des prix au Luxembourg avec une moyenne pondérée des prix (en euro) de 36 pays partenaires. Le niveau est normalisé à 100 au premier trimestre 1999. Les taux moyens de progression annuelle de ces deux indicateurs depuis janvier 2000 sont de 1,2% pour celui basé sur l'IPCH et de 0,8% pour l'indicateur établi à partir de l'IPCN. Il en résulte une détérioration cumulative de la compétitivité de respectivement 8% (IPCN) et 11% (IPCH) par rapport au niveau de 2000. En se limitant aux évolutions récentes, on observe une amélioration de la compétitivité (baisse de l'indicateur) au deuxième semestre 2008, mais cette amélioration s'est avérée transitoire. Une nouvelle baisse a eu lieu ces deux derniers mois mais elle est très limitée.



Sources : données DG ECFIN, calculs BCL

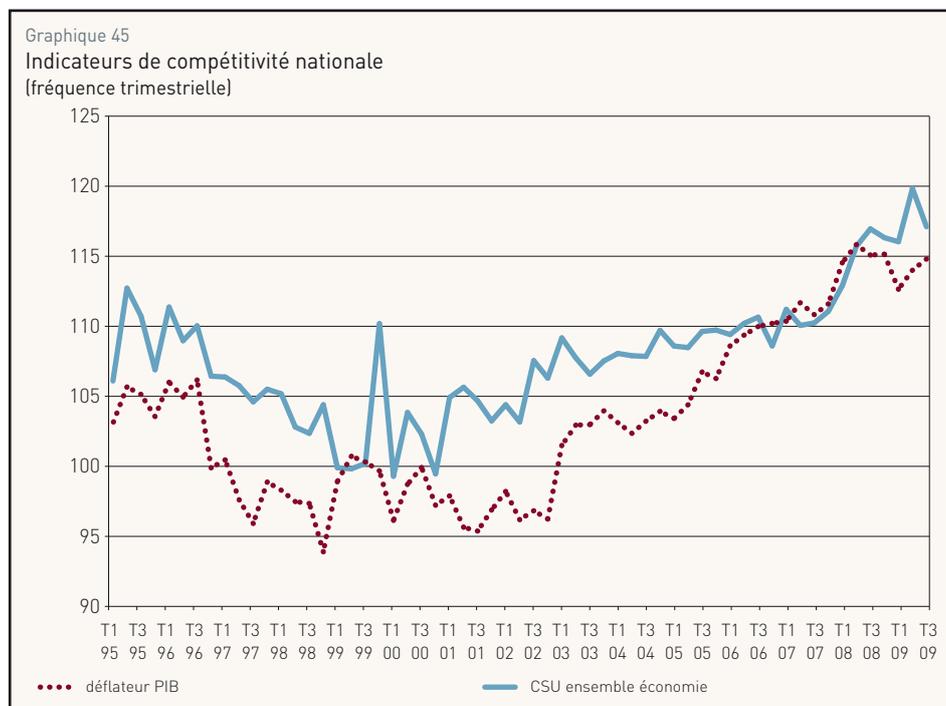
Le graphique 44 permet d'apprécier l'évolution de la compétitivité prix du Luxembourg par rapport aux trois pays limitrophes. Il est établi sur la base de données annuelles d'indices des prix à la consommation depuis 1982, année de la dévaluation du franc belgo-luxembourgeois. Il met en relief une forte détérioration de la compétitivité du Luxembourg par

rapport aux trois pays limitrophes. Il est établi sur la base de données annuelles d'indices des prix à la consommation depuis 1982, année de la dévaluation du franc belgo-luxembourgeois. Il met en relief une forte détérioration de la compétitivité du Luxembourg par rapport aux trois pays limitrophes. Ces pays additionnels représentent moins de 5% des exportations du Luxembourg et cela ne change donc pratiquement pas les résultats.

Le graphique 44 permet d'apprécier l'évolution de la compétitivité prix du Luxembourg par rapport aux trois pays limitrophes. Il est établi sur la base de données annuelles d'indices des prix à la consommation depuis 1982, année de la dévaluation du franc belgo-luxembourgeois. Il met en relief une forte détérioration de la compétitivité du Luxembourg par

rapport à chacun des trois pays considérés, et ce depuis la moitié des années quatre-vingt-dix. La dégradation a été particulièrement sensible dans les cas de l'Allemagne et, bien que dans une moindre mesure, de la France.

L'indicateur basé sur les prix à la consommation présente l'avantage d'une fréquence mensuelle et d'une disponibilité rapide. Cependant, les prix à la consommation couvrent beaucoup de biens et services qui ne sont pas exportés et excluent d'autres produits qui le sont (biens d'investissement, biens intermédiaires). C'est pourquoi la compétitivité nationale est aussi mesurée en comparant des mesures de prix plus générales: le déflateur du PIB ou le coût unitaire salarial pour l'ensemble de l'économie. Ce dernier a l'avantage de comparer des coûts et pas uniquement des prix et il reflète à la fois les fluctuations relatives du salaire par employé et de la productivité apparente du travail.

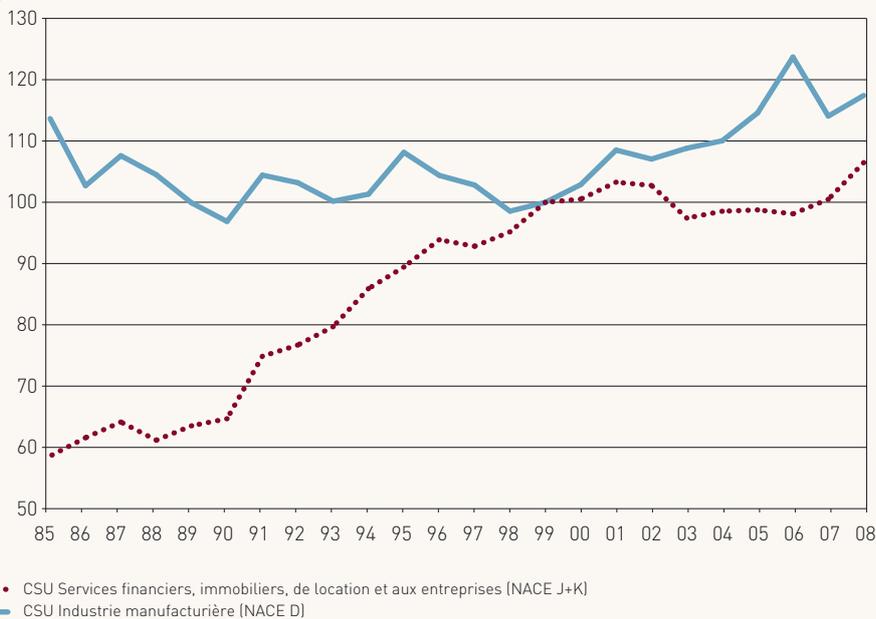


Sources : données ECB, calculs BCL

Les indicateurs basés sur ces deux déflateurs sont disponibles seulement à fréquence trimestrielle et sont présentés dans le graphique 45. Depuis 2000, la détérioration annuelle moyenne a été de 1,7% pour l'indicateur basé sur le déflateur du PIB et de 1,1% pour celui basé sur le CSU pour l'ensemble de l'économie. La détérioration cumulée depuis le premier trimestre 2000 a été de 19,4% selon l'indicateur basé sur le déflateur du PIB et de 17,9% pour celui basé sur le CSU. Ces chiffres sont donc encore un peu plus mauvais que ceux établis à partir des prix à la consommation. Si les évolutions plus récentes du déflateur du PIB ont été assez volatiles, rien ne permet d'affirmer qu'une inversion de la tendance est en cours.

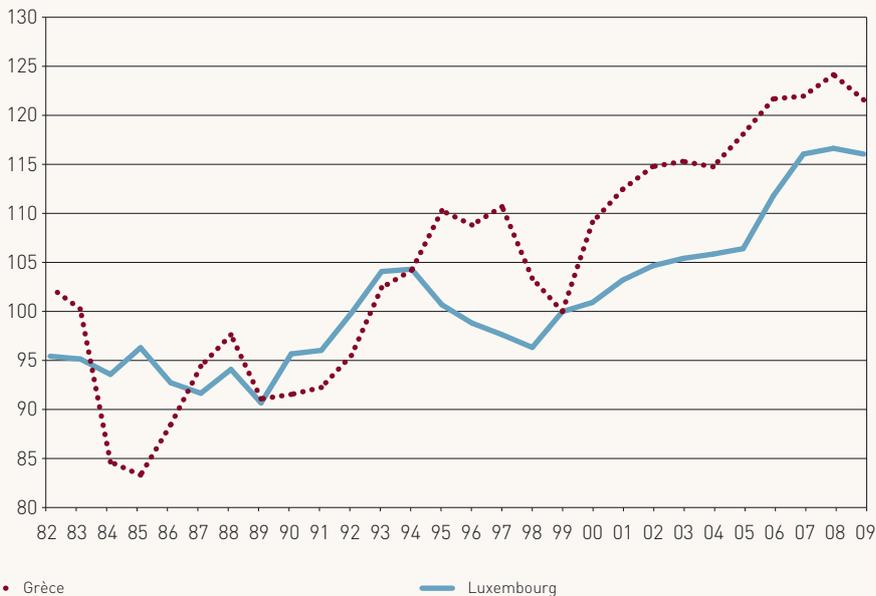
A leur tour, les indicateurs de compétitivité basés sur ces variables macroéconomiques sont parfois critiqués parce que la structure de l'économie domestique n'est pas nécessairement comparable à celle des pays partenaires. Suivant ce raisonnement, il est possible de construire des indicateurs de compétitivité qui se limitent à la comparaison internationale des prix ou des coûts dans un secteur de production individuel. Le graphique 46 compare les coûts salariaux unitaires au Luxembourg et à l'étranger d'une part pour la seule industrie manufacturière (secteur NACE D) et d'autre part seulement pour les services financiers, immobiliers, de location et aux entreprises (secteurs NACE J+K). Entre 2000 et 2008, la compétitivité s'est détériorée dans les deux branches. La détérioration annuelle moyenne a été de 1,9% pour l'industrie manufacturière et de 0,74% pour les services. La détérioration cumulée depuis 2000 est de 14,1% et de 5,9% respectivement. A noter que la disponibilité limitée des données de comptabilité nationale sous-jacentes (publiées par Eurostat) réduit fortement le nombre de pays partenaires. Cependant, les neuf pays partenaires utilisés pour l'indicateur industrie couvrent plus de 71% des exportations des biens et les huit pays utilisés pour l'indicateur services représentent plus de 77% des exportations de services.

Graphique 46  
Indicateurs de compétitivité nationale  
(fréquence annuelle)



Sources : données ECB, calculs BCL

Graphique 47  
Indicateurs de compétitivité CSU ensemble économie  
(1999=100)



Sources : données DG ECFIN, pondérations ECB, calculs BCL

Le dernier graphique retrace l'évolution sur longue période, soit depuis 1982, d'indicateurs de compétitivité à fréquence annuelle basés sur le CSU. Les données sont issues de la base AMECO de la commission européenne, de sorte que la couverture géographique est moins large que celle des graphiques précédents. Les pondérations antérieures à 1995 se basent sur la ventilation géographique du commerce en 1995-1997.

Les calculs mettent en exergue une sensible détérioration de cet indicateur depuis 2000 et davantage encore à partir de 1990. Le Luxembourg a reperdu les significatifs gains de compétitivité enregistrés dans la foulée de la dévaluation du franc belgo-luxembourgeois – qui pour rappel est survenue en 1982 – et de l'important effort d'ajustement interne des coûts consenti à cette époque. En 2008, l'indicateur basé sur les CSU a atteint son niveau le plus élevé – c'est-à-dire le plus défavorable du point de vue de la compétitivité – au cours de toute la période d'observation. La situation ne s'est que très légèrement améliorée en 2009. Le graphique 47 montre également que le Luxembourg a connu une évolution quasiment aussi défavorable que celle de la Grèce, ce qui constitue assurément un signal d'alarme.

## 3.1.2 Niveaux de productivité et balance des paiements

Malgré cette perte relative de compétitivité, nombre d'observateurs mettent en exergue une productivité qui reste toujours beaucoup plus importante au Luxembourg que dans d'autres économies développées. Ce constat est apparemment corroboré par le tableau 25, basé sur les données de la comptabilité nationale. Selon la colonne (2), la productivité apparente du travail atteindrait pratiquement le double de la moyenne similaire de la zone euro.

Tableau 25

Valeur ajoutée à prix courants divisée par emploi total

(En milliers d'euros par habitant, valeurs moyennes 2006-2008)

	Economie totale : Rapport Valeur ajoutée nominale / Emploi total	Part relative du secteur financier dans la VA totale en %	Secteur « intermédiation financière » : Rapport Valeur ajoutée nominale / Emploi total	Economie totale hors « intermédiation financière » : Rapport Valeur ajoutée nominale / Emploi total
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Zone euro	56,3	5,0	99,9	53,4
BE	69,1	5,5	118,8	66,0
DE	55,6	4,1	73,1	54,1
FR	67,8	4,7	101,3*	64*
LU	101,9	28,9	251,5	80,3

Sources : Statec, Eurostat

\* En milliers d'euros par habitant, valeurs moyennes 2006-2007

Ce constat est cependant trompeur. Les disparités apparentes affectant le niveau de la productivité du travail sont dans une large mesure dues à la forte productivité en niveau enregistrée dans le secteur financier luxembourgeois. La colonne (4) du tableau montre que la productivité dans le secteur financier luxembourgeois est 2,5 fois plus élevée que la valeur correspondante relative à la zone euro, la même proportion de 2,5 prévalant également vis-à-vis de la moyenne pour l'économie luxembourgeoise dans son ensemble. Cette situation est imputable au fait que les activités du secteur financier luxembourgeois sont assez atypiques par rapport aux activités financières exercées dans d'autres pays. Beaucoup plus que chez ces derniers, l'intermédiation financière est au Luxembourg un secteur orienté vers l'exportation et nettement moins vers les activités « retail », qui sont caractérisées par une productivité moyenne moins élevée. L'effet productivité du secteur financier au Luxembourg est magnifié par la part élevée du secteur financier dans la valeur ajoutée totale (colonne (3)). Lorsque l'on ajuste mécaniquement la productivité afin de redresser l'impact divergent du secteur financier (colonne (5)), on s'aperçoit que le différentiel entre le Luxembourg et la zone euro diminue de manière sensible (du facteur 1,8 au facteur 1,5) et n'est plus que d'environ un cinquième avec la Belgique. Ce rapport de 1,5 est lui-même sujet à caution, car le différentiel de productivité qu'il met en exergue est également dû au secteur public. Or la valeur ajoutée des Administrations publiques est évaluée sur la base de la consommation publique, dont la masse salariale constitue la principale composante. Ce concept de productivité est par conséquent peu significatif sur le plan économique. Il reflète simplement le niveau élevé des rémunérations dans la fonction publique luxembourgeoise. Les ratios de productivité dans l'industrie, la construction et la branche « Electricité, gaz et eau » sont d'ailleurs peu ou prou similaires aux ratios correspondants observés dans les pays limitrophes, sans plus.

A cette relativisation des chiffres agrégés a priori très positifs s'ajoute un autre facteur d'importance. Le niveau élevé du rapport entre la valeur ajoutée (VA) nominale et l'emploi total est en bonne partie dû à l'évolution passée des prix de vente de la production domestique. Le tableau 26 (comparaison entre la VA nominale et la VA réelle) montre que l'évolution de la productivité du travail au cours des dix années passées n'a pas été particulièrement favorable au Luxembourg. Si sur la période de 1998 à 2008 le rapport de la VA nominale à l'emploi total a en moyenne augmenté de 4,6 % par an au Luxembourg, un cinquième

de cette variation seulement était dû à une amélioration de la productivité du travail. Cette augmentation de 4,6 % a pour l'essentiel reflété l'évolution du déflateur de la valeur ajoutée, donc l'évolution des prix. Cet effet prix a atteint pratiquement le double de la valeur correspondante observée de 1998 à 2008 pour la zone euro. En ce qui concerne la productivité du travail dans l'ensemble de l'économie, l'évolution annuelle moyenne mesurée pour le Luxembourg (+0,7 %) est en ligne avec celle enregistrée pour la zone euro (+0,8 %), mais inférieure aux valeurs correspondantes pour la Belgique, l'Allemagne et la France. La désagrégation par secteur (industrie manufacturière et intermédiation financière) ne fait que confirmer ces résultats.

Tableau 26  
Variation moyenne de la productivité (1998-2008)  
(Variations moyennes en pourcentages)

	Economie totale			Industrie manufacturière			Intermédiation financière		
	Productivité			Productivité			Productivité		
	« nominale »	« réelle »	différence	« nominale »	« réelle »	différence	« nominale »	« réelle »	différence
Zone euro	2,9	0,8	2,0	3,3	2,4	1,0	3,8	2,5	1,3
BE	3,0	1,0	2,0	3,0	2,7	0,2	3,6	4,0	-0,5
DE	1,8	1,1	0,7	3,2	2,9	0,3	1,1	0,7	0,4
FR	3,2	1,0	2,1	2,3	2,9	-0,6	2,8	2,5	0,3
LU	4,6	0,7	3,9	3,6	1,4	2,3	7,8	1,1	6,7

Sources : Statec, Eurostat

Si la croissance du secteur financier a bénéficié à l'économie luxembourgeoise au cours des dernières décennies (création d'emplois, recettes fiscales, croissance du PIB, ...), une croissance plus que proportionnelle d'un seul secteur a également donné lieu à une perte de poids relatif pour d'autres secteurs. Ces autres branches de l'économie ont pu être confrontées à des difficultés dans leurs propres pratiques d'embauche, surtout en présence d'un secteur dominant caractérisé par une profitabilité élevée, qui est de ce fait en mesure de concéder des salaires nettement supérieurs à la moyenne. Ainsi, l'industrie manufacturière luxembourgeoise a vu son importance relative se réduire de manière continue, aussi bien en termes de valeur ajoutée (réelle et nominale) qu'en termes d'emploi. Certes, l'industrie manufacturière a également cédé du terrain au sein de la zone euro, mais de manière beaucoup moins accentuée qu'au Luxembourg. La diminution relative de la part de l'industrie manufacturière dans la valeur ajoutée totale (de 13 % à 9 %) entre 1998 et 2008 correspond à un recul d'un tiers, tandis que la valeur correspondante pour la zone euro (recul de 20 % à 17 %) ne s'est réduite que de 12 %.

Deux conclusions se dégagent de l'analyse développée dans cette section :

**Premièrement**, la dominance d'un secteur économique particulièrement performant et dynamique peut avoir des effets bénéfiques. Cependant, si ce secteur entre dans une phase de crise – et ceci éventuellement pour une période prolongée – la spécialisation de ce secteur peut être un désavantage. L'économie risque en effet de ne pas être suffisamment diversifiée pour offrir des « moteurs de relais » au secteur en déclin, duquel dépendent nombre de recettes fiscales et qui exerce un puissant effet d'entraînement sur d'autres branches (les services aux entreprises par exemple).

Ce premier constat, de même que celui d'une compétitivité défailante, est renforcé par une analyse de la balance des paiements. Nombre d'observateurs évoquent un paradoxe entre la bonne tenue de la balance courante luxembourgeoise d'une part et la détérioration des indicateurs de compétitivité d'autre part. Ce paradoxe n'est cependant qu'apparent. Si l'année 2008 s'est soldée par un excédent de 5,5 % du PIB, il s'agit là du moins bon résultat depuis 1971. Pour rappel, l'excédent atteignait encore 9,7 % du PIB en 2007 et même près de 12 % en 2004. La composition de l'excédent courant de 5,5 % enregistré en 2008 est plus symptomatique encore. La balance des services s'est soldée par un considérable excédent, qui s'est établi à près de 52 % du PIB sous l'influence déterminante des services financiers. Ce surplus des services tend

d'ailleurs à augmenter au cours du temps. Il se limitait en effet à 34 % du PIB en 2000 et à un peu plus de 15 % en 1995. A l'inverse, la balance des biens est nettement déficitaire, à raison de 10,9 % du PIB en 2008. Cette faiblesse de notre commerce extérieur revêt d'ailleurs un caractère structurel, comme l'indique le graphique 48. Le taux de couverture des importations par les exportations est en effet inférieur à 70 %. Il tend en outre à diminuer au cours du temps. Ce taux atteignait encore plus de 100 % en 1970, soit avant la crise sidérurgique.

Les données de balance des paiements mettent particulièrement bien en exergue la vulnérabilité que constitue la forte dépendance de l'économie luxembourgeoise à l'égard du secteur financier.

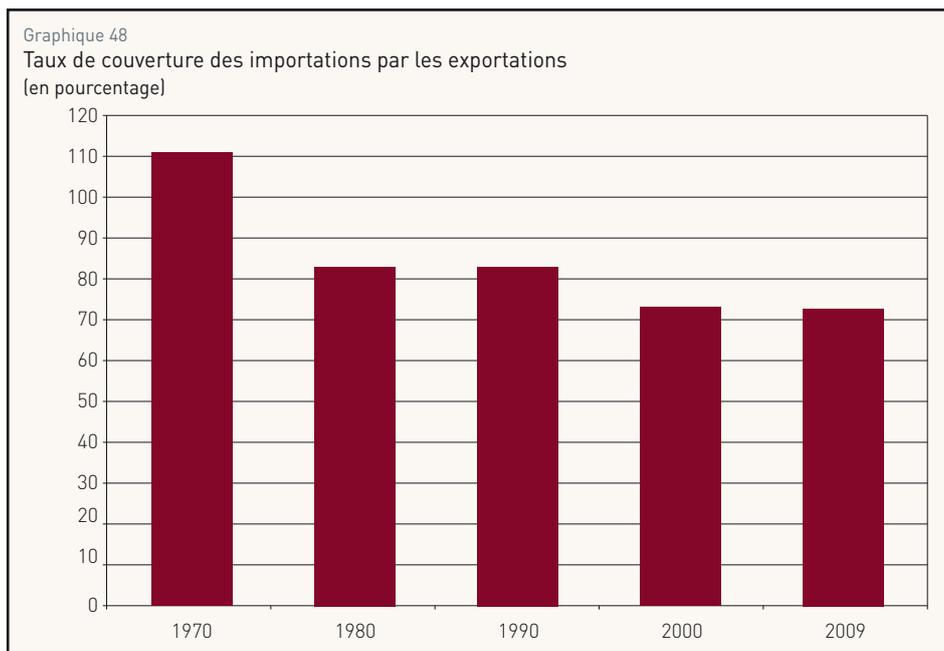
**Deuxièmement**, les fortes augmentations passées de la valeur ajoutée sont, au Luxembourg, davantage imputables à une augmentation soutenue des prix de la valeur ajoutée qu'à une hausse de la productivité du travail. Dans le contexte d'une demande externe dynamique, ces augmentations des prix ont permis aux employeurs de payer des salaires dont l'évolution a excédé celle de la productivité. Cependant, les augmentations de salaires supportées par une hausse soutenue

des prix et non par des hausses de productivité constituent une lourde hypothèque lorsque la demande internationale diminue. Des considérations de compétitivité-prix ou coût, comme la remise en question de l'indexation automatique des salaires, tendent alors à gagner en importance. Ces aspects sont examinés dans la section suivante.

### 3.2 MARCHÉ DU TRAVAIL

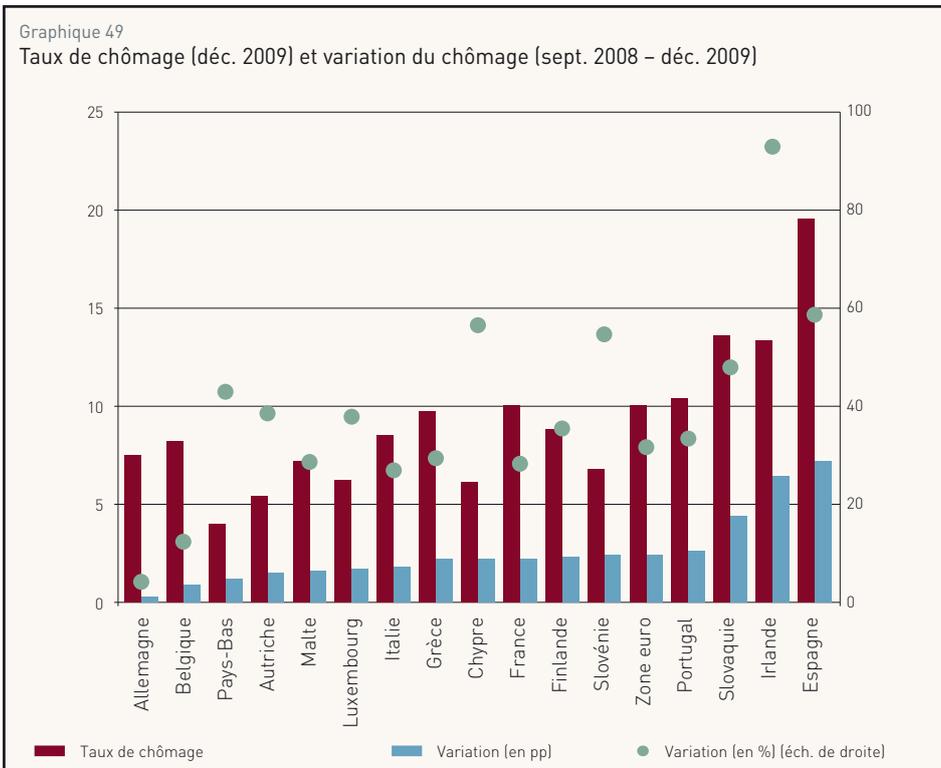
Au sein de la zone euro, la croissance de l'emploi a ralenti dès 2007 pour devenir négative à partir du troisième trimestre de 2008. Après avoir baissé de 9,0 % en janvier 2005 à 7,2 % en fin d'année 2007, le taux de chômage s'est remis à augmenter à partir du deuxième trimestre 2008 pour passer à 8,2 % en fin d'année 2008. Selon les plus récentes données disponibles, il se serait établi à 10 % en décembre 2009, c'est-à-dire un niveau plus élevé que les points culminants atteints au cours du cycle conjoncturel précédent.

Ce chiffre agrégé cache des évolutions assez divergentes au niveau national. En fait, comme le montre le graphique 49, ce sont l'Espagne et l'Irlande qui, depuis la généralisation de la crise en septembre 2008, ont subi les augmentations les plus élevées du taux de chômage, aussi bien en termes de points de pourcentage qu'en termes relatifs (variation du chômage par rapport au niveau initial du taux de chômage en septembre 2008). A l'autre bout de la liste des pays se trouvent l'Allemagne et la Belgique, qui n'ont vu augmenter leur chômage que de manière assez limitée – aussi bien en termes relatifs qu'en termes de points de pourcentage.



Source : Statec

Graphique 49  
Taux de chômage (déc. 2009) et variation du chômage (sept. 2008 – déc. 2009)



Source : Eurostat

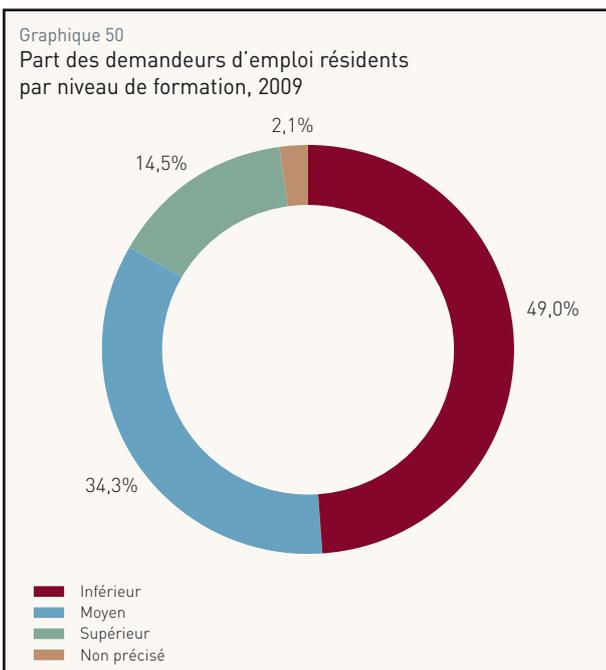
Italie, Grèce, France, Finlande, Portugal) ainsi que dans la zone euro dans son ensemble (32%).

A ces observations s'ajoutent deux éléments négatifs pour le Luxembourg. Premièrement, les salariés non-résidents qui sont jusqu'à présent les plus affectés par l'évolution défavorable de l'emploi, ne sont pas repris dans le taux de chômage officiel du Luxembourg. Suite au fait que les salariés résidents sont

surreprésentés dans les « autres services » qui sont relativement plus protégés de la crise, mais aussi parce que l'emploi intérimaire, qui a beaucoup souffert dans le contexte de la crise, est surtout assuré par des frontaliers, l'évolution du taux de chômage officiel donne une image incomplète de la performance du marché du travail du Luxembourg. Deuxièmement, la hausse du chômage au Luxembourg n'est pas un problème récent et conjoncturel mais est en cours depuis le début des années 2000. C'est donc un problème de nature structurelle, que la récente récession n'a fait que rendre plus criant encore. Il est donc important d'essayer de mieux comprendre ce phénomène de hausse du chômage afin d'en tirer des conclusions de politique économique.

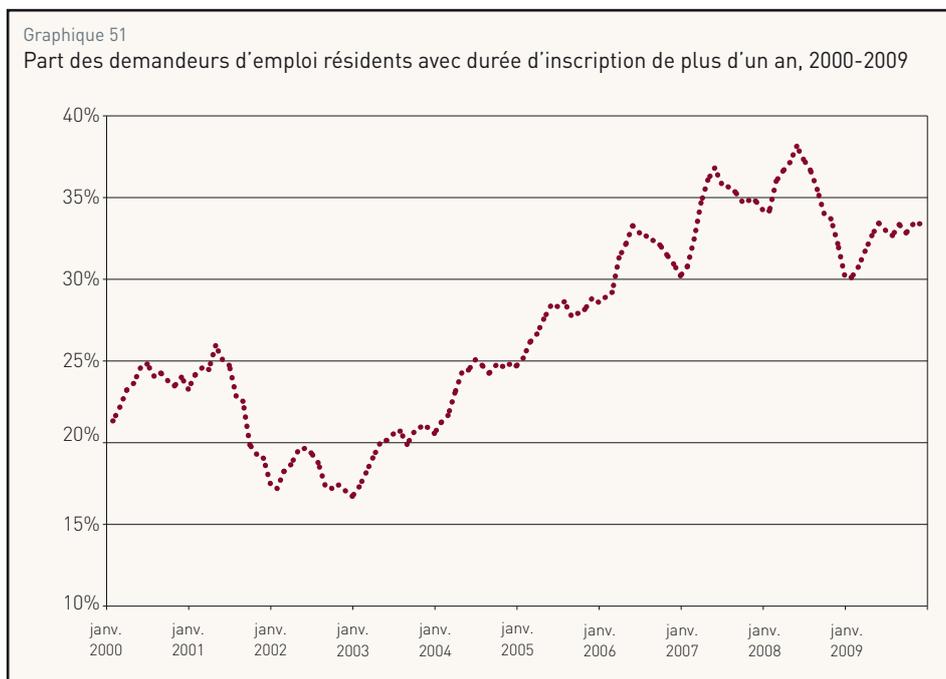
Vu le degré d'ouverture très élevé du marché du travail (plus de 40% des emplois existants sont occupés par des frontaliers), on peut naturellement se demander si l'arrivée massive de travailleurs frontaliers pourrait expliquer la détérioration du chômage des résidents. Divers travaux de la BCL ont déjà montré que si l'arrivée de frontaliers provoquait évidemment un effet d'éviction des résidents, elle créait également des externalités positives pour l'économie qui *in fine* étaient supérieures aux effets négatifs (voir par exemple BCL, 2008, ou Pierrard, 2008).

Graphique 50  
Part des demandeurs d'emploi résidents par niveau de formation, 2009



Source : Statec

La décomposition du chômage est encore plus riche d'enseignements. Premièrement, les peu qualifiés représentent quasiment 50% des chômeurs (voir le graphique 50). Suite au développement de «l'économie de la connaissance», on peut supposer que la demande de travail qualifié a fortement augmenté, relativement à la demande de travail peu qualifié. Afin de maintenir le niveau d'emploi existant, tant pour les peu qualifiés que pour les qualifiés, l'offre de travail ou les salaires relatifs doivent s'adapter. Or, l'offre de travail ne s'adapte qu'avec retard et, surtout, les salaires relatifs sont restés probablement plus ou moins inchangés pour différentes raisons, dont l'indexation et d'autres rigidités pesant sur la formation des salaires.



Source : Statec

Deuxièmement, le pourcentage de chômeurs de longue durée a également fortement augmenté au cours des 10 dernières années (voir le graphique 51), suggérant l'existence d'une sorte de trappe à chômage. La récente crise économique n'a fait qu'accentuer ces dysfonctionnements du marché du travail et donc n'a fait que souligner le besoin de réformes visant à enrayer le phénomène d'«hystérésis».

Comme indiqué ci-dessus, un mode de formation des salaires moins rigide permettrait de pallier le phénomène de «trappe à chômage».

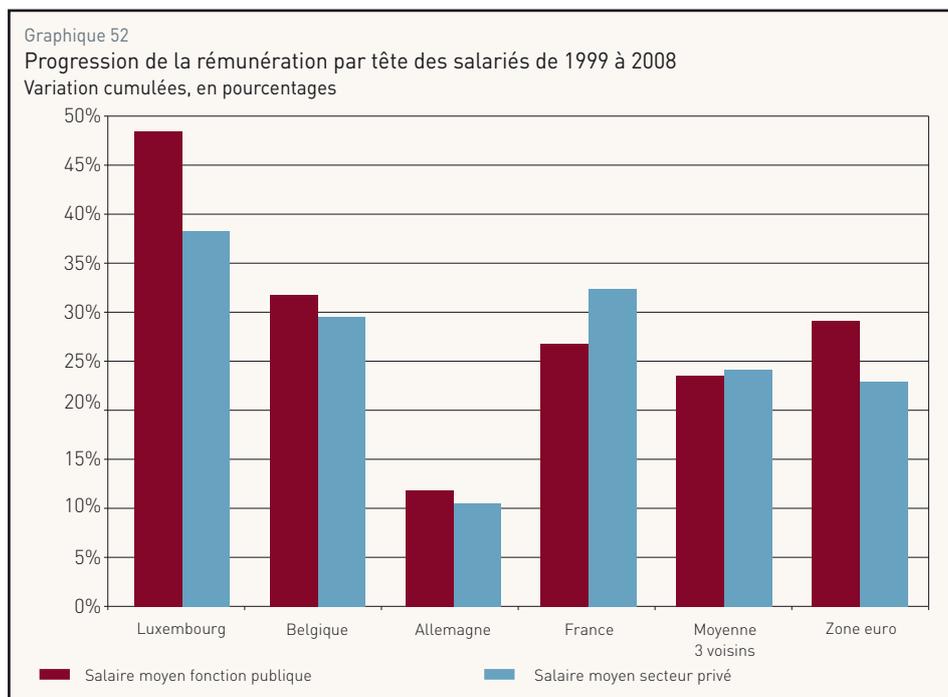
### 3.2.1 Indexation et encadrement des coûts salariaux

L'état défaillant de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise ainsi que la dégradation observée sur le marché du travail justifient la mise en place d'un encadrement plus performant de nos coûts salariaux. Une meilleure maîtrise du coût salarial permettrait de renforcer l'attrait du facteur travail par rapport au facteur capital, ce qui concourrait à relancer l'emploi et à diminuer le chômage.

Selon des données reprises au graphique suivant, les coûts salariaux par employé privé se sont accrus de quelque 38% au Luxembourg de 1999 à 2008. Le chiffre correspondant n'a atteint que 23% dans la zone euro et 10,5% en Allemagne. La très forte progression des coûts salariaux dans la fonction publique (+48% au Luxembourg de 1999 à 2008) n'a certes pas contribué à modérer les revendications salariales dans le secteur privé. Dans cette perspective et tout en gardant à l'esprit l'optique «finances publiques», il conviendrait de réfléchir à l'opportunité de mesures telles que l'encadrement des salaires d'entrée dans la fonction publique.

La forte croissance des coûts salariaux au Luxembourg s'explique également par l'indexation des salaires aux prix. La plupart des pays ont aboli les mécanismes d'indexation automatique des salaires à l'inflation à la fin des années 70, suite aux chocs pétroliers. Le Luxembourg est un des seuls pays de la zone euro à compter un tel dispositif parmi les outils de sa politique économique et les partenaires sociaux s'opposent aussi en général à sa suppression complète. En périodes dites «normales», les plus fréquentes, ces mécanismes sont rarement critiqués. Lorsque des chocs négatifs et positifs d'ampleur limitée se succèdent

de manière aléatoire, on peut supposer que l'incidence des pratiques d'indexation est en grande partie neutre à moyen terme en ce qui concerne l'inflation, la compétitivité, l'activité économique. Les mécanismes d'indexation sont surtout critiqués en cas de nécessité d'ajustement – en périodes de crise – lorsqu'il y a lieu de procéder à un arbitrage entre maintien de l'emploi et maintien du niveau du salaire réel.



Sources : BCE, Commission européenne

Afin de tempérer les effets néfastes de ce mécanisme sur les coûts salariaux, certains observateurs proposent des « remèdes ». Entre autres, sont souvent suggérés la tranche indiciaire maximale (limitant l'impact sur les salaires à 1,5 fois le salaire social minimum) et l'adoption d'un indice de référence alternatif sur lequel les salaires sont indexés. En Belgique par exemple, les salaires ne sont pas indexés sur un indice des prix à la consommation global, mais sur un « indice-santé », c'est-à-dire un indice des prix qui exclut le tabac, l'alcool et les produits dont les prix évoluent étroitement avec le prix du pétrole. Ce mécanisme alternatif permet de neutraliser toute répercussion automatique des prix pétroliers sur les salaires, susceptible de déclencher une spirale prix-salaires. L'index dit santé per-

met également d'éviter de pénaliser les entreprises au moment même où ces dernières sont déjà confrontées à un renchérissement de leurs inputs énergétiques de production (« double pénalité »).

Indexer sur l'objectif d'inflation poursuivi par la BCE pourrait atténuer le risque de spirale prix-salaires en cas de hausse des prix de l'énergie et/ou des matières premières. Alternativement, il a été suggéré d'indexer les salaires sur l'inflation de la zone euro ou l'inflation moyenne de nos pays voisins afin d'éviter un impact particulièrement dommageable sur la compétitivité-coût du Luxembourg, lorsque l'inflation domestique (l'indice de référence) connaît une dérive défavorable par rapport aux partenaires commerciaux.

Des simulations contrefactuelles permettent d'analyser plus en détail ces propositions, et de mesurer l'impact sur l'échelle mobile des salaires (EMS) tel qu'il aurait résulté de l'application de différents indices de prix dans le cadre du mécanisme d'indexation au Luxembourg. Les différentes variantes d'indices de prix simulées en lieu et place de l'IPCN sur la période 1997-2009 sont les suivantes : (i) l'indice IPCN sans les neutralisations et sans la modulation du mécanisme automatique sur la période de la mi-2006 à la fin 2009<sup>19</sup>, (ii) l'indice IPCN excluant l'énergie, mais incluant le gaz<sup>20</sup> (*Alternative 1*), (iii) l'indice IPCH de la zone euro (*Alternative 2*), (iv) une progression linéaire de 2% (*Alternative 3*), (v) l'indice IPCN excluant l'énergie, mais incluant le gaz, et excluant l'alcool et le tabac (*Alternative 4*), (vi) la moyenne de l'indice IPCH

19 Les neutralisations de l'impact des hausses de certaines taxes indirectes sur la progression des salaires sont spécifiques au mécanisme basé sur l'IPCN et elles ne peuvent être transposées mécaniquement aux alternatives considérées. De même, la modulation du mécanisme automatique telle qu'elle a prévalu de la mi-2006 à la fin 2009, n'a pas été retenue, pour des raisons évidentes.

20 Le gouvernement a instauré des aides financières pour compenser la perte du pouvoir d'achat résultant d'une forte hausse du prix du pétrole, comme l'allocation de vie chère (pour des ménages défavorisés), l'ancienne allocation chauffage. Cette compensation de perte de pouvoir d'achat pourrait témoigner d'une certaine inefficience des outils traditionnels de la politique économique.

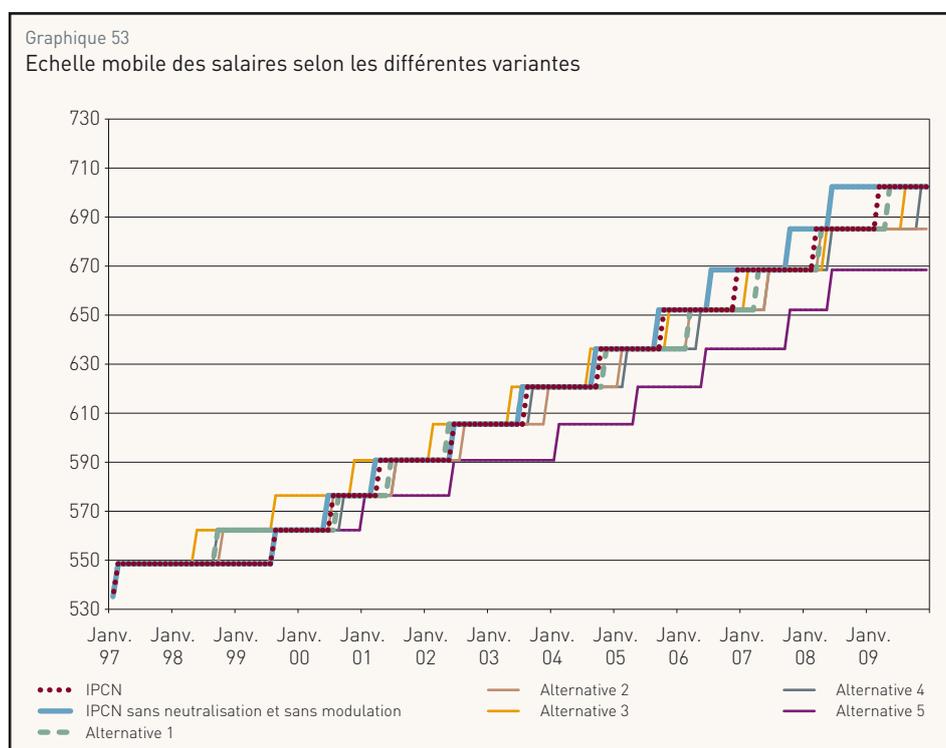
des trois pays voisins (*Alternative 5*), ce dernier scénario se rapprochant des mesures adoptées au début des années quatre-vingt. Il convient de rappeler, même si cela semble évident, que moins vite un indice alternatif évolue par rapport à l'IPCN, plus importante sera la modération simulée de l'évolution de l'EMS par rapport au scénario de base.

Le tableau 27 présente la progression totale des différents indices en décembre 2009 depuis respectivement janvier 1997 et janvier 1999, le début de l'UEM. Parmi les indices étudiés, l'IPCN a connu la progression la plus importante, alors que l'indice basé sur l'inflation moyenne dans les trois pays limitrophes a connu l'évolution la plus modérée. Hormis ce dernier, tous les autres indices ont connu une évolution totale relativement similaire. Cependant, si les dynamiques à long terme tendent à converger, les dynamiques observées au cours de périodes spécifiques peuvent diverger substantiellement. Ainsi, on notera que le niveau de l'IPCN ou de l'IPCH moyen des trois pays limitrophes stagne quasiment depuis le début de 2008, alors que les autres indices continuent à progresser.

Tableau 27  
Progression totale des indices des prix à la consommation  
(En pourcentages)

Scénario	IPCN	IPCN ex énergie + gaz	IPCH zone euro	Hausse linéaire de 2 %	IPCN « santé » + gaz	IPCH pays limitrophes
		1	2	3	4	5
Jan'97 - déc'09	31	29	28	29	28	23
Jan'99 - déc'09	28	26	25	24	25	22

Le graphique 53 reprend l'EMS telle qu'elle aurait résulté de l'application des indices de référence alternatifs. Fin 2009, l'EMS aurait atteint le niveau de 702 quelle que soit la variante<sup>21</sup>, sauf pour les alternatives 2 et 5. Toutefois, pour l'alternative 2, l'ajustement serait (vraisemblablement) déclenché au début de l'année 2010. Ainsi, pour toutes ces variantes à l'exception du scénario 5, le niveau de salaire atteint en fin de période (ou immédiatement après pour l'alternative 2) aurait été le même, indépendamment de l'indice ou du panier de référence. Il n'y aurait donc pas de gain ou de perte de pouvoir d'achat des employés, à l'exception des variations engendrées par les décalages temporels des ajustements. Par contre, pour l'alternative 5 (inflation moyenne des trois pays limitrophes), les ajustements de salaires auraient été plus faibles, et ceci à concurrence de deux tranches indiciaires. Et ce « retard » aurait été accumulé graduellement depuis 2001. Cette dernière variante est donc bien la seule qui aurait permis d'enrayer partiellement la détérioration de la compétitivité-coût.



21 Le graphique montre aussi que la modulation temporaire du mécanisme d'indexation n'a finalement pas eu d'effet sur le niveau de salaire en fin de période.



Les échéances des tranches indiciaires varieraient bien entendu en fonction du scénario retenu. Il apparaît cependant que ces différences ne sont pas de nature systématique. Dans certains cas, la hausse de 2,5% des salaires serait avancée par rapport au scénario de base, tandis qu'elle serait retardée dans d'autres cas. Il est évident qu'en cas de forte accélération de l'IPCN, les indices alternatifs ont tendance à tempérer les ajustements de salaire par rapport au scénario de base. Si l'inflation globale s'accélère à cause d'une hausse des prix des produits pétroliers, l'exclusion de ces produits du panier/indice de référence contribue à ralentir la dynamique salariale et permet d'éviter que deux chocs défavorables se superposent (ajustement à la hausse des salaires et amorçage d'éventuels effets de second tour, au moment précis où les entreprises sont confrontées à un renchérissement du prix des matières premières).

Que conclure de ces simulations? Premièrement, il est clair qu'elles s'entendent *ceteris paribus*. On ne peut tenir compte des effets qui se seraient produits si, ex ante, un mécanisme d'indexation alternatif avait été en place. Etant donné le phénomène d'auto-allumage de l'inflation, il est concevable que l'inflation des prix des services, et donc aussi l'inflation globale, ait pris une trajectoire différente si les tranches indiciaires étaient tombées à des échéances différentes. On ignore aussi l'impact sur les négociations des salaires réels<sup>22</sup> tout comme sur d'autres variables macro-économiques, dont l'emploi. Deuxièmement, la plupart des mécanismes conduisent à des résultats quasiment identiques. Troisièmement, la seule différence significative est observée en cas d'indexation sur les pays voisins. Cependant, ces simulations constituent un exercice exclusivement illustratif et les résultats sont bien spécifiques à la période étudiée (notamment, cela est dû à la faiblesse structurelle de l'inflation allemande fin des années 90 et début des années 2000). Il serait erroné de leur conférer un pouvoir prédictif. Ainsi, si le Luxembourg passait par une période d'inflation relativement plus faible due par exemple à un affaiblissement de la demande domestique, alors les mécanismes alternatifs qui indexerait sur la base de l'inflation observée dans les pays limitrophes seraient évidemment une aberration.

Au-delà de la question du mécanisme d'indexation, il semble crucial de veiller à l'évolution, par rapport aux principaux partenaires commerciaux, des coûts salariaux et de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise **dans son ensemble** mais aussi **par secteur**. Il y a lieu de procéder à des évaluations régulières et, en cas de dérive, il incombe aux partenaires sociaux de procéder périodiquement à des ajustements pour corriger ces dérives. Ainsi, l'instauration de normes salariales globale et sectorielles, et des mécanismes correcteurs correspondants, permettrait de redresser les dérives induites par le mécanisme d'indexation automatique. Historiquement, une certaine flexibilité a pu être appliquée au mécanisme d'indexation, sur une base *ad hoc*. Par exemple, la modulation temporaire de l'indexation en 1982-1984, avec à la clé des salaires qui n'ont été adaptés que partiellement à l'inflation, avait été appliquée lors de la crise sidérurgique et dans la foulée de la dévaluation du franc. De la mi-2006 à 2009, la modulation temporaire du mécanisme d'indexation avait consisté à fixer préalablement les échéances indiciaires. En conséquence, celles-ci n'étaient plus conditionnelles à l'évolution de l'inflation globale. Ce mécanisme avait pour mérite d'assurer aux employeurs une visibilité accrue en la matière, sur un horizon de plus de trois ans. L'incertitude quant à l'impact de l'indexation sur les coûts salariaux a par conséquent été neutralisée au cours de la période de modulation. Serait concevable une transformation de cette flexibilité *ad hoc* en une flexibilité systématique. Il conviendrait dans cette optique de réactiver le système prévalant à partir du début des années quatre-vingt, reposant sur une convocation du Comité de coordination tripartite en cas de décrochage de la compétitivité du Luxembourg par rapport à ses principaux partenaires commerciaux.<sup>23</sup>

22 Les recommandations éventuelles pour contrer ou pour corriger une évolution défavorable de la compétitivité-coût ne peuvent se faire exclusivement sur base d'une appréciation du mécanisme d'indexation automatique des salaires. Il conviendrait d'analyser la formation des salaires dans son ensemble.

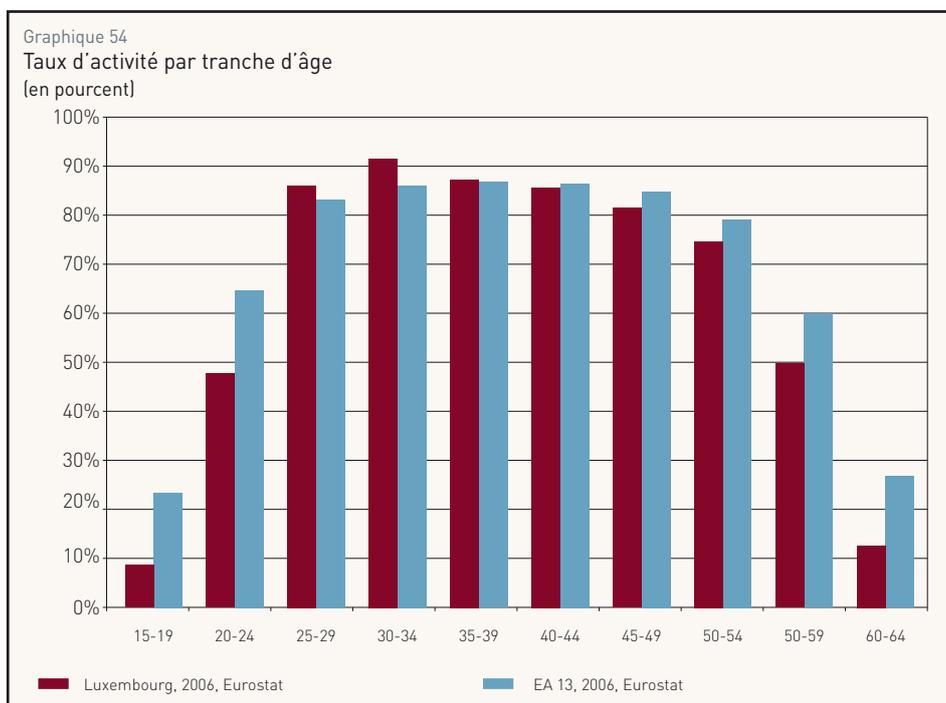
23 Loi du 24 décembre 1984 « portant modification de l'article 21 de la loi du 22 juin 1963 fixant le régime des traitements des fonctionnaires de l'Etat et de l'article 21 de la loi modifiée du 24 décembre 1977 autorisant le gouvernement à prendre les mesures destinées à stimuler la croissance économique et à maintenir le plein emploi ».

Nous terminerons avec deux remarques. Premièrement, une responsabilité particulière incombe également au gouvernement. Certes, il ne participe pas directement aux négociations (du salaire réel) du secteur privé, mais le gouvernement exerce un impact direct sur ces salaires à travers ses décisions biannuelles sur la progression du salaire minimum. Les progressions du salaire réel dans la fonction publique exercent probablement également une incidence indirecte sur les salaires dans le reste de l'économie. Deuxièmement, plutôt qu'une «indexation flexible», il serait possible d'imaginer une «flexibilité encadrée», consistant à abandonner le mécanisme automatique d'indexation, en échange de hausses de salaires nominales négociées entre partenaires sociaux en fonction de l'évolution relative de la compétitivité de l'économie.

### 3.2.2 Taux d'activité des travailleurs âgés

Le taux d'activité des travailleurs âgés revêt une considérable importance, ce dont témoigne sa position au confluent du marché du travail et des finances publiques (pensions). Cette problématique se pose en outre avec une acuité particulière au Luxembourg. Comme le montre le graphique 54, le taux d'activité des travailleurs âgés est plus faible au Luxembourg que dans la moyenne des pays européens et il semble évident qu'encourager les travailleurs âgés à rester sur le marché de l'emploi ne peut qu'améliorer les perspectives du système de pension.<sup>24</sup> Par ailleurs, le taux de remplacement net (pension en pourcentage des revenus antérieurs) est beaucoup plus élevé au Luxembourg que dans les pays voisins<sup>25</sup> de sorte qu'une diminution de ce taux 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 100% à 90%) réduit bien sûr les dépenses du système de pensions, mais dope également le taux d'activité des travailleurs âgés qui augmente de 15 points de pourcent (il passe donc légèrement au-dessus de la moyenne européenne). Cela stimule l'emploi, le PIB, mais aussi les rentrées fiscales qui augmentent à long terme de l'ordre de 5% du PIB.



24 Par rester sur le marché du travail, nous entendons augmenter l'âge effectif de la retraite, qui est actuellement au Luxembourg de 59,2 ans pour les hommes et de 60,3 ans pour les femmes.

25 En moyenne de 99% au Luxembourg pour 65% en Belgique, 67% en France et 60% en Allemagne, voir OCDE; le taux de remplacement au Luxembourg varie en fonction inverse du revenu.

De manière similaire, une baisse immédiate de 10 points de pourcent du taux de cotisation des travailleurs (qui passe de 12 % au total, dont 8 % pour les pensions, à 2 %) de la classe d'âge 55-65 ans coûte initialement peu à l'Etat car très peu de personnes de cette tranche d'âge travaillent. Par contre, cette politique incite les travailleurs à retarder leur départ à la retraite. Le taux d'activité augmente de ce fait de quelque 15 points, ce qui accroît fortement la base fiscale et partant le montant des cotisations. A long terme, cette politique s'autofinance à la faveur de ces recettes additionnelles.

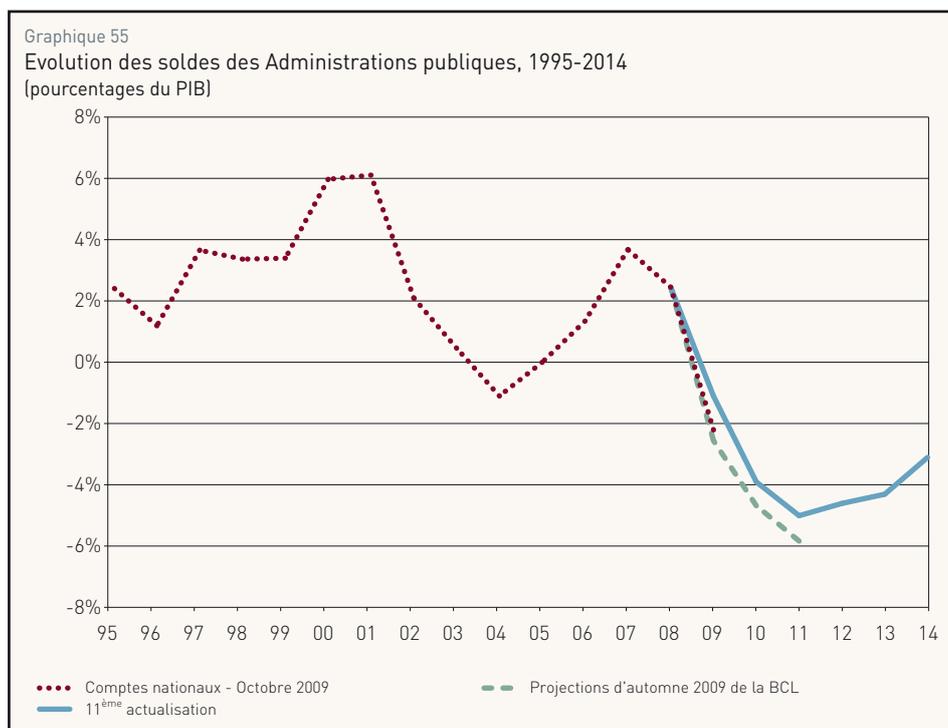
Pour terminer, nous insistons qu'il est faux de penser qu'une augmentation du taux d'activité des travailleurs âgés accroît le taux de chômage des jeunes travailleurs. Cette idée repose sur la prémisse fallacieuse que la demande de travail est une quantité fixe, ou, de façon plus imagée, que l'économie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

### 3.3 FINANCES PUBLIQUES

Le solde budgétaire de l'ensemble des Administrations publiques luxembourgeoises a été en équilibre ou en excédent tout au long de la période 1995-2008, sauf en 2004. Cette situation s'explique dans une large mesure par une croissance économique très favorable sur une période assez longue. Cette tendance s'est cependant inversée en 2009, comme le confirme la onzième actualisation du Programme de stabilité et de croissance (PSC) publiée le 5 février 2010 par le Ministère de Finances. Le solde des Administrations publiques passerait en effet de 2,5 % du PIB en 2008 à -1,1 % du PIB en 2009 (voir graphique 55). En 2010, le

solde se détériorerait davantage et accuserait un déficit substantiel de 3,9 % du PIB, toujours selon la même source. Quatre facteurs expliqueraient cette détérioration : les mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2009 et 2010, le plan de conjoncture annoncé le 6 mars 2009, l'impact direct de la crise économique et financière sur les recettes de l'Etat et enfin l'impact de cette crise sur les dépenses liées au sous-emploi. L'Administration centrale serait davantage affectée par ces facteurs négatifs. Son solde serait déficitaire à raison de 2,9 % du PIB en 2009 et de 5,5 % en 2010.

Les projections de décembre 2009 de la BCL laissent déjà augurer une nette détérioration des soldes budgétaires de l'ensemble des Administrations publiques luxembourgeoises. Ces projections



Sources : Statec; 11<sup>ème</sup> actualisation du Programme de stabilité et de croissance du Grand-duché de Luxembourg pour la période 2009-2014, projections fiscales d'automne 2009 de la BCL.

étaient légèrement moins optimistes que celles du PSC, comme l'illustre le graphique 55. Cette situation est principalement imputable à des recettes collectées au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) plus favorables qu'escompté en décembre. Pour rappel, au cours des neuf premiers mois de 2009, les recettes concernant cet impôt ont été de 10% supérieures au total encaissé au cours de la même période de 2008. Cette augmentation est due au décalage temporel qui existe entre le cycle économique et l'évolution de ces recettes.<sup>26</sup>

Il semble malheureusement assez probable que le solde des Administrations publiques continuera de se détériorer structurellement au cours des prochaines années. En effet, le Luxembourg pourrait connaître à l'avenir une croissance tendancielle plus basse que par le passé, bien inférieure à 4% par an. Or ce taux de 4% est communément évoqué comme étant celui qui permettrait d'assurer l'équilibre à long terme de la Sécurité sociale, en particulier du régime de pension. L'excédent de la Sécurité sociale, de l'ordre de 1,6% du PIB en 2011 selon les projections de la BCL de décembre 2009, est appelé à s'étioler dans un tel contexte. A l'impact du décrochage du niveau du PIB et du taux potentiel de croissance plus bas va s'ajouter l'incidence sur les dépenses publiques du vieillissement de la population. Selon l'Ageing Working Group (AWG) et la Commission européenne, les dépenses liées au vieillissement vont s'accroître à concurrence de 18% du PIB d'ici 2060 au Luxembourg, dont 15% pour les seules pensions. Le Luxembourg serait au sein de l'Union européenne le pays le plus exposé à ce dérapage.

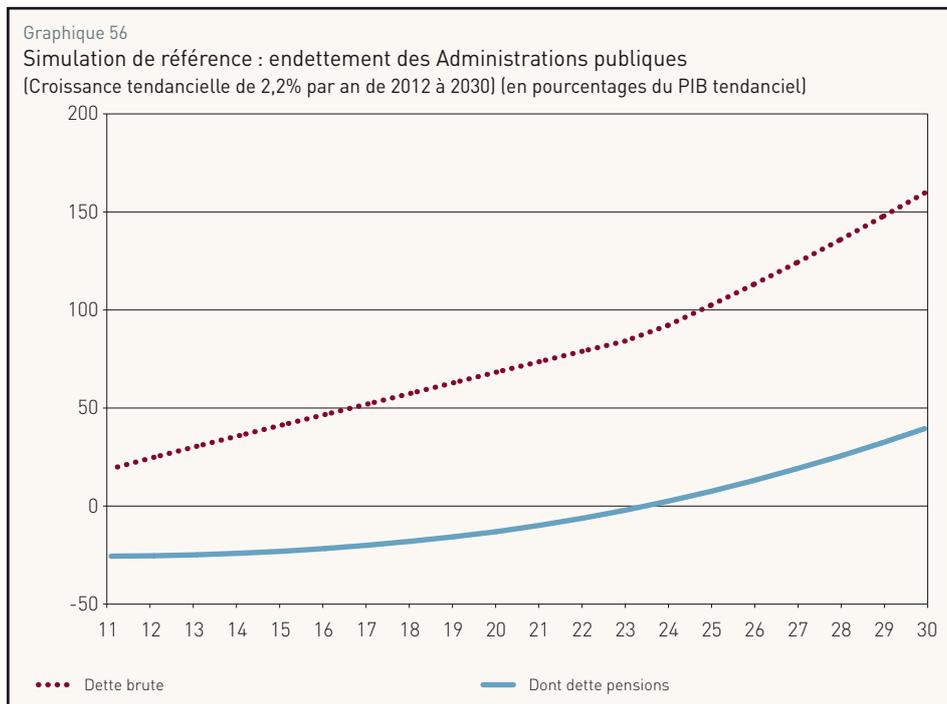
La conjonction de ces éléments (décrochage 2008-2011, croissance potentielle plus faible, vieillissement) donnera lieu à une forte augmentation tendancielle de la dette publique en l'absence d'une politique de consolidation budgétaire résolue et suffisamment proactive.

### 3.3.1 Evolution de la dette publique

En 2008, le niveau de la dette figure parmi les plus faibles dans la zone euro, avec un ratio de 14,8% du PIB, mais la tendance est ascendante. Une analyse publiée par la BCL dans son rapport annuel 2008, qui s'appuie notamment sur les travaux de l'AWG, met en exergue le danger inhérent aux trois éléments mentionnés ci-dessus. Les résultats de cette analyse ont été remis à jour dans le cadre du présent texte, sur la base des nouvelles projections et des révisions des données des finances publiques survenues au cours des derniers mois. Les nouvelles simulations tablent sur un taux de croissance tendanciel d'un peu plus de 2% par an dès 2012, et non à partir de 2025 seulement comme dans les projections de l'AWG. Les résultats obtenus mettent en exergue une évolution préoccupante de la dette brute consolidée des Administrations publiques (voir graphique 56). La dette brute consolidée dépasserait le seuil des 60% du PIB dès 2019, sous les hypothèses décrites dans le rapport annuel 2008 (croissance mise à part : voir ci-dessus). Ce scénario, effectué à politique inchangée, révèle en outre que la dette brute consolidée excéderait le seuil de 40% du PIB dès 2015 et celui de 50% à partir de 2017. Ces résultats sous-estiment pourtant à un égard les conséquences d'une politique empreinte de laxisme budgétaire. Ils supposent en effet la stabilité, tout au long de l'horizon de projection, des taux d'intérêt supportés par les Administrations publiques. Or le coût moyen de la dette pourrait augmenter, si les marchés et les sociétés de notation financière s'avisait de réviser à la baisse la cotation du Luxembourg dans le sillage d'un endettement croissant. D'autant que ces sociétés font preuve d'une plus grande prudence et réactivité depuis la survenance de la crise économique et financière.

26 En l'absence d'une publication régulière, idéalement mensuelle, du produit de l'IRC, y compris une estimation du « millésime » des revenus générateurs d'IRC au cours d'un mois donné, toute projection de finances publiques demeurera nécessairement entachée d'un degré d'incertitude élevé. Cette incertitude est encore exacerbée par l'absence d'informations précises sur l'évolution intra-annuelle des dépenses des fonds spéciaux, en particulier dans le domaine des investissements publics. D'autant que ces dépenses sont extrêmement volatiles.

Graphique 56  
Simulation de référence : endettement des Administrations publiques  
(Croissance tendancielle de 2,2% par an de 2012 à 2030) (en pourcentages du PIB tendanciel)



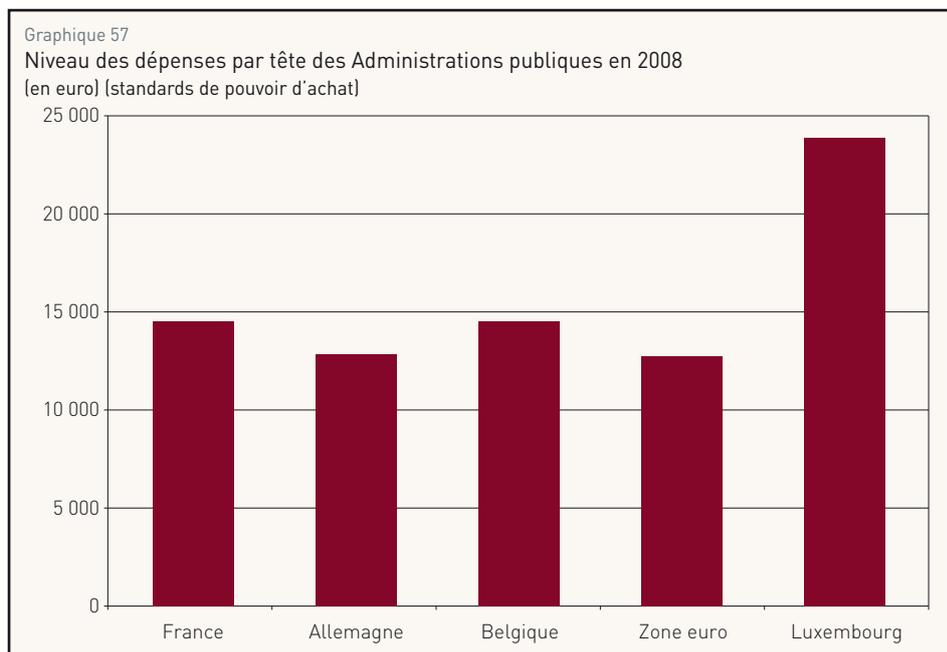
Sources : Ageing Working Group, IGSS, Statec, calculs BCL

Les déficits et le niveau de dette projetés de 2012 à 2030 ne constituent nullement des prévisions au sens propre du terme, car il est vraisemblable que les autorités réagiront avant qu'une telle détérioration ne se produise, à rebours donc de l'hypothèse de « politique inchangée » privilégiée au graphique 56. La projection de référence vise simplement à illustrer les dangers inhérents à un comportement trop attentiste au cours des prochaines années.

### 3.3.2 Recommandations en matière de finances publiques

Un important effort de consolidation budgétaire s'impose dans ce contexte. Il nous semble difficile de jouer sur les recettes (hausses substantielles d'impôts) afin d'éviter des pertes de compétitivité. C'est pourquoi l'effort doit essentiellement porter sur les dépenses qui, en niveaux absolus, sont extrêmement élevées au Luxembourg, même après corrections pour les parités de pouvoir d'achat et les transferts sociaux alloués aux frontaliers. Le graphique 57 reprend les dépenses totales de l'ensemble des Administrations publiques, exprimées par tête d'habitant et en standards de pouvoir d'achat (SPA).<sup>27</sup> En dépit de ces deux corrections, les dépenses publiques paraissent particulièrement élevées au Luxembourg, puisqu'elles atteignent près du double des dépenses par tête relatives à la zone euro.

<sup>27</sup> La correction « SPA » permet de neutraliser l'incidence d'un niveau de prix relativement important au Luxembourg. En outre, les données luxembourgeoises sont expurgées des transferts sociaux à l'étranger, ce qui permet de pallier le biais occasionné par d'importants contingents de frontaliers.



Sources : Eurostat, IGSS, calculs BCL

En conclusion, un effort budgétaire est indispensable. Il devrait revêtir une double dimension :

**Premièrement**, il convient de veiller à réduire les actuels déficits structurels des Administrations publiques, en particulier de l'Administration centrale. Le gouvernement devrait à cette fin rapidement préciser les mesures lui permettant de respecter la trajectoire d'assainissement budgétaire présentée dans la 11<sup>ème</sup> actualisation du PSC. Il conviendrait même de définir une trajectoire plus ambitieuse que celle qui figure dans cette actualisation, et d'opter pour un objectif budgétaire à moyen terme se situant entre 0,75 et 1,5% du PIB (conformément à nos engagements européens) en lieu et place de l'excédent de 0,5% du PIB prévu dans la 11<sup>ème</sup> actualisation. L'instauration d'une norme de croissance des dépenses plus stricte que la norme actuellement appliquée («croissance des dépenses en ligne avec celle du PIB sur un horizon de moyen terme») s'imposerait également. La BCL a fait une proposition en la matière dans son avis sur le projet de budget 2010. Il s'agirait de définir, pour les diverses catégories de dépenses, des plafonds pluriannuels. La calibration de ces plafonds dépendrait notamment de la croissance des dépenses observée dans les pays limitrophes et d'une évaluation précise et régulière de la soutenabilité à terme des finances publiques. Toujours dans cette optique, nous pensons qu'une plus grande sélectivité et une meilleure planification des investissements publics s'impose.<sup>28</sup> Il convient de noter que les communes sont fortement concernées par les investissements. Environ 45% des investissements publics effectués au Luxembourg en 2008 ont en effet été mis en œuvre par les seules Administrations locales, le cas échéant avec un cofinancement de l'Etat. Un meilleur suivi des investissements s'impose également sur le plan statistique.

**Deuxièmement**, il serait indiqué de mettre en œuvre des mesures structurelles dans le domaine de l'assurance maladie et des pensions. Concernant l'assurance maladie, une norme de croissance des dépenses s'inspirant de celles prévalant en Belgique ou en France (objectifs nationaux des dépenses assurance maladie ou ONDAM) serait une piste de réflexion. Elle permettrait d'éviter une hausse des cotisations dommageable à notre compétitivité. A titre d'exemple, si une norme limitant à 6% l'an la progression nominale des dépenses de l'assurance maladie-maternité avait été mise en place à partir de 1995, la Sécurité sociale aurait réalisé des économies supérieures à 300 millions d'euros en 2008. Les

28 Cela viserait par exemple à éviter les dérapages financiers tels que la Route du Nord ou le MUDAM.



cotisations se seraient dès lors limitées à environ 5 % de la masse cotisable, avec à la clef une réduction de près de 1 % du coût salarial. Un effort de maîtrise des dépenses induit une différence significative, même en l'espace de 13 années seulement. La maîtrise des dépenses liées aux systèmes de pension nous semble encore plus cruciale. Nous détaillons ci-dessous diverses propositions en la matière.

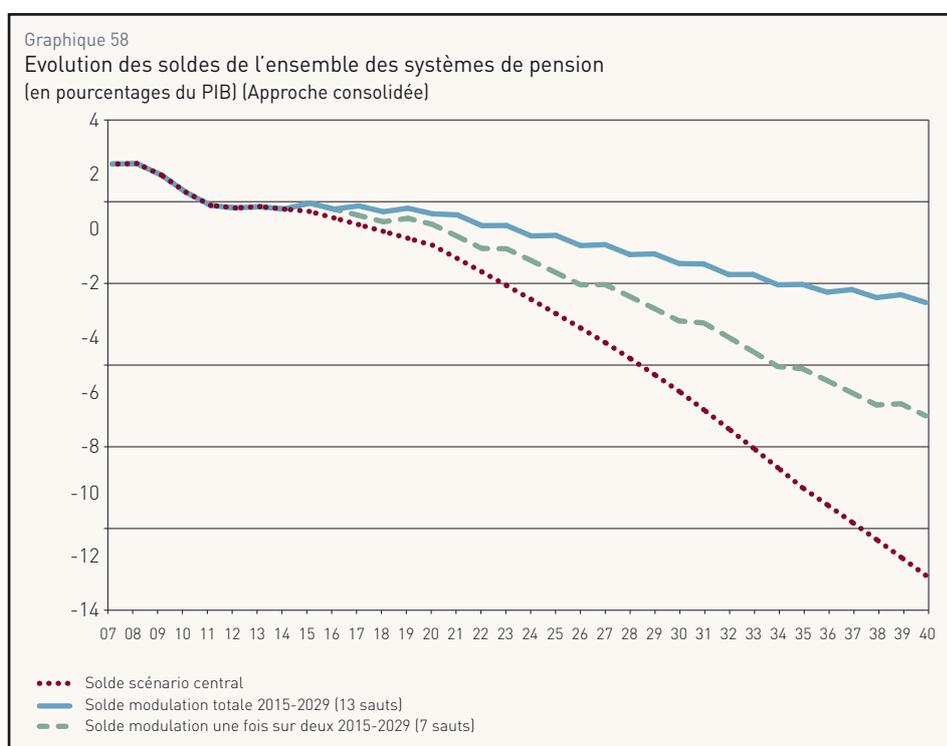
### 3.3.3 Le financement des systèmes de pension

Les systèmes de pension devraient subir de plein fouet les conséquences de la crise économique et financière et du vieillissement. Plusieurs options de réforme peuvent être considérées afin de pallier les difficultés budgétaires prévisibles de ces systèmes. Il conviendra de mettre en application plusieurs d'entre elles de façon simultanée, tant la situation budgétaire à long terme des systèmes de pension semble défavorable.

Les taux de cotisation devraient quant à eux demeurer inchangés afin de préserver la compétitivité des entreprises luxembourgeoises, déjà malmenée actuellement comme indiqué *supra*. L'effort d'ajustement doit par conséquent reposer sur les dépenses. Diverses mesures envisageables, qui s'inspirent notamment de réformes mises en œuvre à l'étranger, sont reprises ci-dessous :

- Augmentation de l'âge **effectif** de départ à la retraite, qui est actuellement l'un des plus bas en Europe, via des mécanismes incitatifs tels qu'un abaissement ciblé des coûts salariaux (voir proposition dans la partie sur le marché du travail) ou des mesures plus restrictives, comme une définition plus stricte des périodes assimilées valant pour la détermination de la période de stage. A titre d'exemple, neutralisation dans le calcul de la durée du stage des années d'études en cas d'échecs répétés (prise en compte de la période requise pour l'obtention d'un diplôme et non de la durée effective des études).
- L'âge effectif pourrait être accru par le biais d'une réforme consistant à instaurer une pénalité à l'encontre des départs à la retraite antérieurs à l'âge légal. Dans la même perspective, les personnes optant pour une carrière plus longue seraient favorisées par rapport à la situation actuelle (par exemple, fin du plafonnement à 40 ans d'assurance du calcul de l'allocation de fin d'année et de la majoration forfaitaire).
- Le relèvement de l'âge **légal** de départ à la retraite, actuellement fixé à 65 ans, constitue un autre exemple de réforme. Divers pays envisagent une réforme à l'heure actuelle, par exemple l'Espagne (rehaussement graduel à 67 ans). L'Allemagne a par ailleurs introduit en mars 2007 un mécanisme de relèvement graduel de l'âge légal de la retraite. Ce dernier serait porté de 65 ans actuellement à 67 ans en 2029 (augmentation par étapes à partir de 2012). Des réformes similaires ont été appliquées ou font l'objet de discussions en Grèce, aux Pays-Bas, au Danemark, au Portugal ou encore en Autriche, pour ne citer que quelques exemples. La pension « à points » (âge de départ flexible dans certaines limites, mais proportionnalité stricte entre les prestations et la durée de cotisation) constitue une autre option envisageable.
- Amélioration de la neutralité actuarielle de la formule de calcul des pensions, qui est loin d'être assurée à l'heure actuelle (la valeur actualisée des prestations excède nettement la valeur actualisée des cotisations des employeurs et employés). De façon générale, meilleure correspondance entre les cotisations versées d'une part et les prestations d'autre part.
- Introduction éventuelle d'un coefficient de correction de la formule de calcul des pensions, qui décroîtrait à mesure que la longévité s'accroît.
- Un plus grand recours aux second et troisième piliers, qui sont particulièrement peu développés au Luxembourg.
- Modulation de l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels et des prix (cet ajustement a lieu tous les deux ans).

L'impact d'une suspension généralisée de l'ajustement des pensions aux salaires réels, qui est mentionnée à titre purement illustratif, est mis en évidence dans le graphique 58. Il reprend l'évolution des soldes de financement en pourcentages du PIB non seulement pour le régime général de pension, mais également pour les régimes spéciaux (approche consolidée, consistant à intégrer aux calculs l'incidence des régimes spéciaux sur les soldes de l'Administration centrale à partir de 2009). Tous les scénarios sont effectués conditionnellement à une croissance du PIB en volume de 2,2% l'an à partir de 2012. Le scénario central montre qu'en l'absence de mesures nouvelles, les systèmes de pension cesseraient d'accumuler des excédents dès 2017 et enregistraient par la suite des déficits croissants et totalement insoutenables. La suspension de l'ajustement aux salaires réels de 2015 à 2039 (13 sauts) permettrait de résorber l'essentiel de ces déficits, mais il en résulterait une diminution du taux de remplacement des pensions de 37% par rapport au scénario de référence. Si la suspension de l'ajustement se traduit par un net déclin du pouvoir d'achat **relatif** des pensionnés (par rapport aux salariés), elle n'induit cependant aucune réduction du pouvoir d'achat **absolu** de ces derniers. Rappelons en effet que tous les scénarios du graphique 58 présupposent une indexation intégrale des pensions aux prix à la consommation. La diminution de 37% du taux de remplacement est d'ailleurs sans doute surestimée, car elle est calculée en référence à des salaires totalement indexés sur l'indice des prix à la consommation. Or, le mécanisme d'indexation pourrait faire l'objet d'une modulation ou d'une flexibilisation dans le futur (voir notre recommandation de la section «compétitivité»). Le troisième scénario consiste à limiter à 7 le nombre de «sauts» d'ajustements aux salaires réels (les ajustements s'effectueraient en 2015, 2019, 2023, 2027, 2031 et 2035 dans ce dernier scénario). La diminution du taux de remplacement serait dans ce cas limitée à 22%, mais il en résulterait bien entendu une amélioration insuffisante de la situation budgétaire des systèmes de pension. D'autres mesures devraient alors être envisagées.



Sources : AWG, IGSS, calculs BCL



## ANNEXE 1. LE MODÈLE LOLA

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

### Bibliographie

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

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

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

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




**2 ANALYSES**

1	Croissance potentielle et chômage structurel : une perspective trimestrielle	108
1.1	Cadre économétrique	108
1.2	Résultats empiriques	110
1.3	Incertitude liée au processus de publication des données	113
1.4	Conclusions	114
1.5	Références	114
2	Résumé non technique du cahier d'études « Rigidités des salaires à la baisse et indexation des salaires : une analyse sur base de données individuelles », P. Lünemann/L. Wintr	116



## 1 CROISSANCE POTENTIELLE ET CHÔMAGE STRUCTUREL : UNE PERSPECTIVE TRIMESTRIELLE <sup>1</sup>

La récente crise risque de marquer durablement la croissance potentielle et le chômage structurel au Luxembourg. Cependant, ces deux variables ne sont pas observées directement et leur estimation est sujette à un important degré d'incertitude. Il est donc difficile de tirer des conclusions quant à l'impact de la crise, surtout après si peu de temps. Cette étude essaie de pallier ce problème en estimant croissance potentielle et chômage structurel avec des données trimestrielles. Leur fréquence plus élevée permet de centrer l'échantillon sur les observations plus récentes et de donner plus de poids à la période de la crise.

Chaque année, le rapport annuel de la BCL fournit des estimations de la croissance potentielle au Luxembourg selon différentes méthodes. Jusqu'ici, ces estimations se sont basées sur les données de comptabilité nationale annuelles, parce que cette version est plus fiable que la version trimestrielle. En effet, les données annuelles de comptabilité nationale résultent d'un exercice d'équilibrage basé sur un ensemble d'informations statistiques plus complet. Par contre, à fréquence annuelle le nombre d'observations est plus limité, ce qui exige un échantillon qui remonte plus loin dans le passé (jusqu'en 1980) afin d'assurer la convergence des estimateurs. Cet échantillon plus long comporte un risque plus élevé d'intégrer des changements structurels, notamment liés à l'introduction de l'euro, le passage des normes comptables SEC79 à celles SEC95, et plus généralement la profonde transformation de l'économie luxembourgeoise sur les derniers 30 ans.

Entre les différentes méthodes appliquées par la BCL, celle développée par Apel et Jansson<sup>2</sup> s'appuie sur la courbe de Phillips (reliant croissance et inflation) et la loi d'Okun (reliant croissance et chômage). Cette méthode permet ainsi d'estimer simultanément la croissance potentielle et le chômage structurel. Evidemment, dans ce contexte, les deux concepts sont entendus dans un sens assez limité : la croissance potentielle et le chômage structurel sont ceux qui sont compatibles avec la stabilité de l'inflation tel que capturé par un lien statistique. En particulier, le chômage structurel correspond ici au concept du NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment)<sup>3</sup>. Des analyses plus générales peuvent expliquer la croissance potentielle ou le chômage structurel à partir de facteurs plus intangibles (productivité totale des facteurs, efficience du marché de l'emploi, capital humain, incitations fiscales, etc.).

En résumé, la méthode de Apel et Jansson formalise les liens dynamiques entre trois variables : le produit intérieur brut (PIB), l'inflation et le chômage. Evidemment, quand ces relations sont estimées à l'aide des données annuelles du PIB, il est nécessaire d'agréger les données mensuelles de l'inflation et du chômage afin d'obtenir des séries à fréquence annuelle. Cette étape comporte une perte d'informations qui pourraient contribuer à améliorer la modélisation des liens entre les fluctuations de ces variables. Raison de plus pour effectuer l'estimation à fréquence trimestrielle, même si à cette fréquence le PIB est sujet à des révisions plus importantes.

### 1.1 CADRE ÉCONOMÉTRIQUE

En tant que variable inobservable, le PIB potentiel peut être estimé à l'aide du filtre de Kalman. Watson (1986) a été parmi les premiers à suivre cette voie, utilisant les modèles à composantes inobservables pour filtrer le PIB trimestriel. Kuttner (1994) a généralisé cette approche à un cadre bivarié, intégrant l'inflation à travers la courbe de Phillips. Apel et Jansson (1999) ont ajouté le chômage comme troisième variable, intégrant une relation d'Okun, comme aussi Cerra et Saxena (2000) et Fabiani et Mestre (2001). Rünstler (2002) et Orphanides et Van Norden (2002) ont étudié les révisions des estimations de l'écart de production telles que produites en

1 Par Paolo Guarda

2 Voir Apel et Jansson (1999a, 1999b), Cerra et Saxena (2000), Fabiani et Mestre (2001).

3 Voir Gordon (1997), Laubach (2001) et Schumacher (2008).

« temps réel » avec des modèles à composantes inobservables. Planas et Rossi (2004) ont étudié l'apport de l'inflation pour augmenter la fiabilité de ces estimations. Proietti, Musso et Westermann (2007) et Proietti et Musso (2007) ont adapté l'approche par la fonction de production pour estimer le PIB potentiel de la zone euro avec des modèles à composantes inobservables. Moës (2006, 2008) a également implémenté l'approche par la fonction de production, mais avec des données belges. Enfin, Planas, Rossi et Fiorentini (2008) ont utilisé des méthodes Bayésiennes pour estimer l'écart de production pour les États-Unis et pour la zone euro. Cette approche sert actuellement aux services de la Commission européenne pour l'évaluation du PIB potentiel.

Le modèle estimé ici adapte celui proposé par Apel et Jansson (1999), en ajoutant des dérives aléatoires aux processus déterminant le chômage structurel et la croissance potentielle. Comme préconisé par Fabiani et Mestre (2001), cette généralisation permet plus de flexibilité dans l'estimation. Le modèle peut s'écrire comme suit.

$$(1) \quad \pi_t = \pi_{t-1} + \alpha(L)\pi_{t-2} + \rho(L)(u_t - u_t^n) + \omega(L)z_t + \varepsilon_t^{pc} \quad \varepsilon_t^{pc} \sim N(0, \sigma_{pc}^2)$$

$$(2) \quad y_t - y_t^p = \phi(L)(u_t - u_t^n) + \varepsilon_t^{ol} \quad \varepsilon_t^{ol} \sim N(0, \sigma_{ol}^2)$$

$$(3) \quad y_t^p = \beta_t + y_{t-1}^p + \varepsilon_t^p \quad \varepsilon_t^p \sim N(0, \sigma_p^2)$$

$$(4) \quad u_t^n = \xi_t + u_{t-1}^n + \varepsilon_t^n \quad \varepsilon_t^n \sim N(0, \sigma_n^2)$$

$$(5) \quad \beta_t = \beta_{t-1} + \varepsilon_t^\beta \quad \varepsilon_t^\beta \sim N(0, \sigma_\beta^2)$$

$$(6) \quad \xi_t = \xi_{t-1} + \varepsilon_t^\xi \quad \varepsilon_t^\xi \sim N(0, \sigma_\xi^2)$$

$$(7) \quad u_t - u_t^n = \delta(L)(u_{t-1} - u_{t-1}^n) + \varepsilon_t^c \quad \varepsilon_t^c \sim N(0, \sigma_c^2)$$

La première équation représente la courbe de Phillips, la variable  $\pi_t$  représentant l'inflation, la variable  $u_t$  le taux de chômage observé, et la variable  $u_t^n$  le chômage structurel. Les expressions  $\rho(L)$ ,  $\eta(L)$  et  $\omega(L)$  sont des polynômes de l'opérateur de retard  $Lx_t = x_{t-1}$  et le vecteur  $z_t$  représente un ensemble de variables censées capturer des chocs d'offre (prix du pétrole, prix des importations, productivité du travail, taux d'échange effectif réel)<sup>4</sup>. Par hypothèse, le terme d'erreur  $\varepsilon_t^{pc}$  suit une distribution normale indépendante avec moyenne zéro et variance fixe.

La deuxième équation représente la loi d'Okun, qui relie la composante cyclique de la production à la composante cyclique du chômage. Dans cette équation la variable  $y_t$  représente le logarithme de la production et la variable  $y_t^p$  représente son niveau potentiel (compatible avec la stabilité de l'inflation). Ainsi  $y_t^p$  est une deuxième variable inobservable. Il est important de noter que les variables  $u_t^n$  et  $y_t^p$  peuvent changer de niveau à travers le temps.

4 Voir Gordon (1997, 1998) concernant l'importance d'intégrer des chocs d'offre. Les variables  $z_t$  doivent être normalisées avec moyenne zéro sur l'échantillon d'estimation afin de capturer correctement la variable inobservable  $u_t^n$ .



Comme expliqué dans un encadré du rapport annuel BCL 2006, l'article original d'Okun en 1962 a simplement calibré  $u_t^n$  à une valeur fixe et déduit la valeur du PIB potentielle  $y_t^p$  de la valeur estimée de la constante de régression. Basées sur cette approche, des études au Luxembourg ont également estimé la loi d'Okun par la méthode des moindres carrés ordinaires, spécifiant une régression entre la variation du taux de chômage et le taux de croissance du PIB observé. Or, une telle approche repose implicitement sur les hypothèses selon lesquelles le chômage d'équilibre  $u_t^n$  est constant et la production potentielle  $y_t^p$  augmente à un taux constant. Face à l'augmentation continue du taux de chômage luxembourgeois, ainsi que les importantes fluctuations de la production sur la période récente, ces hypothèses peuvent sembler peu réalistes. Le modèle estimé ici permet de formellement tester ces hypothèses.

En effet, les équations (3) et (4) spécifient que les variables inobservables (PIB potentiel et chômage structurel) suivent des démarches aléatoires avec dérive. Ces dérives sont notées respectivement  $\beta$  et  $\xi$  et évoluent selon les processus décrits par les équations (5) et (6). Cette spécification permet de séparer les chocs transitoires et permanents influençant la croissance potentielle (respectivement  $\varepsilon_t^p$  et  $\varepsilon_t^\beta$ ) et le chômage structurel (respectivement  $\varepsilon_t^n$  et  $\varepsilon_t^\xi$ ).

D'ailleurs, cette spécification fournit aussi un test formel de l'hypothèse selon laquelle la croissance potentielle est constante ( $H_0: \sigma^p=0$  et  $\sigma^\beta=0$ ) et de l'hypothèse selon laquelle le chômage structurel est constant ( $H_0: \sigma^n=0$  et  $\sigma^\xi=0$ ). Pour les spécifications estimées ici, la première hypothèse est rejetée au niveau de 10% (la croissance potentielle n'est pas constante). Le chômage structurel est mesuré avec trop d'incertitude pour rejeter la deuxième hypothèse. Cependant, l'hypothèse jointe selon laquelle la croissance potentielle et le chômage structurel sont tous les deux constants est rejetée au niveau de 1%. Ainsi l'estimation de la loi d'Okun par les moindres carrés ordinaires se base sur l'hypothèse fallacieuse selon laquelle la constante est invariable à travers le temps.

La dernière équation spécifie que la composante cyclique du chômage (écart entre chômage observé et chômage structurel) suit un processus autorégressif. Les valeurs estimées des paramètres de cette équation devraient respecter les conditions pour que cet écart suive un processus cyclique. Dans la suite, un processus d'ordre deux est adopté pour cette équation et donc ces conditions sont  $\delta_1^2 + 4\delta_2 < 0$  (Harvey, 1993, chapitre 2). Ces conditions sont respectées par les coefficients estimés de toutes les spécifications considérées dans la suite, ce qui est confirmé également par les graphiques. Les fluctuations cycliques du chômage sont transmises à l'écart de production par la loi d'Okun (deuxième équation). Pour rappel, cette composante cyclique du chômage apparaît également dans la courbe de Phillips (première équation).

## 1.2 RÉSULTATS EMPIRIQUES

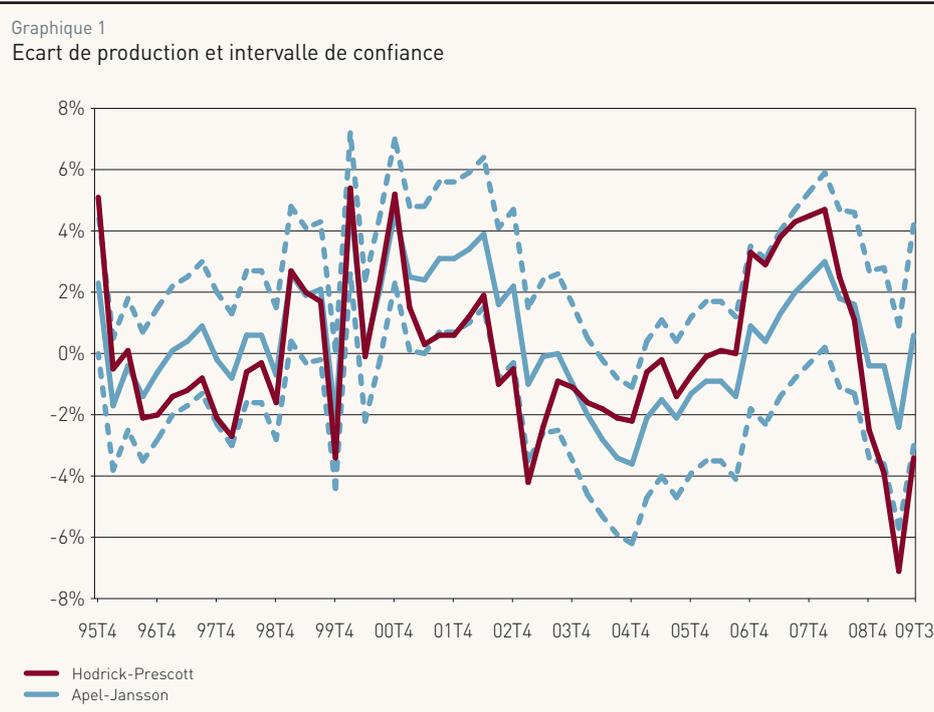
Le modèle est estimé avec les données trimestrielles du PIB pour la période 1995T1-2009T3. L'inflation est mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN)<sup>5</sup> et le chômage par le taux harmonisé. L'inflation et le chômage sont corrigés des variations saisonnières à fréquence mensuelle<sup>6</sup> avant d'être agrégés à fréquence trimestrielle. La production est corrigée de variations saisonnières à fréquence trimestrielle. La spécification retenue de la courbe de Phillips intègre deux retards de l'inflation, un seul retard de l'écart de chômage et deux retards des chocs d'offre. La relation d'Okun intègre deux retards de l'écart de chômage et ce dernier suit un processus autorégressif d'ordre deux. Le modèle à composantes inobservables a été estimé à l'aide du filtre de Kalman et les résultats sont présentés par les graphiques suivants.

5 Quand l'inflation est mesurée par le déflateur de la consommation privée ou par le salaire moyen, les résultats sont pratiquement inchangés. Quand l'inflation est mesurée par le déflateur du PIB, l'algorithme d'estimation ne converge pas, possiblement à cause de la volatilité de cette variable.

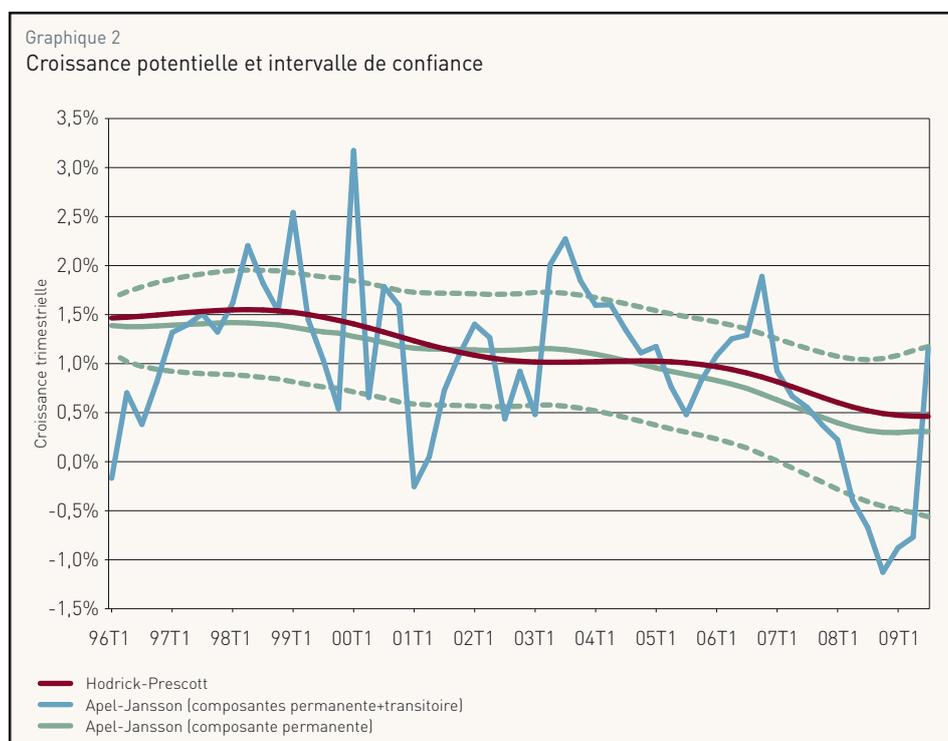
6 A l'aide du logiciel TRAMO/SEATS.

Le premier graphique présente l'écart de production à fréquence trimestrielle, soit la distance entre le PIB observé et l'estimation du PIB potentiel. Le graphique présente également l'écart estimé par le filtre HP<sup>7</sup>, une méthode plus simple qui se limite aux informations contenues dans les données du PIB. Mais l'estimation par le modèle Apel-Jansson permet de calculer les limites d'un intervalle de confiance à 95%, ce qui n'est pas possible pour le filtre HP.

Sur la période 1996-1998, le filtre HP trouve un écart plus négatif, c'est-à-dire qu'il apparaît plus optimiste quant au niveau de production potentiel. Ensuite les deux versions de l'écart de production sont assez proches sur la période très volatile autour de 1999-2000. Sur la période 2001-2002 la méthode Apel-Jansson signale un écart plus positif (donc le filtre HP est à nouveau plus optimiste). Fin 2003, les positions relatives sont inverties et le filtre HP devient nettement plus pessimiste quant au niveau de production potentiel jusqu'au troisième trimestre 2008. Suite à la faillite Lehman Brothers et à l'intensification de la crise, le filtre HP subit un ajustement plus brutal, ce qui conduit à un écart largement plus négatif au deuxième trimestre 2009 (-7,1% contre -2,4% pour la méthode Apel-Jansson). D'ailleurs, l'estimation par le filtre HP se situe à l'extérieur de l'écart de confiance du modèle Apel-Jansson, pour la deuxième fois dans l'échantillon (après 2003T1). Une interprétation possible de ce contraste entre les deux approches est que le filtre HP impose un lissage trop sévère de la production potentielle, ce qui ne



Sources : données Statec, calculs BCL



Sources : données Statec, calculs BCL

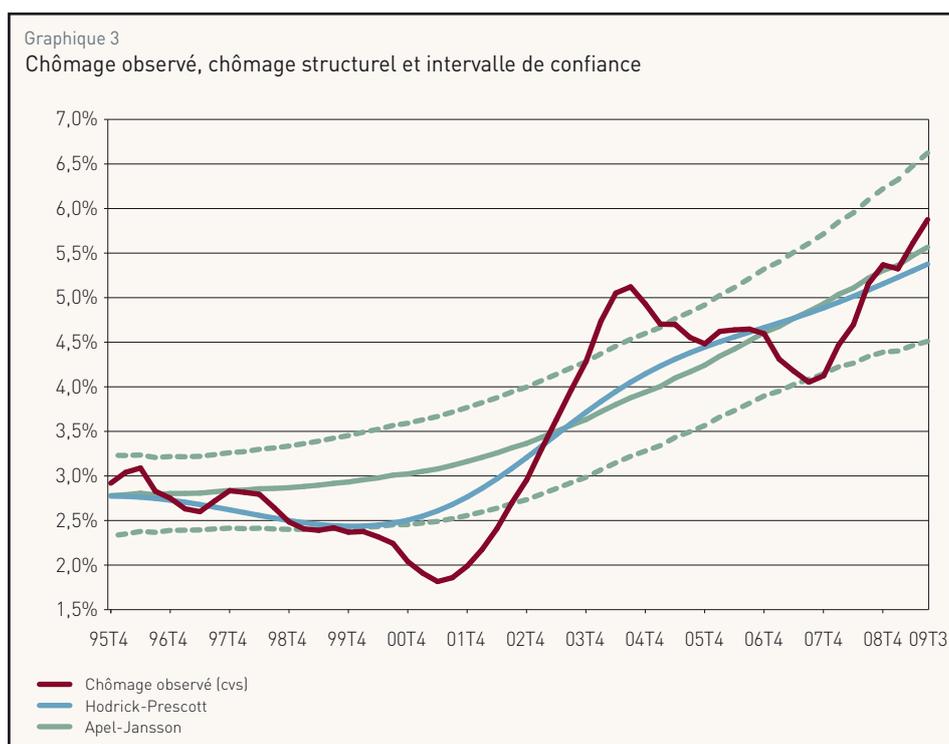
7 Filtre de Hodrick et Prescott (1997) avec valeur standard du paramètre de lissage  $\lambda=1600$  pour données trimestrielles.

lui permet pas de l'ajuster assez rapidement lors de la crise, et conduit à une surestimation de l'écart de production (en valeur absolue) avant et après des retournements conjoncturels. Cette interprétation ressort plus clairement du graphique suivant qui présente les estimations de la croissance potentielle.

Le deuxième graphique présente la croissance trimestrielle de trois séries : la production tendancielle extraite par le filtre HP, la production potentielle selon la méthode d'Apel-Jansson (intégrant à la fois composante permanente et composante transitoire), et enfin seulement la composante permanente de la croissance potentielle selon la méthode Apel-Jansson. L'intervalle de confiance à 95% se réfère à la composante permanente de la croissance potentielle. Le filtre HP produit une série assez lisse avec une baisse graduelle à partir d'un niveau en 1995 autour de 1,5% par trimestre (soit 6% par an) jusqu'à moins de 0,5% par trimestre (soit 4% par an) en 2009. Par contre, la méthode Apel-Jansson fournit une estimation de la croissance potentielle qui est bien plus volatile quand elle intègre les deux composantes (transitoire et permanente). Elle reste cependant bien plus lisse que la croissance observée, qui a fluctué de 10% à -4% à fréquence trimestrielle.

La méthode Apel-Jansson prend en compte la rapide hausse du chômage à partir de 2007T4, ce qui lui permet de capturer une chute bien plus rapide du taux de croissance potentiel pendant la crise. En effet, selon ces estimations, le taux de croissance compatible avec une stabilité de l'inflation était négatif de 2008T2 à 2009T2, bien que moins négatif que les taux de contraction effectivement observés. Cependant, cette évolution est entièrement attribuable à la composante transitoire de la croissance potentielle. La composante permanente est toujours restée positive, mais a connu un déclin plus important que celui de la tendance HP. Fin 1995, la composante permanente indiquait une croissance potentielle de 1,4% (soit 5,6% par an) mais depuis le troisième trimestre 2008 elle fluctue près de 0,3% (soit 1,2% par an). Il est vrai que cette valeur est estimée avec peu de précision (elle n'est pas statistiquement différente de zéro). La limite supérieure de l'intervalle de confiance indique que les données ne peuvent pas rejeter l'hypothèse selon laquelle la composante permanente de la croissance potentielle est près de 4,8% par an.

En examinant de près les observations les plus récentes, on peut observer que la composante transitoire de la croissance potentielle a été négative depuis le premier trimestre 2008 jusqu'au deuxième trimestre 2009. Par contre, la dernière observation (troisième trimestre 2009) s'est révélée très positive, ce que le modèle Apel-Jansson interprète comme un effet largement transitoire. Pour le moment, les estimations suggèrent que le retournement de la croissance potentielle a déjà eu lieu et que fin 2009 elle avoisinait 1,2% par trimestre (soit 4,8% par an). Cependant, ce résultat devrait être transitoire et sa valeur risque fort de changer suite à des révisions de la comptabilité nationale trimestrielle ou à la publication d'une observation supplémentaire (dernier trimestre 2009).



Sources : données Statec, calculs BCL

Le troisième graphique compare le chômage harmonisé (corrigé de variations saisonnières) au chômage tendanciel obtenu par le filtre HP et le chômage structurel estimé par la méthode Apel-Jansson. Ce dernier est estimé avec un degré d'incertitude important, témoigné par la largeur de son intervalle de confiance à 95%. En effet, pour la plupart des observations, le chômage observé est à l'intérieur de cet intervalle. Dans ce cas, l'écart entre chômage observé et chômage structurel n'est pas statistiquement significatif.

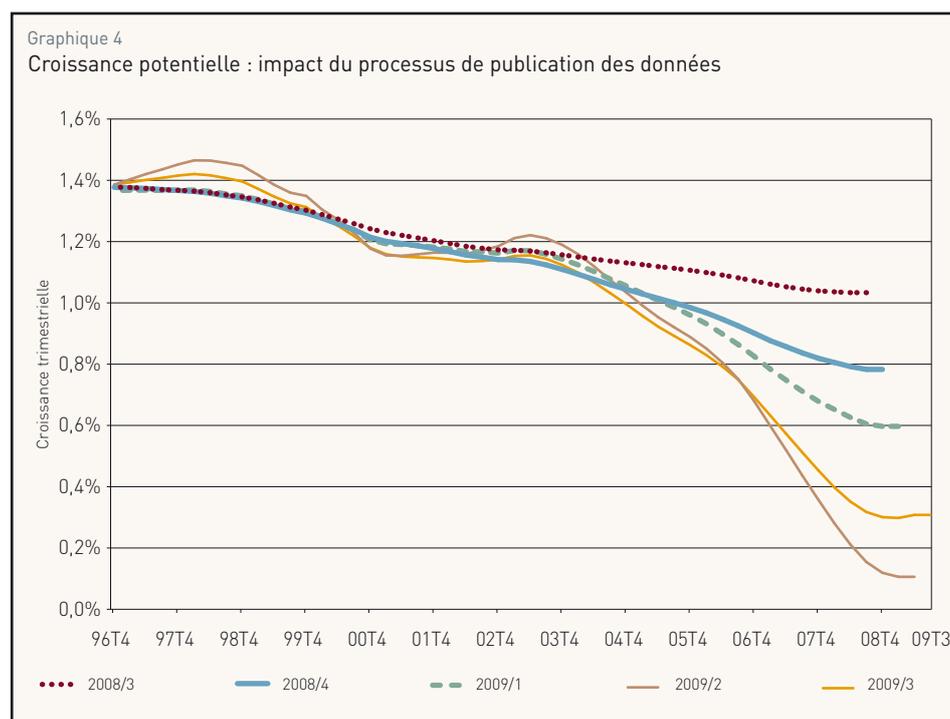
L'écart est significatif seulement pour certaines observations. Le chômage observé était significativement inférieur au chômage structurel du dernier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2002. Ensuite, il a été significativement supérieur au chômage structurel du dernier trimestre 2003 au premier trimestre 2005. Il a touché la limite inférieure de l'intervalle de confiance à nouveau au deuxième semestre 2007. Pour les observations les plus récentes, l'écart entre le chômage observé et le chômage structurel est devenu à nouveau positif au dernier trimestre 2008, mais il est toujours faible et pas statistiquement significatif.

A nouveau, le filtre HP produit une série plus lisse que le modèle Apel-Jansson, et par conséquent des écarts plus importants par rapport au chômage observé. Il convient de signaler qu'à la fin de l'échantillon le filtre HP est moins pessimiste que le modèle Apel-Jansson. Pour ce dernier, le chômage structurel continue son ascension rapide tiré par le chômage observé, tandis que selon le filtre HP le chômage structurel commence à se stabiliser. Toutefois, l'écart entre le chômage observé et le chômage structurel est devenu positif selon les deux méthodes. Cela présage qu'une augmentation cyclique de l'activité économique pourrait permettre au chômage observé de baisser vers son niveau structurel sans générer des pressions inflationnistes sur les marchés des facteurs.

### 1.3 INCERTITUDE LIÉE AU PROCESSUS DE PUBLICATION DES DONNÉES

Les intervalles de confiance présentés en haut cherchent à évaluer l'incertitude liée à l'estimation des paramètres. Cependant, les importantes révisions des données de comptabilité nationale trimestrielles signifient qu'il y a une source d'incertitude peut-être plus importante qui est liée aux données mêmes. C'est pourquoi le graphique suivant cherche à évaluer l'impact des révisions de la comptabilité nationale trimestrielle, en répétant l'exercice d'estimation avec les quatre dernières versions des données de comptabilité nationale. Le graphique présente des estimations en « temps réel » de la composante permanente de la croissance potentielle. C'est-à-dire qu'il compare les résultats obtenus avec les différentes versions des données de comptabilité nationale qui correspondent à chaque publication.

Dans l'ensemble, le graphique 4 donne l'impression que les estimations de la croissance potentielle pour le passé sont relativement robustes aux révisions de la comptabilité nationale. Cependant, la période en fin d'échantillon est



Sources : données Statec, calculs BCL



fortement révisée. Ce sont ces observations qui sont les plus importantes du point de vue de l'analyse de la conjoncture actuelle. Les observations du PIB en fin d'échantillon sont aussi plus susceptibles d'être révisées par la prochaine publication de la comptabilité trimestrielle. Pour le deuxième trimestre 2008, la première estimation de la croissance potentielle était autour de 1,3% ; sa deuxième estimation était de 1% ; et à sa cinquième estimation (la courante) elle est de seulement 0,3%. Jusqu'ici, l'estimation pour ce trimestre a subi une révision de 1% (soit 4% sur un an). Pour la dernière observation disponible (2009T3), il est donc bien possible que l'estimation actuelle de la croissance potentielle soit également sujette à des fortes révisions dans un futur proche.

#### 1.4 CONCLUSIONS

En conclusion, pour mieux cerner les effets de la crise, il est indiqué de faire abstraction des périodes plus éloignées dans le passé et de se concentrer sur les périodes plus récentes. Ceci est possible en utilisant les données trimestrielles de comptabilité nationale, mais comporte le danger que les résultats soient moins robustes aux révisions. Pour le moment, les résultats suggèrent que la baisse de la croissance potentielle pendant la crise était largement le résultat d'une série de chocs négatifs transitoires. D'autre part, l'amélioration lors du troisième trimestre 2009 est aussi attribuable à un choc (positif cette fois) de nature transitoire. En faisant abstraction des chocs transitoires, depuis 1995 la composante permanente de la croissance potentielle a baissé d'un niveau proche de 5,6% par an pour atteindre un niveau autour de 1,2% par an en 2009. La baisse est statistiquement significative, mais le niveau actuel est sujet à une importante marge d'incertitude.

Les estimations basées sur les dernières données disponibles identifient un léger retournement de la croissance potentielle en 2009. Cependant, des révisions importantes pour un trimestre individuel peuvent intervenir même un an après sa première publication. Ainsi, les résultats rapportés ici risquent de changer profondément suite à la publication de nouvelles observations, ou à la révision des observations déjà publiées.

Le chômage structurel semble avoir suivi la tendance haussière du chômage observé. Selon les dernières estimations, la composante cyclique du chômage est à nouveau faiblement positive depuis le deuxième trimestre 2009 (mais elle n'est pas statistiquement significative). Ainsi, la consolidation de la reprise économique pourrait comporter une baisse (limitée) du taux de chômage observé. Des baisses du chômage plus importantes et plus durables et des hausses de la croissance plus importantes et plus durables nécessitent des réformes structurelles qui dépassent le cadre de cette analyse.

#### 1.5 RÉFÉRENCES

Apel, M. et P. Jansson (1999a) « System Estimates of Potential Output and the NAIU », *Empirical Economics*, 24 :373-388.

Apel, M. et P. Jansson (1999b) « A Theory-Consistent System Approach for Estimating Potential Output and the NAIU », *Economics Letters*, 64 :271-275.

Cerra, V. et S. C. Saxena (2000) « Alternative Methods of Estimating Potential Output and the Output Gap : An Application to Sweden », *International Monetary Fund Working Paper 00/59*.

Fabiani, S. et R. Mestre (2001) « A System Approach for Measuring the Euro Area NAIU », *Empirical Economics*, 29(2) :311-321, ou *European Central Bank Working Paper 65*.

Gordon, R.J. (1997) « The Time-Varying NAIU and its Implications for Economic Policy », *Journal of Economic Perspectives*, 11(1) :11-32.

Gordon, R.J. (1998) «Foundations of the Goldilocks Economy : Supply Shocks and the Time-Varying NAIRU », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:297-333.

Harvey, A.C. (1993) «Time Series Models», second edition, Harlow : *Pearson Educational*.

Hodrick, R.J. et E.C. Prescott (1997) «Postwar U.S. Business Cycles : An Empirical Investigation », *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1):1-16.

Kuttner, K.N. (1994) «Estimating Potential Output as a Latent Variable », *Journal of Business and Economic Statistics*, 12(3):361-367.

Laubach, T. (2001) «Measuring the NAIRU : evidence from seven economies », *Review of Economics and Statistics*, 83(2):218-231.

Moës, P. (2006) «The Production Function Approach to the Belgian Output Gap : estimation of a multivariate structural time series model », *Brussels Economic Review*, 49(1):59-89.

Moës, P. (2008) «Multivariate Structural Time Series Model with Dual Cycles : implications for measurement of output gap and potential growth », *National Bank of Belgium Working Paper 136*.

Orphanides, A. et S. Van Norden (2002) «The Unreliability of Output Gap Estimates in Real-Time », *Review of Economics and Statistics*, 84(4):569-583.

Planas, C. et A. Rossi (2004) «Can Inflation Data Improve the Real-Time Reliability of Output Gap Estimates? », *Journal of Applied Econometrics*, 19:121-133.

Planas, C., A. Rossi et G. Fiorentini (2008) «Bayesian Analysis of the Output Gap », *Journal of Business and Economic Statistics*, 26(1):18-32.

Proietti, T. et A. Musso (2007) «Growth Accounting for the Euro Area : a structural approach », *European Central Bank Working Paper 804*.

Proietti, T., A. Musso et T. Westermann (2007) «Estimating Potential Output and the Output Gap for the Euro Area : a model-based production function approach », *Empirical Economics*, 33(1):85-113.

Rünstler, G. (2002) «The Information Content of Real-Time Output Gap Estimates : an application to the euro area », *European Central Bank Working Paper 182*.

Schumacher, C. (2008) «Measuring Uncertainty of the Euro Area NAIRU : Monte Carlo and empirical evidence for alternative confidence intervals in a state space framework », *Empirical Economics*, 34(2):357-379.

Watson, M.W. (1986) «Univariate Detrending Methods with Stochastic Trends », *Journal of Monetary Economics*, 18(1):49-75.



## 2 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES « RIGIDITÉS DES SALAIRES À LA BAISSE ET INDEXATION DES SALAIRES : UNE ANALYSE SUR BASE DE DONNÉES INDIVIDUELLES », P. LÜNNEMANN / L. WINTR

Ces dernières années, la rigidité des salaires a attiré l'attention des économistes ainsi que de la politique monétaire. Au niveau théorique, la littérature néo-keynésienne a réaffirmé le rôle de la rigidité des salaires et la pertinence du recours aux microdonnées. De plus, en contraignant l'ajustement des salaires, la rigidité des salaires peut être une source de chômage et a d'ailleurs souvent été considérée comme la cause principale d'un taux de chômage structurel européen supérieur à celui des Etats-Unis (par exemple, Grubb et al. (1983)). La rigidité des salaires a également des conséquences importantes pour la politique monétaire. En effet, étant donné qu'un taux d'inflation modéré facilite une réduction des salaires réels, le taux d'inflation optimal est d'autant plus élevé que le degré de rigidité des salaires est important (Akerlof et al. (1996)).

Tandis que l'importance des rigidités de salaires est largement reconnue d'un point de vue théorique, l'analyse empirique reste ambiguë quant aux méthodes d'identification de ces rigidités et de leur degré. L'analyse macroéconomique propose typiquement d'étudier le degré de rigidité sur base de la réaction des salaires à des chocs sur le niveau d'emploi et/ou de productivité. Par contre, l'analyse microéconomique du degré de rigidité des salaires se fait souvent sur base d'une comparaison de la distribution effective des changements de salaires avec une distribution notionnelle supposée prévaloir en l'absence de rigidité (par exemple, Dickens et al. (2008)). Plus spécifiquement, la présence d'un pic dans la distribution de la variation des salaires autour de zéro (proche du niveau d'inflation anticipé) est communément considérée comme un indicateur de la rigidité nominale (réelle) des salaires.

L'analyse microéconomique empirique suggère un niveau d'hétérogénéité élevé quant au degré de rigidité des salaires non seulement à travers différents pays, mais également selon différentes bases de données (telles que le registre d'emploi, les enquêtes auprès des ménages, les enquêtes auprès des entreprises) au sein d'un seul pays. Une première source potentielle de l'écart important en matière de rigidité de salaires obtenu entre différents pays est liée aux aspects institutionnels très différents des marchés de l'emploi nationaux. Par exemple, Holden et Wulfsberg (2007) montrent que, toute chose étant égale par ailleurs, la fréquence d'une diminution des salaires réels est moins élevée au sein de pays caractérisés par une législation stricte de la protection de l'emploi et un taux de syndicalisation élevé. Deuxièmement, l'écart important du degré de rigidité des salaires au sein d'un seul pays est souvent le résultat d'erreurs de mesure (par exemple, Gottschalk (2005) pour les Etats-Unis). Ainsi, plusieurs approches pour identifier et limiter des erreurs de mesure ont été proposées (par exemple, Altonji et Devereux (1999), Dickens et al. (2007) et Gottschalk (2005)).

Cette analyse est le fruit d'une étude menée au sein de l'Eurosystem Wage Dynamics Network, un réseau de recherche au sein de l'Eurosystème. L'objectif principal de cette étude est d'analyser le degré de rigidité (nominale et réelle) des salaires pour le Luxembourg sous l'aspect particulier de la rigidité des salaires à la baisse. L'analyse se base sur des salaires mensuels nominaux compilés par l'Inspection Générale de la Sécurité Sociale. La base de données couvre l'ensemble de l'économie nationale. La période de référence s'étend de janvier 2001 à janvier 2007. L'étude, qui complète l'analyse « La flexibilité des salaires au Luxembourg : une analyse sur la base de microdonnées »<sup>8</sup>, focalise sur une gamme d'indicateurs de rigidité des salaires développés dans le cadre de l'International Wage Flexibility Project (IWFP).<sup>9</sup> Elle contribue à la littérature sur les rigidités de salaires de plusieurs manières. Premièrement, nous analysons le degré de

8 Cahier d'étude n. 39 de la BCL.

9 L'IWFP représente un groupe d'environ 40 économistes étudiant le degré de rigidité des salaires au sein de 16 pays sur la base des données individuelles de salaire/revenu sous l'aspect particulier des éléments institutionnels des marchés de l'emploi nationaux et du type de données étudiées (Dickens et al. (2007) et Dickens et al. (2008)).

rigidité des salaires au Luxembourg qui, à ce stade, n'avait pas participé à l'IWFP, alors que le marché de l'emploi y fait preuve d'un nombre de caractéristiques spécifiques (telles que le mécanisme d'indexation des salaires et le salaire minimum légal). Deuxièmement, afin d'évaluer la robustesse de nos résultats, les résultats basés sur les procédures développées par l'IWFP sont comparés à deux approches alternatives pour identifier et limiter l'erreur de mesure. Troisièmement, tandis que les procédures IWFP sont typiquement utilisées pour l'analyse de la rigidité des salaires au niveau de l'économie nationale (Dickens et al. (2008)) ou une sélection de secteurs économiques (Messina et al. (2010)), nous analysons également d'éventuelles différences entre statuts (à savoir ouvrier, employé, fonctionnaire) et entre entreprises.

Les résultats préliminaires sont en résumé les suivants: Premièrement, la base de données est sujette à deux types d'erreurs de mesure qui peuvent biaiser à la baisse le degré de rigidité des salaires. Tandis que la fréquence d'une diminution des salaires nominaux (en variation annuelle) n'est pas négligeable selon les données brutes, les trois approches utilisées afin d'identifier et de limiter les erreurs de mesure suggèrent qu'une variation annuelle négative des salaires est très rare. Deuxièmement, et contrairement aux résultats pour d'autres pays, la distribution du changement annuel des salaires révèle une forte concentration de la variation annuelle des salaires autour de 2,5% alors que le nombre d'augmentations de salaires inférieures au taux d'augmentation stipulé par le mécanisme de l'indexation automatique (2,5%) est très faible. Par conséquent, le degré de rigidité des salaires réels au Luxembourg est nettement plus élevé que dans les autres pays étudiés dans le cadre de l'IWFP. L'existence d'un deuxième pic dans la distribution de la variation annuelle des salaires tous les deux ans reflète l'ajustement bi-annuel du salaire minimum. Troisièmement, ces résultats sont robustes non seulement par rapport à la procédure utilisée pour identifier et limiter l'erreur de mesure, mais aussi à travers le temps. Quatrièmement, tandis que nous constatons un certain écart entre les trois statuts au niveau de la fréquence d'une diminution des salaires, cet écart doit être considéré dans le contexte d'une très faible fréquence globale de diminutions des salaires au Luxembourg. Le degré élevé de rigidité réelle des salaires à la baisse au Luxembourg par rapport à d'autres pays ainsi que le faible écart de ce type de rigidité entre les statuts pourraient suggérer que le mécanisme d'indexation automatique est le principal déterminant de la rigidité réelle des salaires à la baisse au Luxembourg. Finalement, en dépit d'une évolution de l'emploi et de la masse salariale très différente à travers les entreprises luxembourgeoises, de simples indicateurs de rigidité réelle des salaires à la baisse suggèrent un degré d'homogénéité élevé pour la vaste majorité des entreprises. Cette homogénéité pourrait suggérer que la faible fréquence d'une diminution des salaires est prioritairement le résultat des aspects institutionnels du marché de l'emploi luxembourgeois et non l'expression d'une absence de chocs négatifs.

#### Littérature :

Akerlof, G. A., W. Dickens, et G. Perry (1996). «The macroeconomics of low inflation». *Brookings Papers on Economic Activity* 27(1), 1-76.

Altonji, J. G. et P. J. Devereux (1999). «The extent and consequences of downward nominal wage rigidity». *NBER Working Papers*, n. :7236.

Dickens, W., L. Goette, E. Groshen, S. Holden, J. Messina, M. Schweitzer, J. Turunen, et M. Ward-Warmedinger (2007). «The interaction of labor markets and inflation : Micro evidence from the International Wage Flexibility Project». *mimeo, Brookings Institution*.

Dickens, W., L. Goette, E. Groshen, S. Holden, J. Messina, M. Schweitzer, J. Turunen, et M. Ward-Warmedinger (2008). «How wages change : Micro evidence from the International Wage Flexibility Project». *Journal of Economic Perspectives* 21 (2), 195-214.



Gottschalk, P. (2005). «Downward nominal-wage flexibility: Real or measurement error?» *Review of Economics and Statistics* 87 (3), 556–568.

Grubb, D., R. Jackman, et R. Layard (1983). «Wage rigidity and unemployment in OECD countries». *European Economic Review* 21 (1-2), 11–39.

Holden, S. et F. Wulfsberg (2007). «Downward nominal wage rigidity in the OECD». *CESifo Working Papers*, n.:2009.

Messina, J., P. Du Caju, C. F. Duarte, M. Izquierdo, et N. L. Hansen (2010). «The incidence of nominal and real wage rigidity: An individual based sectoral approach». *Journal of the European Economic Association* 8 (2-3), à paraître.





**3 ACTUALITÉS**

1	The financial crisis – challenges and new ideas	122
1.1	The Policy Response to the Crisis	122
1.2	Preparing for the future	124
1.3	Conclusion	127
2	The framework for short-term provision of international reserve currencies to sovereign states and their central banks	128
3	Designated Authority to notify opening of insolvency proceedings	133



# 1 THE FINANCIAL CRISIS – CHALLENGES AND NEW IDEAS

Par **Yves Mersch**,  
**Président de la Banque centrale du Luxembourg**

Discours prononcé à la **Luxembourg School of Finance**,  
le **28 janvier 2010**

I am very pleased to be here tonight and wish to thank the Luxembourg School of Finance for providing me with this opportunity to speak on the recent financial crisis, the policy response, and the challenges ahead.

The run-up to the crisis was driven by animal spirits, which encouraged excessive risk-taking by investors and a significant increase in financial sector leverage. Asset price declines triggered an unexpected departure from the normal functioning of the financial system, plunging agents into unquantifiable “Knightian” uncertainty. This unleashed panic, characterised by a “flight to safety” and fire sales of financial assets that amplified the crisis. The risk to systemic stability required intervention by the authorities that was unprecedented both in its extent and in its form.

It is important to recall that we have very limited knowledge of many aspects of the crisis. All financial crises share certain phases of market behaviour, but they are all different. In recent years some warnings highlighted existing imbalances and vulnerabilities, but nobody predicted the timing and nature of such a sudden break in market behaviour. As the crisis unfolded, authorities had to take policy decisions rapidly although their effects had become uncertain, as normal market functioning could no longer be expected.

What was most surprising in the recent crisis was the role played by liquidity. In retrospect, it is easy to conclude that it should have been monitored more closely and that pro-cyclical behaviour needed to be mitigated more effectively. However, these suggestions only represent “preventative care”. The implementation of such measures could reduce the likelihood, or at least the extent, of future crises. Once a crisis hits, it is too late for “preventative care” and the authorities have to implement “emergency interventions”. These carry significant costs for the taxpayer, so it is natural to ask how the private sector can help share this burden.

In my remarks, I will begin with the recent past, reviewing the crisis and the policy responses of both central banks and governments. Then I will turn to the lessons of the crisis and the challenges both in the immediate future and at a longer horizon. I wish to focus on the need to reform the current financial architecture. This process is already underway at the global level as the April meeting of the G20 endorsed Financial Stability Board proposals in this domain. One important objective is to re-align incentives in the financial sector from an excessive focus on short-term profits towards more “socially useful” activities that include reducing systemic risk and encouraging the creation of long-term wealth. Finally, I will comment on some “new ideas” that may contribute to this aim.

## 1.1 THE POLICY RESPONSE TO THE CRISIS

In the financial crisis, monetary authorities intervened to address liquidity issues and government authorities intervened to address solvency concerns. These complementary roles were clearly established long ago. However, it is generally agreed that the recent crisis somewhat blurred this distinction in practice. As a central banker, I will begin by reviewing the response of the monetary authorities.

### 1.1.1 Central Bank policy response

The financial crisis initially appeared in August 2007 as a sudden shortage of liquidity in the money market. Traditionally, central banks monitor the functioning of this market very carefully, because it is here that monetary policy is implemented through regular refinancing operations. This is why the Eurosystem was the first to respond with massive liquidity injections.

The decline of asset prices reduced the value of complex structured finance products, which were widely disseminated across the banking sector. It suddenly became difficult to find a buyer for these instruments. As trading volumes collapsed, it also became difficult to value these assets accurately because prices were no longer observed on the market. Uncertainty increased dramatically and banks began to view each other with suspicion as they realised that individual exposures were not transparent.

As the inter-bank market dried up, banks found themselves hoarding cash to rebuild their liquidity buffers. This induced them to tighten credit standards, posing the risk that they might cut back loans to firms and households, transmitting the financial crisis to the real economy. In mid-September 2008 the collapse of a major financial player set off a global financial panic. Given the severe downturn in the euro area economy and receding inflationary pressures, the Governing Council of the European Central Bank responded by rapidly lowering interest rates to 1%, a historical low for the euro area countries in the post-war period.

In addition to standard monetary policy measures, the Eurosystem introduced a policy of “enhanced credit support” intended to limit the role of liquidity in the propagation of the crisis, to maintain the transmission of interest rate decisions, and to enhance the flow of credit to the real economy.

These extraordinary measures lead to a doubling of the central bank balance sheet in the euro area and an even greater expansion in the US. In effect, the money market ceased to exist and the central bank took over its intermediation role. This emergency intervention contributed to a broad-based improvement in financial markets and a return to a more normal functioning of the money market. According to the most recent figures, the Eurosystem’s balance sheet has already shrunk by 11% from its peak in December 2008, while in the US it has remained stable. Overall, central banks appear to have successfully performed their function as “lender-of-last-resort”.

### 1.1.2 Government policy response

Turning to the government policy response, this took three forms: (i) the fiscal stimulus, (ii) asset support and (iii) capital injections and guarantees.

In October 2008 the intensification of the financial crisis began to affect the real economy and the need for a *fiscal stimulus* became apparent. In April 2009 the G20 summit in London signed a global plan for recovery and reform. Although justified by the extent of the crisis and varied in extent across countries, this fiscal stimulus caused a substantial deterioration of public deficits and debt-to-GDP ratios.

In addition to asset support, governments also intervened on the liabilities side of bank balance sheets, with direct capital injections and with state guarantees. Since these measures are the subject of tonight’s conference, I will discuss them in more detail in the second part of my speech.

For now, let me just recall that so far euro area governments have committed 26% of GDP to supporting the financial sector (although the sum actually drawn is only about 10% of GDP). This support was necessary, not for the banks’ sake, but for the sake of the central role they play in the market economy. This is particularly true in the euro area, where banks are firms’ main source of external funding, as opposed to other economies whose financial system is sometimes considered more “market based”. These differences



across economies also determined different policy responses. The US and the UK initially focussed on asset support that was intended to return markets to proper functioning. Eventually, they turned to their second line of defence, with direct capital injections to support the banks. In the euro area, this order was reversed, with authorities more focussed on the banking sector and turning to asset support as a second line of defence.

## 1.2 PREPARING FOR THE FUTURE

Having described the recent policy response to the crisis, I turn now to the challenges that remain for the future.

I will divide my remarks in three parts. First, the immediate challenge is to implement *exit strategies* from the current extraordinary monetary and fiscal measures. Second, a longer term challenge is to design and implement *financial reform* that effectively mitigates systemic risk. Finally, I will discuss some *new ideas* advanced within this process of reform.

### 1.2.1 Immediate challenge: monetary and fiscal exit strategies

First, let me consider the exit strategy from current extraordinary monetary measures. As I mentioned before, there are signs of substantial improvement both in financial markets and in the real economy. These suggest that the Eurosystem extraordinary liquidity measures are not all needed to the same extent as in the past. However, unwinding of enhanced credit support must be both timely and gradual. It must be timely because there are risks associated with acting either too early or too late and it must be gradual because the situation is only improving progressively. The process of withdrawal is facilitated by the fact that many of the non-standard measures were designed to phase out naturally over time unless renewed by explicit policy decisions. For other measures, the situation has improved sufficiently for Governing Council to initiate the gradual process of withdrawal.

The cornerstone of the exit strategy is the ECB primary objective of price stability in the medium term. This has guided the introduction of enhanced credit support and will govern the process of withdrawal. As with the monetary policy strategy, the exit strategy cannot pre-commit Governing Council to a given timing or sequence of actions. These must be decided with reference to changing economic and financial circumstances.

Now I wish to briefly address the exit strategy from the current *fiscal stimulus*. In addition to government measures supporting the financial sector, the extraordinary fiscal stimulus and the so-called automatic stabilisers have substantially deteriorated public finances during the current economic crisis. According to autumn 2009 forecast of the European Commission, the deficit ratio in the euro area should reach 6.9% of GDP in 2010, while government debt is expected to reach 84% of GDP in 2010. These significant fiscal imbalances undermine public confidence in the sustainability of public finances, which may place an additional burden on monetary policy in maintaining price stability.

As stressed by the ECB Governing Council, national governments must abide with the EcoFin Council agreement to communicate timely, ambitious and credible fiscal exit strategies as soon as possible. The fiscal consolidation process should be transparent and should be guided by the rules of the Stability and Growth Pact (SGP). Current government commitments to start consolidation in 2011 at the latest represent a minimum requirement for all euro area countries. Furthermore, given the future challenges raised by ageing populations, fiscal consolidation efforts should provide a strong focus on expenditure reforms. Developing and communicating fiscal exit strategies is an urgent policy priority.

### 1.2.2 Financial reform process to mitigate systemic risk

Beyond the immediate challenges, I wish to focus on the ongoing programme of wide-ranging financial reform. The objective of this process is to counter systemic risk and enhance the future resilience of the financial system.

The recent crisis provided us with three important lessons that could guide this process of financial reform:

- First, systemic risk needs to be monitored by an operational macro-prudential framework, extending the perimeter of regulation and mitigating the pro-cyclicality of the financial system
- Second, incentives need to be aligned on creating long-term value and not short-term profits
- Third, cooperation in surveillance and oversight needs to be improved

Let me expand on the first lesson, the need for an operational *macro-prudential framework*. The analysis and control of systemic risk was a key missing ingredient in the run-up to the crisis. The problem is that although banks may seem resilient when considered individually, the banking system as a whole may still be vulnerable. This paradox can be explained through the two key dimensions of the macro-prudential framework. First, the cross-sectional dimension focuses on the risk of joint failures that reflects similar exposures or interconnectedness. Second, the time dimension focuses on interactions within the financial system, as well as feedback between the financial system and the real economy. These links account for the pro-cyclical behaviour of the financial system, which can aggravate systemic risk by amplifying the effects of the business cycle.

The Basel Committee on Banking Supervision has already agreed on a set of proposals aimed at improving the resilience of the system. These focus on raising the quality and quantity of bank capital in order to better absorb future shocks. They also suggest introducing a bank leverage ratio, although this will have different effects in the US and the EU unless there is convergence in accounting standards. More generally, there is agreement on the need to require banks to build up countercyclical buffers in good times that can be drawn down during bad times. In addition, the Basel Committee and the CEBS (Committee of European Banking Supervisors) are developing new standards for liquidity. The European Union has also enhanced its macro-prudential framework by creating the European Systemic Risk Board, with responsibility for issuing early warnings and recommendations.

The second lesson was that *incentives* need to be aligned on creating long-term value rather than short-term profits.

The final lesson of the crisis was that it clearly revealed the need to improve *cooperation* in surveillance and oversight. This requires better links between the two pillars of financial supervision: the micro approach, which focuses on individual institutions, and the macro approach, which focuses on systemic risk.

### 1.2.3 New ideas to prepare for the future

I have described the immediate challenges linked to exit strategies and the longer-term process of financial reform that is already underway. Let me now comment on some new ideas advanced in the wake of the crisis to prepare for the future.



In a Financial Times column entitled “how to save banks without using taxpayers’ money”, Professors Wolff and Vermaelen describe a financial instrument called Contingent Convertibles (also known as CoCo bonds). In the recent crisis, these could have helped distressed institutions to convert debt to equity, reducing the need for capital injections from the state. The advantage of Contingent Convertibles is that they would not require a negotiated decision by the firm or an intervention by the authorities, but would convert debt to equity automatically when the value of equity falls below a level specified in advance. The process appears to be transparent, predictable and dictated by market developments. Professors Wolff and Vermaelen add a twist by providing the original shareholders with a call option to buy back the converted debt. This serves to smooth the conversion process and avoids an incentive problem that can create so-called “death spirals.” I expect Professor Vermaelen, who will speak next, will provide more details.

Turning to other “new ideas,” the “Tobin” tax on financial transactions reappeared in the recent policy debate to finance the cost of future bailouts. This is an old idea dressed up in new clothes. The Tobin Tax appears to be a solution in search of a problem, as it has already been suggested to finance developing countries, offset the cost of global warming, prepare for population ageing, etc. Even in the present case, a transaction tax would still not address the underlying problem. In fact, it may actually aggravate it, acting as an additional source of moral hazard. By raising costs, this tax could actually encourage higher risk taking, preparing the ground for the next systemic crisis.

The Jackson Hole Conferences in 2008 and 2009, in which I participated, presented several additional “new ideas” in this context. Most recently the discussion focussed on Ricardo Caballero’s analysis of the “surprising” nature of the recent crisis. He stressed that the “surprise” was not the decline in property prices, but the repercussions this had in the financial sector. The unexpected departure from the normal functioning of the financial system plunged agents into unquantifiable uncertainty. This unleashed panic, characterised by a “flight to safety” and fire asset sales that amplified the crisis. At this point, the role of the authorities is to fight the panic, which involves providing some form of insurance. In the 2008 Conference, Anil Kashyap and his co-authors suggested that capital insurance could be provided by the private sector, while in 2009 Caballero argued that only the state can insure against systemic risk.

Necessarily, any insurance arrangement is contingent, so it may share some of the features of Contingent Convertible bonds. However, if all banks were required to contribute to a common insurance pool, the risk coverage would be spread more broadly than if the scheme is limited to the “too-big-to-fail” banks. Caballero proposed Tradable Insurance Credits (TICs) that institutions could attach to individual assets or liabilities on their balance sheets. Since TICs could be traded between banks, they would allow insurance coverage to flow to where it is needed in a crisis, without the authorities needing to specify in advance the nature of the contingent event to be covered. Banks that find themselves less exposed in a crisis could choose to sell their insurance to distressed banks at a premium, a reward for prudence that most insurance schemes do not offer.

I find some of these features attractive, but any insurance scheme is also subject to important limitations. Private insurance schemes require freezing huge amounts of resources to cover the insurance promises. The failure of some mono-line insurers in the recent crisis indicates that private sector resources can turn out to be insufficient, aggravating financial instability. On the other hand, public sector insurance schemes jeopardise the sustainability of public finances as they transfer the risks to the taxpayer and distort incentives as mentioned above.

### 1.3 CONCLUSION

Let me conclude.

Financial crises are an inevitable part of the business cycle. It would be misguided to expect to eliminate them completely. However, we *do* have a responsibility to learn from them in order to reduce the inefficiencies in the financial system and improve its resilience in future episodes of turbulence.

I wish to stress that there is no “silver bullet” solution just as there was no single error behind the financial crisis. If we are to improve on the current situation, there are *many* changes that need to be implemented.

Some critics have argued that the response of governments and central banks raised moral hazard problems that sow the seeds of the next crisis. However, it is important to recognise that moral hazard also appears *within* the crisis. This was spread over many months, allowing agents to adapt their short-term behaviour to authorities’ decision whether or not to intervene. The policy response had to simultaneously stabilise the short-term situation while accounting for long-term costs.

Today it is generally accepted that the extraordinary policy measures taken were necessary to prevent a collapse of the financial system with even worse economic consequences. Let us hope that the ongoing process of financial reform will enhance the resilience of the financial system, reducing the need for extraordinary interventions in the future and their associated costs.



## 2 THE FRAMEWORK FOR SHORT-TERM PROVISION OF INTERNATIONAL RESERVE CURRENCIES TO SOVEREIGN STATES AND THEIR CENTRAL BANKS

Par **Yves Mersch**,  
Président de la Banque centrale du Luxembourg

Discours prononcé au **5th High-level Seminar of Central Banks  
in the East Asia-Pacific Region and the Euro Area, Sydney,**  
le **10 février 2010**

Good afternoon, ladies and gentlemen!

Today, I would like to discuss “**the framework for short-term provision of international reserve currencies to sovereign states and their central banks**”. Let me begin by reviewing the recent evolution of global liquidity. Then, I will discuss different concepts of supplying foreign reserves and consider their recent developments. In the third part of my speech, the pros and cons of these concepts will be explored. Finally, I will point out certain trade-offs with other economic objectives and draw conclusions on the evolution of the global framework.

Let me start by highlighting current developments in global liquidity. For this purpose, I define global liquidity as the sum of monetary aggregates of the major advanced economies.

Global excess liquidity may be understood as monetary liquidity that is not needed by economic agents to finance real economic transactions. In theory, excess liquidity may be measured by comparing long-run developments in money supply and GDP. Assuming the trend of velocity of money remains stable over time, nominal GDP is a proxy for the transactions demand for money. In practice, recent disruptions in the money market substantially complicate the assessment of excess liquidity in the short to medium term. In this context, the ECB monetary policy strategy proved appropriate in taking a broad based perspective focussing on threats to price stability in the long term. This makes it possible to cross-check the results of the monetary analysis with the results of the economic analysis focussed on short to medium term developments in inflation and growth.

In recent past, the injection of liquidity by central banks was higher than at any time in the last 15 years. Its stocks remain large and continue to build up. Of course, the fast pace of excess liquidity creation reflects not only growth in money aggregates but also shrinking nominal GDP.

Before the crisis, global excess liquidity was often ascribed to global imbalances reflecting on one hand large current account deficits in countries like the US and the UK and on the other hand substantially increased savings and sizeable current account surpluses in some advanced, emerging and oil-producing economies, which accelerated the accumulation of their foreign exchange reserves. Another source of global liquidity consisted of large interest rate differentials between major economies, which encouraged investors to engage in carry trade transactions in foreign exchange.

Short-term risks to consumer price stability are currently dampened by a drop below potential in most economies and rising unemployment. However, the situation can change abruptly. One should not underestimate the risk of prolonged excess liquidity on unwelcomed developments in specific asset classes. Global excess liquidity also reduces investors’ willingness to hold liquidity at the current low level of returns and might fuel their risk appetite. This could provide a renewed chase for performance.

Recent experience indicates that even in a situation of abundant global liquidity, local markets in foreign currencies can seize up and currency shortages swiftly propagate across currencies, international markets and time zones. This highlights the importance of the global liquidity provisioning concepts to counter illiquidity of particular markets.

In a liquidity crisis, monetary authorities can engage in foreign currency liquidity-providing operations which can be classified into the following four **major concepts**: national foreign exchange reserves, pooling of reserves, inter-central bank swap lines or repos and monetary units or loan facilities by supra-national monetary authorities.

Central banks maintain foreign **reserves mainly in key currencies** but also in high-value liquid assets like gold. They may redirect the investments of such foreign reserves towards bank deposits, in an endeavor to offset the withdrawal of bank deposits in foreign currency by investors.

At the outset of the crisis, global foreign exchange reserves had reached an unprecedented Euro 3.5 trillion (USD 5 trillion) compared to only Euro 2.3 trillion (USD 2 trillion) in 2001. The share of Asian countries more than tripled during that period and China alone now holds reserves worth about Euro 1.7 trillion (USD 2.4 trillion).

Another possible strategy to ward off potential future currency crises (proper exchange rate regimes and exchange rate management notwithstanding) consists of schemes that **pool foreign reserves of several central banks**. This concept generally requires a binding arrangement between sovereign states specifying the pooling mechanism and its management.

In May 2009 the **Chiang Mai Initiative** of the ASEAN+3 group agreed to transform its network of bilateral currency swap agreements into a multilateral facility that would pool together Euro 85 billion (USD 120 billion) of reserves. So far, these arrangements have never been called upon.

An additional source of reserve currency can be **inter-central bank swap lines and repos**. These involve two transactions. First, foreign currency is delivered against collateral in form of assets or domestic currency. Second, on a specified date in the future, accrued interests are paid and transactions are unwound, which implies that currency positions or repoed assets are retransferred.

Since December 2007 certain central banks around the globe have been participating in a temporary network of inter-central bank swap lines and repo agreements. In particular, this included the US Fed supplying unlimited liquidity in US dollars to the ECB, the Bank of Japan, the Bank of England and the Swiss National Bank. Other swap lines have also been put in place, for example the ECB provides Euros to the Fed. At the peak of the crisis in December 2008, the US Fed provided globally Euro 432 billion (USD 583 billion). Since then, demand has receded continuously and the swap lines have been discontinued.

Lastly, **monetary units or loan facilities created by supra-national monetary authorities** can grant liquidity to their member states. In response to the crisis, IMF member states agreed a Euro 175 billion (USD 250 billion) general allocation of Special Drawing Rights (SDR). In times of need, members can exchange SDRs for key currencies through **voluntary trading arrangements** with other IMF member countries; otherwise SDRs count as part of the official international reserves. The discussion whether SDRs could play a greater role as an international reserve currency has been re-opened during the crisis.



In addition, the “**New Arrangements to Borrow**” boosted IMF facilities by Euro 345 billion (USD 500 billion). The IMF redesigned its lending framework with the introduction of a “**Flexible Credit Line**” for countries with a sustainable strong economy and enhanced “**Stand-by Arrangements**” that are more widely accessible.

Let me now suggest some criteria to evaluate the alternatives that I have just mentioned. These criteria include effectiveness, costs, efficiency and moral hazard.

**First, effectiveness** in alleviating liquidity shortages in foreign currency depends on the speed and size with which foreign reserves can be mobilized.

The discretionary nature of national reserves in foreign currency means that in principle they are available at **short notice**. In turn, this might have a reassuring effect on market confidence. The same also applies to other sources, such as standing swap lines, pooled reserves or IMF facilities that can be accessed unconditionally.

In addition, foreign exchange reserves should be available in a **size sufficient** to match outstanding demand. This can require very large volumes in a systemic crisis. While national foreign exchange reserves might alleviate temporary shortages in an individual institution or economy, their limited quantity might reduce their effectiveness during large systemic events. This suggests a need for additional sources involving cross-border cooperation.

However, measures that are provided at the **discretion of monetary authorities** are based on a case-by-case assessment and a decision by the respective lender. These will reflect several factors, including the objectives of the creditor, whether the crisis is systemic, country-specific or institution-specific and also the form of the measure: For instance the lending authorities might favor a secured repo agreement, although this removes collateral from the borrowing central bank. Compared to repo agreements, lending in the form of a currency swap preserves the potential to add new liquidity.

**Second**, the effectiveness of liquidity provision in foreign currency has to be judged against its **economic costs**. Every time a country receives foreign currency support from an external creditor, the costs depend on the respective agreement. Foreign exchange reserves, on the other hand, bear an opportunity cost representing foregone alternative investments. An efficient international currency system based on pooling or similar concepts will require a lower overall amount of reserves. Of course, such an international system requires political agreement and additional administrative costs associated with managing the reserve pool.

A further cost is associated with **risk**. **Credit risk** arises whenever a national central bank provides liquidity to domestic counterparties. However, it will also arise when one central bank furnishes liquidity to another central bank, or when the IMF provides liquidity to a national government. Besides, foreign currency reserves fluctuate in value and are therefore also subject to **foreign exchange risk**. A priori exchange rate volatility increases the required volume of reserves as well as its opportunity costs.

A **third** criterion to judge liquidity provisioning in foreign currency is linked to **moral hazard**. This arises whenever individuals, institutions or countries expect that they will not have to bear the consequences of their actions. This will incite them to act less prudently than they would otherwise, leaving third parties to bear some of the consequences of their behaviour.

For financial institutions, the prospect of emergency provision of foreign currency liquidity may encourage excessive risk-taking in carry trades or in foreign currency lending. This potentially increases the likelihood of a systemic crisis. For national authorities, the prospect of emergency liquidity provision from abroad

might reduce the incentive to conduct sound economic policies and accumulate adequate reserves. This leads to the paradoxical situation that unconventional measures applied in a crisis might lower the incentive to maintain preventive measures during normal times. In turn this increases the likelihood that unconventional measures will be needed again in the future, i.e. crisis resolution might trade-off with crisis prevention.

These moral hazard considerations are a well-known problem whenever insurance is provided in a context of asymmetric information. Their negative effects can be mitigated to a certain extent. For instance, appropriate pricing of foreign currency liquidity provision can limit its function to that of an emergency backstop facility which is costly for banks to use.

Additionally, the framework has to be in line with global economic objectives, such as price stability, balanced growth and efficient international allocation of resources.

- Policies that preserve **price stability** in the long term should also ensure stability of the financial system. However, in short term these two objectives might appear to conflict. Even when liquidity in domestic currency is provided to another country, it might find its way back to the domestic economy and contribute to inflationary pressure, if not sterilised.
- A buildup of **national reserves** might itself contribute to **systemic instability**. A reserve framework requires stability of the reserve currency in order to act as a global store of value and an anchor for price stability. However, the Triffin-dilemma notes that the accumulation of reserves implies persistent current account deficits of the reserve-issuing country. This potentially creates instability and fuels global imbalances. Moreover, such a reserve system aggravates interdependence between the reserve accumulating countries and the reserve-issuing country. For instance, the US Treasury market relies largely on demand from emerging market central banks. This dependence is likely to increase as the Federal Reserve phases out its asset purchase program, reducing US demand.
- This is connected to potential negative side effects of reserve accumulation or intervention in foreign exchange markets. In consequence, it can **distort exchange rates and prices** of other assets and might be difficult if not impossible to disentangle from its benefits.
- Finally, an acceptable solution from the country perspective might not appear desirable from the global perspective. For instance, excessive accumulation of foreign exchange reserves might distort **international capital allocation**.

This leads me to the general conclusion that there are many practical obstacles to a first-best solution for foreign exchange reserve provisioning.

Ultimately, I will conclude with some considerations on the challenges facing the global framework for short-term international reserve provisioning

- In general, the discussion requires a **common understanding of international liquidity** and its economic interlinkages with credit markets and the real economy.
- The **immediate challenges** we are facing include the implementation of exit strategies from exceptional measures of support. In terms of evolution of new concepts, it has been discussed whether it would be desirable to develop a network of standing inter-central bank swap lines. It was also proposed that central banks should consider extending their collateral requirements to accept foreign currency denominated assets or obligations booked abroad during emergency operations.

- 
- Constitutive elements of an international **crisis prevention** setup have to be defined and the different objectives of involved parties taken into account. Thus an element of political coordination will be inevitable to set the trade-offs and accommodate different national interests. More automatic mechanisms can help reduce the need for repeated negotiations to obtain political consensus.
  - Moreover, **crisis resolution** requires a provisioning framework with sufficient flexibility to respond adequately rapidly to a variety of possible shocks. This suggests relying on different sources, while preferring market solutions and turning to national foreign exchange reserves as the first line of defence.

Thank you very much for your attention!

### 3 DESIGNATED AUTHORITY TO NOTIFY OPENING OF INSOLVENCY PROCEEDINGS

LUXEMBOURG, 29 JANUARY 2010

In accordance with the terms of the law dated 10 November 2009 relating to payments services (the "Law"), the Banque centrale du Luxembourg is, as from 1 November 2009, the designated authority to notify insolvency proceedings relating to a Luxembourg participant to the other Member States' designated authorities.

The Banque centrale du Luxembourg is, from 1 November 2009 on as well, the designated authority to receive from the Member States' designated authorities, notification of insolvency proceedings taken by the Member States' relevant authorities vis-à-vis a participant.

The list of all Member States' designated authorities (including Luxembourg's) is published on the European Commission's web site ([www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)).

The Law implements Article 6.2 of the Settlement Finality Directive 98/26 relating to the designated authority to notify opening of insolvency proceedings.

The Banque centrale du Luxembourg's contact details are the following:

Banque centrale du Luxembourg  
Département Surveillance Prudentielle  
2, Bvd Royal  
L-2983 Luxembourg  
Fax: +352 4774 4970  
Email: [Oversight@bcl.lu](mailto:Oversight@bcl.lu)



**4 ANNEXES**

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	136
2	Circulaires de la BCL	137
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	138
1	Statistiques de politique monétaire	138
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	138
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	138
4	Données générales sur le système financier au Luxembourg	138
5	Activité bancaire internationale	139
6	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	139
7	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	140
8	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	140
9	Balance commerciale du Luxembourg	140
10	Balance des paiements du Luxembourg	140
11	Position extérieure globale	140
4	Publications de la BCL	141
4.1	Bulletin de la BCL	141
4.2	Rapport Annuel de la BCL	141
4.3	Cahier d'études de la BCL	141
4.4	Brochures de la BCL	142
4.5	Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	142
4.6	Publications et présentations externes du personnel de la BCL	142
4.6.1	Publications de la BCL	142
4.6.2	Présentations externes	143
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	144
6	Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	145

## 1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

### 2009

#### [2008/N°1 du 28 novembre 2008 \(version consolidée\)](#)

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

Domaine: Politique monétaire.

#### [2009/N°5 du 23 décembre 2009](#)

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

Domaine: Politique monétaire.

#### [2009/N°4 du 29 avril 2009](#)

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°4 du 29 avril 2009 relatif à la surveillance de la liquidité.

Domaine: Surveillance de la liquidité; publié au Mémorial A-N°102 du 18 mai 2009, p. 1527.

#### [2009/N°3 du 19 février 2009](#)

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

Domaine: Politique monétaire.

#### [2009/N°2 du 27 janvier 2009](#)

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

Domaine: Politique monétaire.

### 2008

#### [2008/N°1 du 28 novembre 2008](#)

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine: Politique monétaire.





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

#### 1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

- 1.1 Situation financière consolidée de l'Eurosystème
- 1.2 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.3 Taux directeurs de la Banque centrale européenne
- 1.4 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres
- 1.5 Statistiques de réserves obligatoires de la zone euro
- 1.6 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg
- 1.7 Position de liquidité du système bancaire

#### 2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

- 2.1 Bilan agrégé des IFM de la zone euro (hors Eurosystème)
- 2.2 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.3 Agrégats monétaires de la zone euro
- 2.4 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

#### 3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – encours
- 3.3 Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats
- 3.4 Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours
- 3.5 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.6 Rendements d'emprunts publics
- 3.7 Indices boursiers
- 3.8 Taux de change

#### 4 DONNÉES GÉNÉRALES SUR LE SYSTÈME FINANCIER AU LUXEMBOURG

- 4.1 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit luxembourgeois
- 4.3 Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 4.4 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois
- 4.5 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit luxembourgeois

- 4.6 Evolution de long terme du compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit luxembourgeois
- 4.7 Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois
- 4.8 Crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois, par contreparties et durées initiales
- 4.9 Crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois aux ménages et ISBLM de la zone euro, par types et durées initiales
- 4.10 Crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois, par devises
- 4.11 Crédits immobiliers consentis pour des immeubles situés au Luxembourg
- 4.12 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit luxembourgeois, par contreparties et durées initiales
- 4.13 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit luxembourgeois, par devises
- 4.14 Evolution du nombre des OPC luxembourgeois
- 4.15 Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois
- 4.16 Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois
- 4.17 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et durées initiales
- 4.18 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois par devises
- 4.19 Evolution de l'emploi dans les professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.20 Evolution du nombre des professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.21 Résultat net agrégé des professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.22 Bilan agrégé des professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.23 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion luxembourgeoises

## 5 ACTIVITÉ BANCAIRE INTERNATIONALE

- 5.1 Activité bancaire internationale : ventilation géographique
- 5.2 Activité bancaire internationale : ventilation par devises
- 5.3 Activité bancaire internationale : part du Luxembourg

## 6 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG

- 6.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 6.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 6.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange



## 7 INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE LUXEMBOURGEOISE

- 7.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
- 7.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 7.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
- 7.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
- 7.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

## 8 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

- 8.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

## 9 BALANCE COMMERCIALE DU LUXEMBOURG

- 9.1 Balance commerciale du Luxembourg

## 10 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

- 10.1 Balance des paiements du Luxembourg : résumé
- 10.2 Balance des paiements du Luxembourg : compte des transactions courantes
- 10.3 Balance des paiements du Luxembourg : investissements directs
  - 10.3.1 Balance des paiements du Luxembourg : investissements directs du Luxembourg à l'étranger - par secteur
  - 10.3.2 Balance des paiements du Luxembourg : investissements directs étrangers au Luxembourg - par secteur
- 10.4 Balance des paiements du Luxembourg : investissements de portefeuille - par types d'instruments
- 10.5 Balance des paiements du Luxembourg : autres investissements - par secteur
- 10.6 Les avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.7 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg : modèle élargi du Fonds Monétaire International

## 11 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

- 11.1 Position extérieure globale du Luxembourg : résumé
- 11.2 Position extérieure globale du Luxembourg : investissements directs
- 11.3 Position extérieure globale du Luxembourg : investissements de portefeuille - par types d'instruments
- 11.4 Position extérieure globale du Luxembourg : autres investissements - par secteur
- 11.5 Position extérieure globale du Luxembourg : dette extérieure brute
- 11.6 Position extérieure globale du Luxembourg : ventilation géographique des avoirs de portefeuille en titres de participation détenus par les résidents luxembourgeois

## 4 PUBLICATIONS DE LA BCL

### 4.1 BULLETIN DE LA BCL

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

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

### 4.2 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

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

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

### 4.3 CAHIER D'ÉTUDES DE LA BCL

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

- Working Paper N°42, December 2009  
Liquidity risk monitoring framework : A supervisory tool, by Franco Stragiotti et Štefan Rychtárik
- Working Paper N°43, December 2009  
Stress testing and contingency funding plans : an analysis of current practices in the Luxembourg banking sector, by Franco Stragiotti

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

#### 4.4 BROCHURES DE LA BCL

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

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

#### 4.5 MATÉRIEL D'INFORMATION SUR LES ÉLÉMENTS DE SÉCURITÉ DES BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

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

#### 4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

##### 4.6.1 Publications de la BCL

G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens et R. Wouters. (2009). "Sequential bargaining in a New Keynesian Model with frictional unemployment and wage-staggering" *Annals of Economics and Statistics*, forthcoming.

G. de Walque, O. Pierrard and A. Rouabah. "Financial (in)stability, supervision and liquidity injections: a dynamic general equilibrium approach", 2010, forthcoming in *The Economic Journal*.

P. Fegatelli (2010). "The misconception of the option value of deposit insurance and the efficacy of non-risk-based capital requirements in the literature on bank capital regulation" *Journal of Financial Stability*, forthcoming.

P. Guarda and A. Rouabah (2009). "Bank productivity and efficiency in Luxembourg: Malmquist indices from a parametric output distance function" in M. Balling, E. Gnan, F. Lierman and J-P. Schoder (eds.) *Productivity in the Financial Services Sector*, SUERF Studies 2009/4.

P. Lünemann and T. Mathä. (2009). "Mean reversion and sales" *Applied Economics Letters*. 16(12): 1271-1275.

P. Lünemann and T. Mathä. (2010). "Consumer price behaviour in Luxembourg: evidence from micro CPI data" *Managerial and Decision Economics*. forthcoming April issue.

P. Lünemann and T. Mathä. (2010). "Rigidities and inflation persistence of services and regulated prices" *Managerial and Decision Economics*. forthcoming April issue.





## 5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

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

*For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site [www.ecb.int](http://www.ecb.int)*

---

### COMMANDE / ORDER

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



<b>IFM</b>	Institution financière monétaire	<b>OPEP</b>	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
<b>IME</b>	Institut monétaire européen (1994-1998)	<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>IMF</b>	International Monetary Fund	<b>PSC</b>	Pacte de stabilité et de croissance
<b>IML</b>	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)	<b>PSF</b>	Autres professionnels du secteur financier
<b>IOSCO</b>	International Organisation of Securities Commissions	<b>RTGS system</b>	Real-Time Gross Settlement system
<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation	<b>Système RBTR</b>	Système de règlement brut en temps réel
<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé	<b>RTGS-L GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
<b>LIPS-Gross</b>	Luxembourg Interbank Payment System – Gross Settlement System	<b>SDR</b>	Special Drawing Rights
<b>LIPS-Net</b>	Luxembourg Interbank Payment System – Net Settlement System	<b>SEBC</b>	Système européen de banques centrales
<b>MBCC</b>	Modèle de banque centrale correspondante	<b>SEC</b>	Système européen de comptes
<b>MFI</b>	Monetary Financial Institution	<b>SICAF</b>	Société d'investissement à capital fixe
<b>NCB</b>	National central bank	<b>SICAV</b>	Société d'investissement à capital variable
<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques	<b>SME</b>	Système monétaire européen
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Cooperation and Development	<b>SWIFT</b>	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeurs	<b>SYPAL GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
<b>OLS</b>	Ordinary least squares	<b>TARGET system</b>	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
<b>OPC</b>	Organisme de placement collectif		
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières		

<b>Système Target</b>	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
<b>TCE</b>	Traité instituant la Communauté européenne
<b>UCI</b>	Undertaking for Collective Investments
<b>UCITS</b>	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
<b>UCM</b>	Union des caisses de maladie
<b>UE</b>	Union européenne
<b>UEBL</b>	Union économique belgo-luxembourgeoise
<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>USD</b>	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire







BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg

Téléphone: +352 4774-1  
Télécopie: +352 4774-4910

[www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) • [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)