



BULLETIN
2010

2

bcc

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME



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

Luxembourg, le 2 septembre 2010

SOMMAIRE

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM dans la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.4	Les marchés boursiers	16
1.5	Les taux de change de l'euro	17
1.6	L'évolution des prix à la consommation	18
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.8	Projections (des experts de la BCE) pour la zone euro	22
1.9	Le commerce extérieur	24
1.10	La balance des paiements	25
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	37
2.2	L'industrie	38
2.3	La construction	40
2.4	Le commerce et autres secteurs	41
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	42
2.6	Le marché du travail	43
2.6.1	L'emploi	43
2.6.2	Le chômage	45
2.6.3	Les coûts salariaux	50
2.7	Le secteur financier	51
2.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	51
2.7.2	L'emploi dans les banques	52
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit	53
2.7.4	Les crédits à la clientèle non bancaire	55
2.7.5	Les dépôts de la clientèle non bancaire	58
2.7.6	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	61
2.7.7	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	62
2.7.8	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	69
2.7.9	Les organismes de placement collectif (OPC)	70
2.8	Le commerce extérieur	74
2.9	La balance des paiements	75
2.9.1	Le compte courant	75
2.9.2	Le compte financier	76
2.10	La croissance économique	77
2.11	Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2010	79
2.12	Les finances publiques	81

2 ANALYSES

1	L'énergie au Luxembourg	86
1.1	L'offre d'énergie : la production et les importations	86
1.2	La consommation énergétique au Luxembourg	88
1.3	Les principaux défis auxquels le Luxembourg est confronté en matière énergétique	90
1.3.1	Les émissions de gaz à effet de serre dans le contexte international	90
1.3.2	L'impact de l'énergie sur l'inflation au Luxembourg et le mécanisme d'indexation	91
1.3.3	Prix de l'énergie et impact de la compétition accrue	93
1.3.4	Diversification et sécurité de l'approvisionnement énergétique au Luxembourg	95
2	Utilité de l'indicateur de confiance des consommateurs en tant qu'outil d'analyse Conjoncturelle	97

3 ACTUALITÉS

1	Communiqué de presse	108
	La pièce de collection en argent dédiée au 700 ^e anniversaire du mariage de Jean de Luxembourg avec Elisabeth de Bohême en vente à la BCL et à la Banque Nationale Tchèque	108

4 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	112
2	Circulaires de la BCL	113
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	114
1	Statistiques de politique monétaire	114
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	114
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	114
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	114
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	114
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	114
7	Balance des paiements du Luxembourg	115
8	Commerce extérieur	115
9	Position extérieure globale	115
10	Avoirs de réserve	115
11	Etablissements de crédit	115
12	Activité bancaire internationale	116

SOMMAIRE

13	Organismes de placement collectif	116
14	Professionnels du secteur financier	116
15	Sociétés de gestion	116
4	Publications de la BCL	117
4.1	Bulletin de la BCL	117
4.2	Rapport Annuel de la BCL	117
4.3	Cahier d'études de la BCL	117
4.4	Brochures de la BCL	117
4.5	Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	118
4.6	Publications et présentations externes du personnel de la BCL	118
4.6.1	Publications externes du personnel de la BCL	118
4.6.2	Présentations externes	118
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	120
6	Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	121

LISTE DES ENCADRÉS DU BULLETIN BCL 2010/2

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Encadré 1 :

Modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires par le biais de l'introduction d'un indice des prix alternatif	34
--	----

Encadré 2 :

L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises	65
--	----



EDITORIAL

Le contexte macroéconomique luxembourgeois est entaché d'un degré élevé d'incertitude. Nos projections de juin 2010 laissent augurer une croissance du Produit intérieur brut (PIB) se situant entre 2,6 et 3,2% en 2010 et entre 1,8 et 2,8% l'année suivante. L'évolution récente de notre indicateur d'activité confirme peu ou prou le bien-fondé de ces projections. La croissance prévue pour 2010 est cependant largement tributaire d'un puissant effet de base, ce dernier étant le reflet d'une augmentation du PIB qui, selon les données officielles, aurait été particulièrement marquée au troisième trimestre de 2009. La croissance serait cependant relativement languissante au cours de l'année 2010 proprement dite, en particulier au cours du premier semestre. Les données en provenance des établissements de crédit luxembourgeois mettent également en exergue la fragilité de la reprise. Au cours du premier semestre de 2010, le produit bancaire a reculé de quelque 17% par rapport à la période correspondante de 2009. Les résultats avant provisions, dépréciations et impôts ont enregistré une diminution encore plus prononcée. Ils accusent en effet une chute de près d'un tiers par rapport au premier semestre de 2009. Ces indicateurs avaient pourtant tous deux légèrement progressé de 2008 à 2009.

Le Luxembourg paraît durablement enlisé dans une trajectoire de croissance bien inférieure à 4%, d'autant que les hausses de la pression fiscale déjà décidées ou escomptées par les agents économiques risquent de peser sur la croissance. Or ce taux de croissance de 4% est un véritable pivot au Luxembourg. Il s'agit d'une part du taux « historique », correspondant à l'augmentation annuelle moyenne observée du début des années soixante à 2008. Le taux de 4% l'an est d'autre part le taux minimal requis afin de prévenir un dérapage budgétaire de nos régimes sociaux. Or ces derniers sont déjà hypothéqués par les effets conjugués du vieillissement démographique, d'une offre médicale dynamique et du décrochage du PIB en niveau consécutif à la crise. Les cotisations sociales subiront par ailleurs de plein fouet le fort ralentissement de la croissance de l'emploi observé depuis le début de la crise. La situation est grave et exige l'adoption au plus vite de mesures réellement structurelles, en particulier dans les domaines des pensions et des soins de santé. Seules de telles mesures seraient à même de prévenir une hausse des cotisations sociales fortement dommageable à une compétitivité déjà en berne.

A ces défis sociaux s'ajoute une sensible détérioration des comptes de l'Administration centrale, qui devraient se solder par un déficit de l'ordre de 4% du PIB en 2010. Il importe que le budget 2011 soit rigoureux dans un tel contexte, surtout en termes de dépenses courantes. Par ailleurs, toute recette plus importante qu'initialement escompté doit être prioritairement affectée à l'assainissement des finances publiques, d'autant que le contexte macroéconomique demeure très incertain.

Seule une stratégie d'ensemble, fondée sur des mesures structurelles dans le domaine de la sécurité sociale et sur une gestion extrêmement prudente de l'Administration centrale – y compris une exécution rigoureuse du budget 2010 – permettra d'endiguer la forte croissance de la dette publique observée depuis 2007. Or le rééquilibrage des finances publiques est essentiel pour notre potentiel de croissance. Selon une étude des économistes américains Reinhart et Rogoff publiée en 2009, la croissance économique médiane des pays dont la dette publique est inférieure à 30% du PIB tend à excéder de 1% la croissance des pays présentant une dette située entre 30 et 60%. Ce que je pourrais qualifier de « prime à la rigueur » s'établirait même à 2% par rapport aux nations qui ont laissé leur dette publique dériver au-delà du seuil



des 90 % du PIB. Le Luxembourg doit à tout prix éviter d'amorcer un cercle vicieux, alimenté par une dette publique en progression qui déboucherait à son tour sur une diminution de la croissance potentielle, avec à la clef des recettes moindres et, partant, une nouvelle détérioration des finances publiques.

L'autre grand défi pour le Luxembourg est le maintien de la compétitivité, qui s'est détériorée de façon marquée au cours de la décennie passée. Selon la BCE, le Luxembourg est, au sein de l'Union économique et monétaire, le pays qui a connu la plus forte déviation du coût salarial unitaire par rapport à l'Allemagne. Cette situation reflète notamment l'accumulation de différentiels d'inflation défavorables vis-à-vis de nos principaux partenaires commerciaux. Ainsi, le différentiel cumulé sur la période allant du début de la phase III de l'UEM, en 1999, au deuxième trimestre de 2010 a atteint quelque 7 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes. Cette inflation cumulée est peu susceptible de diminuer au cours des prochains trimestres, bien au contraire. Selon nos nouvelles projections d'inflation, le taux de progression annuel des indices harmonisé et national des prix à la consommation atteindrait respectivement 2,8 et 2,2 % en 2010 et respectivement 2,6 et 2,5 % au cours du premier semestre de 2011. L'impact total des mesures gouvernementales, regroupant les prix administrés, la fiscalité indirecte et le tabac, sur l'inflation globale se chiffrerait à 0,4 point de pourcentage pour l'indice national et à 0,6 point pour l'indice harmonisé, en raison principalement de la hausse des tarifs liés à l'eau. Enfin, sur base de nos projections d'inflation, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire est prévue pour juillet 2011, soit un mois plus tôt qu'anticipé lors de l'exercice de juin 2010.

L'indexation des salaires, précisément, a doublement exacerbé la dérive inflationniste luxembourgeoise, en transmettant automatiquement les différentiels d'inflation à la structure des salaires et en alimentant des effets de second tour générateurs d'une inflation additionnelle. Je note d'ailleurs, à propos de ces derniers effets, que la tranche indiciaire appliquée au début juillet 2010 a coïncidé avec une forte accélération de l'inflation des services au cours de ce même mois de juillet. Exprimée en glissement annuel, cette dernière est en effet passée de 1,4 à 2 % en l'espace d'un mois seulement, sous l'influence également des prix administrés.

Aux pertes de compétitivité accumulées au cours de la dernière décennie s'ajoute donc une dynamique toujours défavorable, du fait d'une inflation tendanciellement plus élevée que la moyenne de la zone euro et de l'indexation. Cette situation souligne à suffisance l'importance du débat relatif à la compétitivité en général – y compris les aspects de formation, d'éducation et de recherche – et à l'indexation automatique en particulier. Je tiens d'ailleurs à rappeler que le Luxembourg est, parmi les pays de l'Union économique et monétaire, le seul avec la Belgique qui continue à appliquer une indexation automatique et généralisée des salaires et traitements. Encore convient-il de signaler que ce dernier pays neutralise l'incidence sur l'indexation de la plupart des produits pétroliers.

Au cours des dix dernières années (1999-2009), l'indexation automatique des salaires a induit à elle seule une augmentation de 26 % du coût salarial luxembourgeois. Dans ce contexte, il s'impose au minimum de prévenir toute nouvelle détérioration des coûts salariaux par rapport à nos principaux partenaires commerciaux et de plafonner à cette fin le mécanisme d'indexation. Un autre inconvénient de taille de l'indexation automatique telle qu'elle prévaut actuellement au Luxembourg est qu'elle expose doublement les entreprises à des chocs d'offre tels qu'une augmentation soudaine des prix du pétrole. Du fait de l'indexation, les sociétés luxembourgeoises doivent, en de telles circonstances, faire face à une hausse

de leurs coûts salariaux au moment précis où elles sont confrontées à un accroissement du prix de leur consommation intermédiaire. Une indexation sur la base d'un indice des prix expurgé de certains produits énergétiques permettrait de pallier ce phénomène préoccupant.

Les dommages occasionnés par le mécanisme d'indexation automatique ne se résument pas à un impact statique sur les coûts salariaux et la compétitivité. A cet impact s'ajoute en effet la difficulté qu'éprouvent les entreprises à prévoir de façon fiable le calendrier des indexations, ce qui constitue un facteur d'incertitude dommageable en période de forte volatilité des prix. Prévoir une période minimale entre deux tranches indiciaires permettrait d'atténuer cette incertitude.

La taxation indirecte, qui est relativement élevée pour l'énergie, l'alcool et le tabac, constitue un autre facteur d'incertitude exacerbé par l'indexation. Les autorités seraient bien avisées d'assurer la neutralisation de l'impact de la hausse de la taxation indirecte sur l'indexation des salaires. D'autant qu'elles adaptent assez fréquemment la taxation indirecte.

Le fait que le mécanisme d'indexation ait été appliqué depuis plusieurs décennies ne doit pas accréditer l'idée fautive de son innocuité économique. Dans une optique de moyen terme, il convient de gérer les effets indésirables de l'indexation automatique ou même de supprimer ce mécanisme. Il s'agirait là d'une option préférable à la succession de mesures temporaires de modulation. Par ailleurs, cette innovation ne ferait qu'aligner le Luxembourg sur l'écrasante majorité des pays de la zone euro.

Yves Mersch

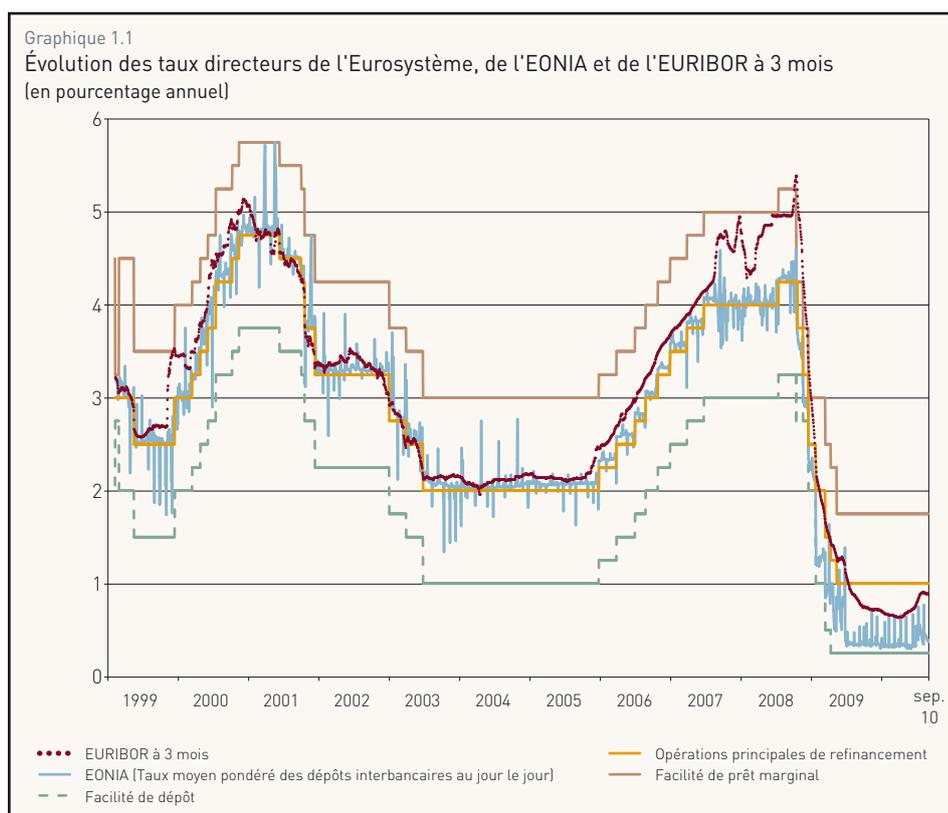
1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM dans la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.4	Les marchés boursiers	16
1.5	Les taux de change de l'euro	17
1.6	L'évolution des prix à la consommation	18
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.8	Projections (des experts de la BCE) pour la zone euro	22
1.9	Le commerce extérieur	24
1.10	La balance des paiements	25
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	37
2.2	L'industrie	38
2.3	La construction	40
2.4	Le commerce et autres secteurs	41
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	42
2.6	Le marché du travail	43
2.6.1	L'emploi	43
2.6.2	Le chômage	45
2.6.3	Les coûts salariaux	50
2.7	Le secteur financier	51
2.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	51
2.7.2	L'emploi dans les banques	52
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit	53
2.7.4	Les crédits à la clientèle non bancaire	55
2.7.5	Les dépôts de la clientèle non bancaire	58
2.7.6	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	61
2.7.7	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	62
2.7.8	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	69
2.7.9	Les organismes de placement collectif (OPC)	70
2.8	Le commerce extérieur	74
2.9	La balance des paiements	75
2.9.1	Le compte courant	75
2.9.2	Le compte financier	76
2.10	La croissance économique	77
2.11	Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2010	79
2.12	Les finances publiques	81

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

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



Sources : BCE, Bloomberg

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a annoncé en septembre que les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves continueront à être conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaires et au moins jusqu'à la fin de la douzième période de constitution de réserves de cette année, le 18 janvier 2011. Le taux fixe des opérations de refinancement exceptionnelles sera identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours. Le Conseil a également décidé de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit s'effectuer en octobre, novembre et décembre 2010 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe sans limitation de montant. Les taux appliqués dans le cadre de ces opérations d'une durée de trois mois seront égaux à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée des opérations de refinancement à plus long terme respectives. Finalement, trois opérations supplémentaires de réglage fin seront effectuées les 30 septembre, 11 novembre et 23 décembre quand les opérations de refinancement d'une durée de six mois et de douze mois arriveront à échéance.

Après des taux d'inflation négatifs enregistrés entre juin et octobre 2009, l'inflation s'est progressivement accrue dans la zone euro. La progression annuelle de l'IPCH s'est inscrite à 1,7% en juillet; selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH a progressé de 1,6% en rythme annuel en août. Les projections de septembre 2010 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 1,5% et 1,7% en 2010 et entre 1,2% et 2,2% en 2011. Par rapport aux projections

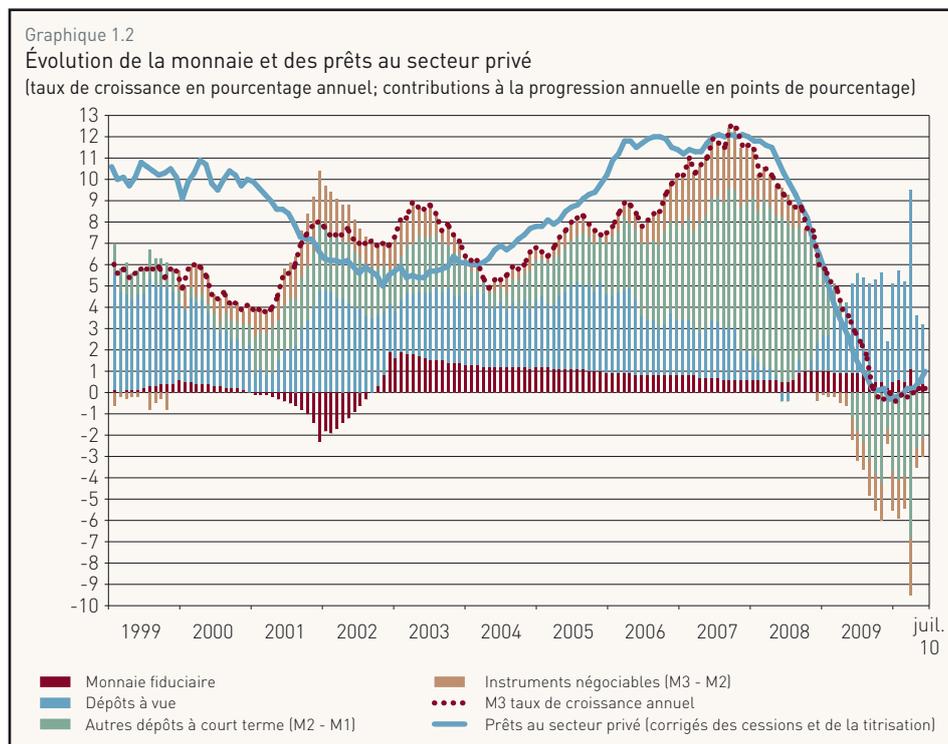
de juin, les fourchettes ont été revues en légère hausse, notamment en raison du renchérissement des matières premières. Les anticipations d'inflation à moyen et long terme demeurent solidement ancrées à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

En ce qui concerne l'activité économique, la progression annuelle du PIB en volume est redevenue positive au troisième trimestre 2009, pour augmenter de 1,0% en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2010. La forte progression du PIB au deuxième trimestre découle notamment de la reprise en cours de l'économie mondiale ainsi que de certains facteurs domestiques de nature temporaire. Les informations disponibles vont toutefois dans le sens d'une modération de l'activité économique dans la deuxième moitié de l'année, tant dans la zone euro qu'au niveau mondial. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2010 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre 1,4% et 1,8% en 2010 et entre 0,5% et 2,3% en 2011. Par rapport à juin, les fourchettes de croissance du PIB pour 2010 et 2011 ont été revues en hausse. Selon le Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur ces perspectives sont légèrement orientés à la baisse.

S'agissant de l'analyse monétaire, les taux de croissance annuels de l'agrégat large (M3) et des prêts octroyés au secteur privé se sont inscrits proches de zéro en 2010. En juin et juillet, le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 0,2% ; la progression annuelle des prêts au secteur privé (corrigés des cessions et de la titrisation) s'éleva à 0,5% en juin et à 1,0% en juillet. Les plus récentes données continuent de confirmer le diagnostic d'un rythme d'expansion monétaire sous-jacent modéré et de tensions inflationnistes à moyen terme contenues.

La forte incidence de la configuration des taux d'intérêt sur la dynamique monétaire semble s'affaiblir progressivement. Ainsi, l'impact de la pente accentuée de la courbe des rendements sur la progression effective de M3 s'est atténué et les répercussions des mouvements de report (vers les dépôts et les titres à plus long terme non inclus dans M3) qui découlent de la pentification de la courbe de rendements se sont affaiblies. En outre, l'incidence du faible écart entre les taux appliqués aux différents instruments de M3 sur les arbitrages de portefeuille au profit de M1 continue de se réduire.

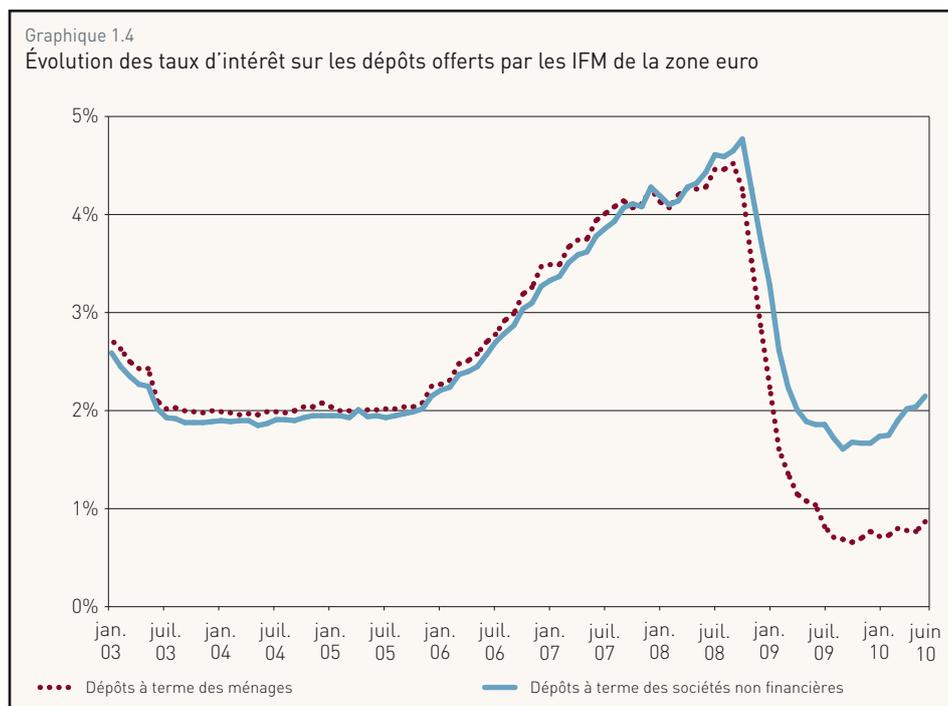
Le recul de l'agrégat large demeure attribuable au repli des « instruments négociables » (M3-M2) et notamment au repli des « autres dépôts à court terme » (M2-M1). En juin et juillet, le taux de croissance de M2-M1 s'est inscrit à -7,1% et -6,0%, respectivement ; la progression de M3-M2 s'est établie à -7,6% en juin et à -8,3% en juillet. En juillet, les deux agrégats ont contribué, respectivement, à raison de -2,1 et -0,9 points de pourcentage à la progression annuelle de M3.



En ce qui concerne les taux d'intérêt offerts aux sociétés non financières, ils étaient en recul de 39 points de base entre juin 2009 et juin 2010 (de 3,64 % à 3,25 %) pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros, et de 40 points de base (de 2,57 % à 2,17 %) pour la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros.

Au passif, les taux des dépôts à terme des ménages sont passés de 1,86 % en juin 2009 à 2,15 % en juin 2010, soit une hausse de 29 points de base. Suite à une baisse entre juillet et septembre 2009, le taux des dépôts à terme des ménages suit une tendance haussière depuis le début de l'année 2010.

Les dépôts à terme des sociétés non financières ont évolué entre 1,04 % en juin 2009 et 0,87 % en juin 2010. Ces derniers connaissent une baisse entre juin et octobre 2009 puis semblent suivre une tendance haussière moins prononcée que les dépôts à terme des ménages.



L'écart de rémunération entre les dépôts des ménages et ceux des sociétés non financières, de 128 points de base en juin, s'explique naturellement par les différences d'horizons de placements entre ces deux catégories, les sociétés non financières déposant à plus court terme que les ménages.

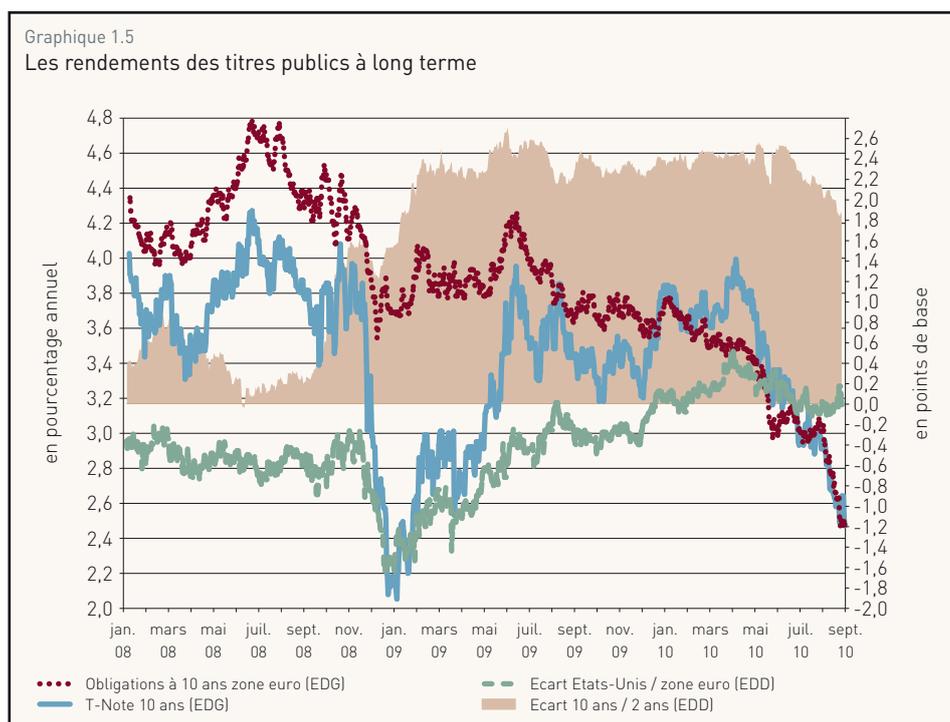
1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Depuis la mi-mai 2010, les rendements des titres publics à long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro ont affiché une tendance baissière dans un environnement macroéconomique marqué par le retour de l'aversion au risque. Entre le 15 mai et le 31 août 2010, le rendement des Bons du Trésor à 10 ans a baissé de 78 points de base dans la zone euro et de 99 points de base aux Etats-Unis, pour s'établir respectivement à 2,48 % et 2,47 %. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis s'est nettement réduit pour revenir à un niveau proche de la parité en fin de période. L'écart de rendement dans la zone euro entre les obligations à dix ans et celles à deux ans s'est quant à lui resserré de près de 65 points de base sous l'effet, notamment, de l'évolution des taux longs.

Au cours de la période étudiée, les marchés obligataires ont continué d'afficher une certaine volatilité. Les rendements obligataires dans la zone euro et aux Etats-Unis ont tout d'abord poursuivi leur mouvement baissier jusqu'à la fin du mois de mai sous l'effet d'un regain d'aversion au risque de la part des opérateurs. Les tensions engendrées par la crise de la dette dans les pays périphériques de la zone euro se sont alors traduites par un mouvement de fuite vers la qualité qui a suscité une détente des taux de long terme. Cette tendance s'est toutefois partiellement interrompue à partir du mois de juin, période à partir de laquelle les taux à long terme sont demeurés relativement stables, au gré de l'aversion au risque des opérateurs et des

nouvelles émissions obligataires effectuées par les gouvernements nationaux. Les mesures prises par l'Union Européenne en collaboration avec le FMI et les rachats de dette publique par la BCE ont par ailleurs permis d'apaiser les craintes des investisseurs relatives à la soutenabilité des finances publiques de certains pays de la zone euro. Dans le même temps, la publication des résultats des tests de résistance pour les banques européennes et le succès remporté par les émissions de dettes des pays à risque ont été globalement bien accueillis par les opérateurs de marché. En fin de période, l'évolution du rendement des titres publics à long terme s'est de nouveau orientée à la baisse sous l'effet, d'une part, de la publication d'indicateurs macroéconomiques décevants aux Etats-Unis, et d'autre part, du renouvellement des déclarations de la Fed quant au maintien des taux d'intérêt bas pour une période prolongée.

Graphique 1.5
Les rendements des titres publics à long terme



Sources : BCE, Bloomberg

L'écart de rendement entre les obligations à deux ans et à dix ans dans la zone euro a quant à lui connu une réduction depuis la mi-mai en raison, notamment, de l'évolution des taux à long terme en fin de période. De son côté, le différentiel de rendement entre les obligations à dix ans aux Etats-Unis et dans la zone euro s'est également resserré pour revenir à un niveau proche de la parité. Enfin, les écarts de rendement des différents pays de la zone euro, qui avaient nettement augmenté au mois de mai, se sont par la suite partiellement résorbés sous l'effet du mécanisme européen de stabilisation financière et des mesures prises par la BCE, notamment du point de vue de l'achat de titres de dette publique sur les marchés secondaires. Malgré les conditions favorables dans lesquelles les émissions de dette des pays périphériques de

la zone euro se sont effectuées, les écarts de rendements se sont de nouveau accentués en fin de période dans un contexte d'aversion au risque qui a favorisé un comportement de fuite vers la qualité et la liquidité. Ces écarts demeuraient ainsi, au 31 août 2010, à des niveaux historiquement élevés.

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 un mouvement de correction. Le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont respectivement affiché des pertes de 0,80%, 7,60% et 15,7%, l'indice japonais ayant été particulièrement affecté par l'impact de l'appréciation du Yen sur les performances des entreprises nippones. Cette évolution, qui s'est par ailleurs accompagnée d'un regain de volatilité sur les marchés boursiers, s'est inscrite dans un contexte d'incertitude prononcée marqué, notamment, par la question de la soutenabilité de la dette publique de certains pays de la zone euro et l'assombrissement des perspectives économiques aux Etats-Unis.

Après les fortes pertes enregistrées au début du mois de mai, les principaux indices boursiers internationaux ont connu un timide rebond, sans toutefois parvenir à afficher une véritable tendance de moyen terme. Les craintes relatives aux tensions sur la dette souveraine de certains pays de la zone euro ont continué de

peser sur l'évolution des indices. Au cours de cette période, l'attentisme des opérateurs de marché a également été renforcé, d'une part, par l'arrivée à maturité de l'opération de refinancement à long terme de l'Eurosystème de 442 milliards d'euros, et d'autre part, par l'impact anticipé des mesures d'austérité mises en œuvre par les gouvernements.

En juillet, la publication des résultats des tests de résistance pour les banques européennes, l'assouplissement des futures normes de régulation bancaire de Bâle III, ainsi que l'apaisement des craintes sur la soutenabilité des dettes publiques dans la zone euro ont soutenu les marchés boursiers, qui ont par ailleurs été principalement tirés par les performances du secteur financier. Ce mouvement haussier s'est ensuite poursuivi avec la publication de résultats trimestriels des sociétés supérieurs aux attentes. En dépit des chiffres satisfaisants de la croissance dans la zone euro, la publication d'indicateurs macroéconomiques globalement décevants sur le front de l'activité économique et de l'emploi aux Etats-Unis ont toutefois alimenté une tendance baissière, en ravivant l'aversion au risque des opérateurs de marché en fin de période. Dans ces circonstances, la poursuite de la progression des indices boursiers au cours des prochains mois devrait être largement tributaire du caractère soutenable de la reprise économique mondiale.

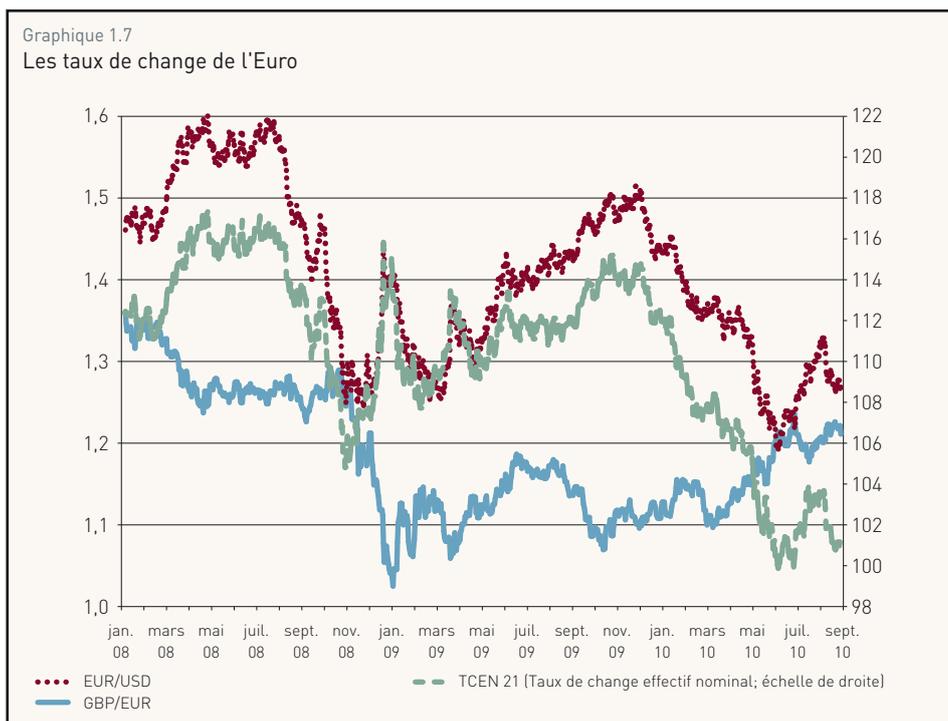


1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Entre le 15 mai et le 31 août 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 connu de larges fluctuations pour finalement se stabiliser à un niveau inférieur de près de 10% par rapport à sa moyenne de 2009. Sur l'ensemble de la période étudiée, la monnaie unique s'est appréciée vis-à-vis du dollar américain, du yuan, du forint hongrois et du leu roumain mais a en revanche connu une dépréciation face à la livre sterling, au yen, au franc suisse, à la couronne tchèque, et à la couronne suédoise.

Depuis la mi-mai 2010, le taux de change de l'euro par rapport au dollar américain a dans l'ensemble connu un mouvement d'appréciation qui a de ce fait permis de renverser partiellement la tendance qui s'était instaurée depuis la fin-2009. En début de période, les tensions financières provoquées par la crise de la dette souveraine de certains pays membres de la zone euro ont certes tout d'abord continué de peser sur le taux de change de la monnaie unique, mais les mesures prises par l'Union Européenne en collaboration avec le FMI ainsi que les rachats de dette publique par la BCE ont permis de rassurer les opérateurs et, ce faisant, de mettre un terme à leurs anticipations auto-réalisatrices. La publication des résultats des tests de résistance des banques européennes et d'une série d'indicateurs macroéconomiques encourageants pour la zone euro ont ensuite alimenté le rebond de la monnaie unique face au dollar américain, ce mouvement ayant par ailleurs été renforcé par les inquiétudes persistantes face aux

perspectives économiques aux Etats-Unis et les déclarations de la Fed quant au maintien des taux d'intérêt bas pour une période prolongée. En fin de période, le billet vert a cependant profité de son statut de valeur refuge avec la remontée de l'aversion au risque et son corollaire, le comportement de fuite vers la qualité et la liquidité qui a amené les investisseurs à accorder une préférence pour les actifs libellés en dollars. Au 31 août 2010, l'euro s'échangeait contre 1,27 USD, à un niveau inférieur de près de 9% par rapport à sa moyenne de 2009.



Sources : BCE, Bloomberg

Au cours de la période étudiée, l'euro a également poursuivi son mouvement de dépréciation vis-à-vis du yen et du franc suisse. La monnaie japonaise et la monnaie suisse ont ainsi respectivement gagné 6,67% et 8,12% face à la monnaie unique entre le 15 mai et le 31 août 2010. De son côté, la livre sterling s'est également significativement appréciée par rapport à l'euro. Au 31 août 2010, l'euro s'échangeait contre 0,83 livre sterling, à un niveau inférieur de près de 8% par rapport à 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. La cou-

ronne estonienne a ainsi continué de s'échanger à un niveau proche du cours pivot de 15,6466 EEK/euro, cours qui servira de référence comme taux de conversion lors du passage à l'euro de l'Estonie le 1^{er} janvier 2011. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) se sont pour leur part caractérisées par des évolutions divergentes. Alors que le zloty polonais, la couronne tchèque et la couronne suédoise ont connu un mouvement d'appréciation face à la monnaie unique, le forint hongrois et le leu roumain ont été mis sous pression en raison, notamment, du report de certaines mesures d'assainissement des finances publiques initialement prévues dans le cadre des prêts conditionnels apportés par le FMI.

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) s'est fortement accélérée depuis la mi-2009. Elle est passée de -0,7% en juillet 2009 à +0,9% en fin 2009 pour se hisser à 1,7% en juillet 2010, son niveau le plus élevé depuis novembre 2008. En moyenne annuelle, la variation en 2009 s'est chiffrée 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 depuis la mi-2009 a résulté exclusivement de la remontée du cours du pétrole et de l'accélération subséquente des prix de l'énergie. Si les prix ont atteint leur creux en début d'année 2009 pour remonter par la suite, leurs taux de variation annuels ne se sont redressés qu'à partir du mois de juillet en raison d'une base de comparaison qui restait jusqu'alors

favorable. Depuis plusieurs mois cependant, ces effets de base sont de nature à exercer un impact à la hausse sur l'inflation annuelle. Le taux de variation annuel de la composante énergie s'est ainsi progressivement accéléré, passant de -14 % en juillet 2009 à 1,8 % en décembre 2009 et 8,1 % vers la mi-2010.

Malgré la hausse des prix énergétiques, le recul de l'inflation des autres biens et services s'est poursuivi au cours de l'année 2009, pour se stabiliser lors de la première moitié de 2010 à des niveaux très bas. Le taux annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie a connu une décélération de 0,8pp en un peu moins d'un an, passant de 1,8 % en janvier à 1,0 % en décembre 2009 pour se tasser à 0,9 % en moyenne lors des sept premiers mois de 2010. 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. La désinflation pourrait cependant avoir atteint son apogée et l'inflation ne reculerait vraisemblablement plus au cours des prochains mois. Les prix des biens alimentaires et les prix des biens industriels non-énergétiques ont notamment affiché une légère reprise de l'inflation au deuxième trimestre 2010.

En 2009, la variation annuelle moyenne des deux composantes des produits alimentaires a été la plus faible depuis 1999, principalement à cause de la dissipation du choc sur les prix des matières premières agricoles telles que le blé et le lait. Alors que l'inflation des produits alimentaires traités a été de 2,7 % en janvier 2009, elle est tombée à 0,6 % au premier trimestre 2010 pour remonter à 0,9 % en juillet. En ce qui concerne les produits alimentaires non transformés, les prix avaient reculé au deuxième semestre 2009 et les taux d'inflation annuels sont même devenus négatifs. Au début de l'année 2010, cette tendance s'est par contre renversée et une accélération de l'inflation a été observée dans le contexte des mauvaises conditions météorologiques, qui ont influencé à la hausse les prix des produits saisonniers.

Tableau 1.1 :

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 T4	10 T1	10 T2	juil-10
IPCH global	3,3	0,3	0,4	1,1	1,5	1,7
Produits alimentaires non transformés	3,5	0,2	-1,5	-0,8	0,7	1,9
Produits alimentaires transformés	6,1	1,1	0,5	0,6	0,8	0,9
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,6	0,3	0,1	0,3	0,5
Energie	10,3	-8,1	-3,2	4,8	8,1	8,1
Services	2,6	2,0	1,7	1,5	1,2	1,4
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,4	1,3	1,0	0,9	0,8	1,1

Source : Eurostat

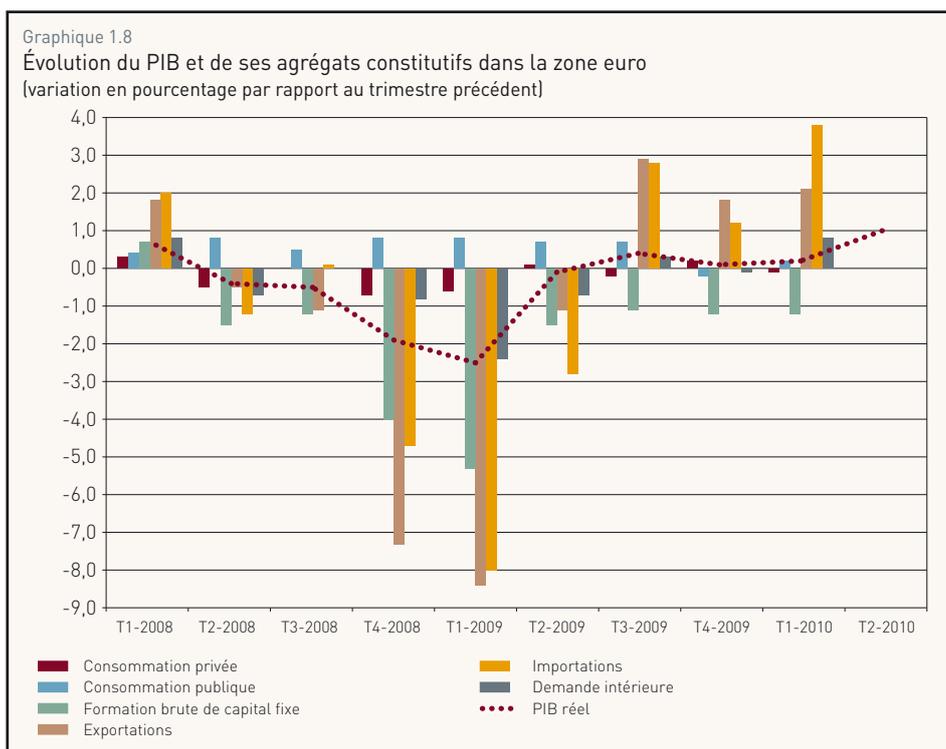
Lors de la récession de 2008/2009, l'inflation des prix des produits manufacturés hors énergie s'était d'abord avérée résiliente. Par rapport aux autres biens et services, son processus de désinflation s'est en revanche nettement accéléré au tournant de l'année 2009/2010, puisque le taux annuel correspondant est passé de 0,7 % au premier trimestre 2009 à 0,1 % au début de 2010, avant de remonter à 0,5 % en juillet. Malgré la sortie de la récession, la demande domestique dans la zone euro demeure déprimée. La progression annuelle des prix des services a aussi connu une décélération marquée, passant de 2,4 % en janvier 2009 à 1,6 % en décembre pour se tasser à 1,2 % au deuxième trimestre 2010, essentiellement à la suite d'une évolution plus modérée des salaires.

Selon les récentes projections des services de la BCE, l'inflation aurait atteint son creux en 2009 et elle accuserait une nette progression en 2010. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 1,5% à 1,7% en 2010, contre 0,3% en 2009. Pour 2011, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 1,2% et 2,2%. Comparé à l'exercice de juin 2010, les projections ont été légèrement revues à la hausse.

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

La reprise de l'activité économique entamée depuis le troisième trimestre 2009 s'est renforcée au premier trimestre 2010, comme l'atteste l'accélération de la croissance trimestrielle du PIB de 0,1% au quatrième trimestre 2009 à 0,2% au premier trimestre 2010. La plus récente estimation rapide de la croissance du PIB corrobore ce redémarrage de l'activité économique, avec un renforcement de la croissance du PIB, estimée à 1,0% pour le deuxième trimestre 2010.

La reprise constatée au premier trimestre 2010 s'est confirmée au deuxième trimestre en Belgique, en Allemagne, en Espagne, en France, à Chypre, en Autriche, aux Pays-Bas et en Slovaquie. A noter la reprise exceptionnelle enregistrée par l'Allemagne au deuxième trimestre 2010, avec une croissance du PIB de 2,2% par rapport au trimestre précédent et de 3,7% en glissement annuel. A l'opposé, la récession s'est approfondie en Grèce, la croissance a légèrement décéléré au Portugal et l'Italie a vu son taux de croissance trimestriel du PIB stagner par rapport au premier trimestre 2010¹.



Source : Eurostat

En glissement annuel, la croissance du PIB réel s'est nettement raffermie, atteignant 1,7% au deuxième trimestre 2010 après 0,6% au trimestre précédent. Par ailleurs, au premier trimestre 2010 et en glissement annuel, la croissance de la zone euro enregistre sa plus forte progression depuis deux ans.

Les résultats détaillés des comptes nationaux pour le deuxième trimestre 2010 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce bulletin. Néanmoins, les données disponibles à cette date laissent présager un renforcement de l'activité économique au printemps. Les récentes estimations relatives aux comptes nationaux pour le deuxième trimestre 2010 confirment ces attentes.

Pour le premier trimestre 2010, l'examen des différentes composantes du PIB a révélé que la demande intérieure avait été le principal moteur de croissance. Néanmoins, la robustesse de la contribution de la demande intérieure au cours du trimestre sous revue devait être

¹ En ce qui concerne l'Irlande, le Luxembourg, Malte, la Slovaquie et la Finlande, les chiffres relatifs au deuxième trimestre 2010 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce bulletin.

relativisée, dans la mesure où elle était principalement liée aux variations des stocks, dont la contribution positive avait permis de compenser la contribution négative des autres composantes de la demande intérieure. La contribution négative de la demande intérieure hors stocks était tout d'abord attribuable à la contraction de la consommation privée résultant de perspectives moroses sur le marché du travail et d'une confiance des consommateurs toujours en berne. D'un autre côté, la baisse de l'investissement, principalement liée aux évolutions dans le secteur de la construction, avait pour sa part également amputé la contribution de la demande intérieure hors stocks à la progression trimestrielle du PIB. Sur le plan externe, la contribution des exportations nettes s'était détériorée en début d'année en conséquence d'une accélération plus importante des importations que des exportations.

D'un point de vue sectoriel, la croissance de la valeur ajoutée était principalement alimentée par un regain de dynamisme dans le secteur industriel et dans une moindre mesure par la croissance dans les secteurs des services. A l'instar de ces évolutions, la récession entamée depuis près de deux ans dans le secteur de la construction a continué au cours du trimestre sous revue, partiellement sous l'effet des conditions climatiques particulièrement mauvaises en ce début d'année.

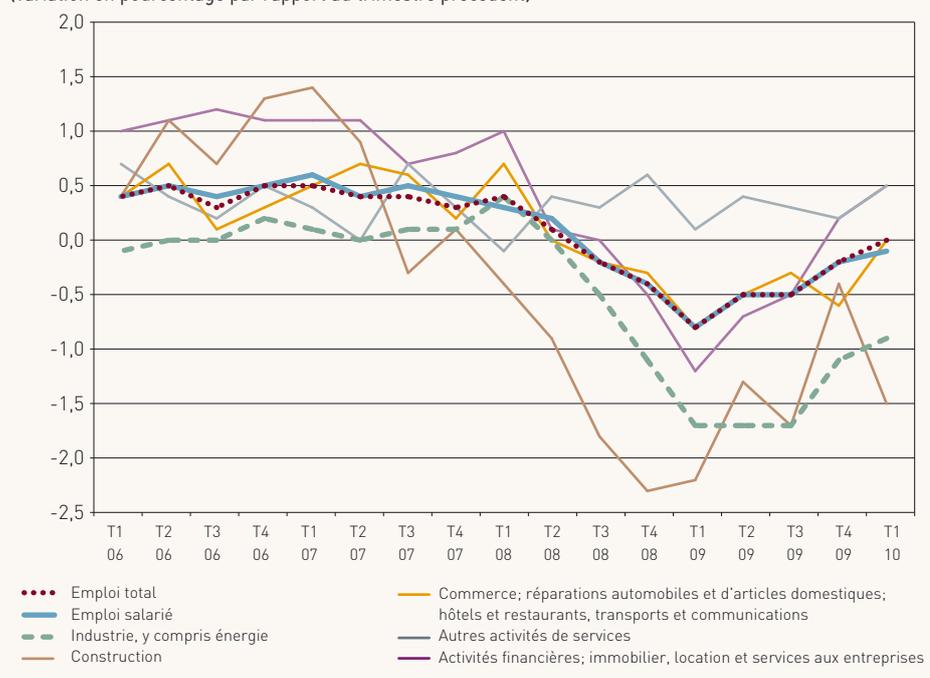
L'émergence des premiers signes d'une stabilisation voire d'une légère reprise de la production en ce début d'année s'est accompagnée d'une amélioration des perspectives sur le marché du travail. Bien que l'emploi ait continué à se détériorer en glissement annuel, la décélération de cette tendance négative s'est poursuivie en ce début d'année. Par ailleurs, en variation trimestrielle, l'emploi total s'est stabilisé au cours du premier trimestre 2010 après une contraction de 0,2% au cours du trimestre précédent.

Cette légère embellie constatée sur le marché du travail au niveau de la zone euro est également perceptible dans la plupart des Etats membres, où l'emploi a eu tendance à se stabiliser en glissement trimestriel.

L'analyse de la distribution sectorielle de l'emploi témoigne du redressement de l'emploi en ce début d'année 2010. Au premier trimestre, les pertes d'emplois se sont concentrées sur les secteurs de l'industrie et de la construction (avec respectivement une baisse de 0,9% et de 1,5% par rapport au trimestre précédent). En outre, l'emploi dans le secteur du commerce a subi une quasi-stagnation au premier trimestre, qui fait suite à une diminution au cours du trimestre précédent. La croissance de l'emploi est demeurée positive et s'est même renforcée dans les « autres activités de services », qui comprennent notamment les services d'administration publique.

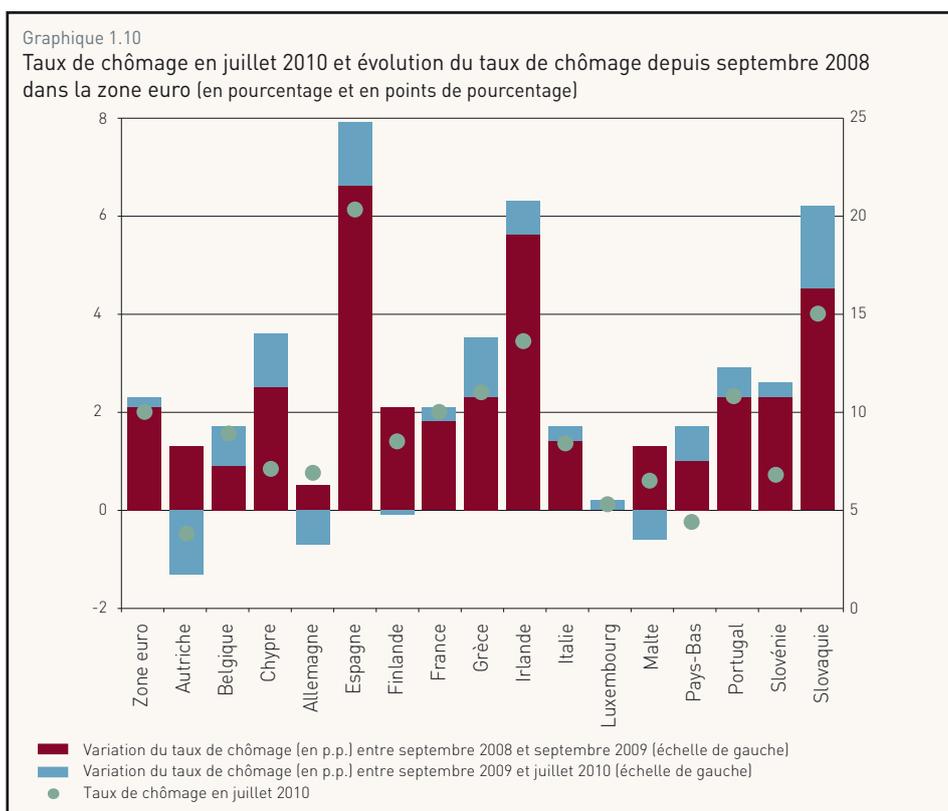
Graphique 1.9

Évolution de l'emploi selon le secteur économique dans la zone euro
(variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent)



Source : Eurostat, Eurosysteme

Cette embellie des perspectives sur le marché de l'emploi est également perceptible du côté du chômage. En juillet 2010, le taux de chômage au sein de la zone euro s'est établi à 10,0%, témoignant ainsi d'une certaine stabilité depuis mars 2010. D'autre part, alors que le taux de chômage avait augmenté de 2,1 point de pourcentage en un an suite à la généralisation de la crise en septembre 2008, il enregistre une croissance plus modérée depuis septembre 2009. Cette amélioration constatée au sein de la zone euro trouve également son reflet dans la plupart des Etats membres. En effet, comme le démontre le graphique 1.10, depuis septembre 2009 le taux de chômage croît à un rythme moins soutenu qu'au cours des mois précédents et ce dans l'ensemble des pays de la zone euro. Certains pays tels l'Autriche, l'Allemagne et Malte ont même vu leur taux de chômage baisser entre septembre 2009 et juillet 2010.



Sources : Eurostat, Eurosysteme

Remarque : En ce qui concerne la Grèce, étant donné que les dernières données disponibles concernent le mois de mars 2010, ce graphique reprend le taux de chômage au mois de mars 2010 ainsi que la variation du taux de chômage entre septembre 2009 et mars 2010.

Ces récentes évolutions laissent présager une certaine stabilisation sur le front de l'emploi et du chômage dans la zone euro au cours des mois à venir, même si la prudence est de mise dans un environnement conjoncturel globalement incertain.

En ce qui concerne le coût du travail dans la zone euro, la croissance annuelle de la rémunération par salarié s'est accélérée à 1,5% au premier trimestre 2010 (après 1,3% au trimestre précédent), principalement en raison de la hausse des heures de travail dans le secteur industriel, après le déclin enregistré en 2009. Néanmoins, la croissance de la rémunération par tête demeure relativement faible étant donné que la morosité de l'environnement économique continue de peser sur le marché de l'emploi de la zone euro. Par ailleurs, en raison des pertes d'emplois enregistrées depuis la généralisation de la crise et de la reprise entamée du côté de

la croissance du PIB, la productivité du travail de la zone euro s'est accélérée à 2,1% après 0,4% au trimestre précédent et -4,1% au premier trimestre 2009. Ces importants gains de productivité couplés à une certaine modération salariale ont contribué à une baisse des coûts salariaux unitaires au premier trimestre 2010 en glissement annuel (-0,5%), après une hausse de 1,3% au trimestre précédent et de 6,0% au premier trimestre 2009.

1.8 PROJECTIONS (DES EXPERTS DE LA BCE) POUR LA ZONE EURO

Les dernières projections de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre 1,4% et 1,8% en 2010 et entre 0,5% et 2,3% en 2011. Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosysteme de juin 2010, il apparaît que le point central de la fourchette de croissance projetée a été révisé à la hausse de 0,6 point de pourcentage en 2010 et de 0,2 point de pourcentage en 2011.

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

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

Source : BCE

La croissance dans la zone euro observée au second trimestre 2010 a été plus forte qu'attendu. Elle s'est établie à +1,0%, grâce au dynamisme de l'activité mondiale, une demande interne soutenue et une contribution positive des stocks. Sur la deuxième moitié de l'année 2010, la croissance dans la zone euro devrait diminuer quelque peu, en raison de la contribution moindre de facteurs temporaires ayant jusqu'ici soutenu la croissance (stimuli fiscaux, reconstitution des stocks et rebond du commerce international). Ensuite, l'activité devrait être soutenue par la reprise progressive des exportations et de la demande interne grâce aux effets retardés de la politique monétaire et aux efforts significatifs en direction d'un meilleur fonctionnement du système financier.

La croissance du PIB de la zone euro devrait néanmoins rester modérée par rapport aux épisodes de reprise observés précédemment, en raison de besoins d'assainissement des bilans dans les secteurs privé et public. La consommation privée devrait rester contenue du fait de la faible dynamique des salaires et les efforts de consolidation des gouvernements devraient peser sur les dépenses publiques.

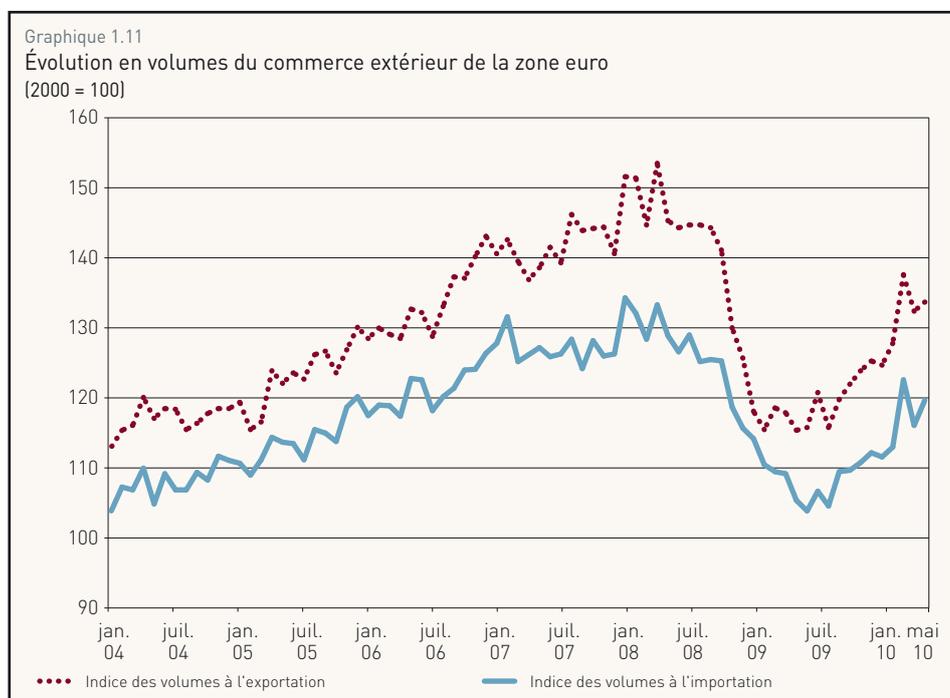
Pour ce qui est des risques entourant les projections de la BCE, le Conseil des gouverneurs estime qu'ils sont légèrement orientés à la baisse, dans un contexte toujours empreint d'incertitude. S'agissant des facteurs positifs, le commerce mondial pourrait continuer d'enregistrer des résultats meilleurs que prévu et soutenir ainsi les exportations de la zone euro. En revanche, des inquiétudes subsistent quant à un regain de tensions sur les marchés financiers et à une incertitude concernant les perspectives de croissance dans les autres économies avancées et à l'échelle mondiale. En outre, des risques à la baisse sont liés à de nouvelles hausses des cours du pétrole et des autres matières premières, à des pressions protectionnistes ainsi qu'à la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux.

S'agissant de l'évolution des prix dans la zone euro, les services de la BCE tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 1,5% et 1,7% en 2010 et entre 1,2% et 2,2% en 2011. Par rapport aux projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème en juin 2010, ces fourchettes ont été revues légèrement à la hausse, en raison essentiellement du renchérissement des matières premières.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont légèrement orientés à la hausse. Ils sont notamment liés à l'évolution des prix de l'énergie et des cours des matières premières hors pétrole. En outre, les majorations de la fiscalité indirecte et des prix administrés pourraient être plus importantes que prévu actuellement, en raison de l'assainissement budgétaire auquel il faudra nécessairement procéder au cours des prochaines années. Dans le même temps, les risques entourant les évolutions des prix et des coûts internes sont limités.

1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Après avoir subi une forte contraction entre le quatrième trimestre de 2008 et les deux premiers trimestres de 2009, le commerce extérieur de la zone euro s'est graduellement amélioré au deuxième semestre de 2009. Ce redressement s'est renforcé au premier semestre de 2010, les exportations et les importations ayant augmenté respectivement de 17,9 % et de 18,1 % (par rapport au même semestre de 2009) pour atteindre 724,7 et 729,3 milliards d'euros. Les données trimestrielles montrent que les taux de croissance (par rapport au même trimestre de l'année précédente) des exportations et des importations sont redevenus positifs depuis le premier trimestre 2010, après cinq trimestres de baisses successives. Les exportations ont ainsi progressé de 13 % et de 23 % au premier trimestre et au deuxième trimestre de 2010. De même les importations se sont accrues successivement de 10 % et de 27 % au premier trimestre et au deuxième trimestre 2010.



Source : Eurostat

L'évolution des indices des volumes du commerce montre également une hausse marquée des volumes à l'exportation et à l'importation à partir du mois d'août 2009, après la chute brutale enregistrée entre le dernier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, période pendant laquelle la crise financière internationale s'était intensifiée (voir graphique). Sur les cinq premiers mois de 2010, l'indice moyen des volumes exportés s'est ainsi accru de 12 % contre 6 % pour les volumes importés. Malgré cette importante progression, les volumes exportés et importés restent en deçà de leurs sommets atteints avant la crise (voir graphique).

Le redressement du commerce extérieur sur la première moitié de l'année 2010 est le reflet d'une embellie de la conjoncture écono-

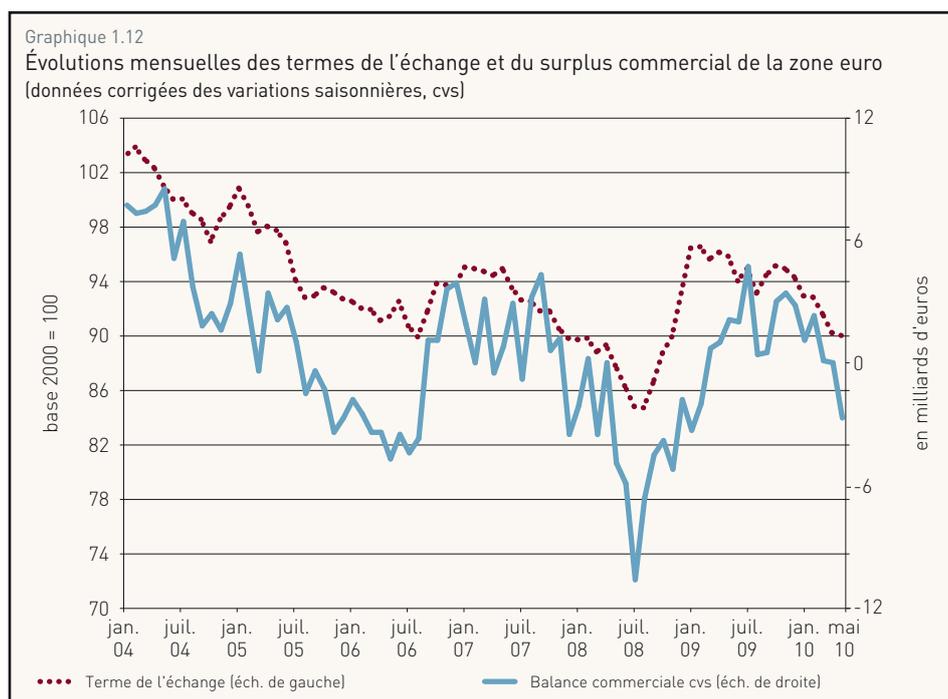
mique au niveau mondial et au sein de la zone euro. Malgré cette évolution positive, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par des déficits respectifs de 4 milliards d'euros et de 0,6 milliard au premier trimestre et au deuxième trimestre de 2010. La zone euro n'avait pourtant plus enregistré de déficit commercial depuis le deuxième trimestre 2009. Cette augmentation du déficit commercial (4,6 milliards au premier semestre 2010 contre 2,9 milliards au même semestre de 2009) est en grande partie liée à une détérioration des termes de l'échange.

L'évolution des indices moyens des prix montre en effet une croissance plus rapide des valeurs unitaires à l'importation (+7,6 % sur les cinq premiers mois de 2010) qu'à l'exportation (+2,5 %). Les termes de l'échange se sont par conséquent détériorés de 5,1 % sur les cinq premiers mois de 2010. Cette dernière évolution s'explique essentiellement par une hausse du prix du pétrole (le prix moyen du baril s'est établi à 78 USD sur les cinq premiers mois de 2010, contre 48 USD sur la même période de 2009).

2 A la date d'arrêt de ce Bulletin, les données du mois de juin 2010 sur les indices de prix et de volume n'étaient pas encore disponibles.

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre une hausse de 28 % du déficit des produits énergétiques, qui atteint 123 milliards d'euros au premier semestre 2010, contre 96 milliards au même semestre de 2009. Le déficit dans les autres matières premières (hors énergie) s'est lui aussi fortement accru (+52 %, à 15 milliards d'euros au premier semestre 2010). Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce de machines et véhicules est en hausse de 26 % pour s'établir à 68,5 milliards d'euros au premier semestre 2009. De même, le surplus sur produits chimiques a augmenté de 22 % à 52 milliards. En revanche, l'excédent sur les produits manufacturés classés d'après la matière première s'est réduit de 6 % à 18 milliards d'euros.

La ventilation du commerce par principaux partenaires montre une hausse des surplus vis-à-vis de presque tous les principaux partenaires avec lesquels les échanges restent habituellement excédentaires : le Royaume-Uni (+3 % à 19 milliards d'euros sur les cinq³ premiers mois de 2010), les États-Unis (+69 % à 24 milliards sur le premier semestre de 2010), la Suisse (+25 % à 8 milliards) et la Turquie (+155 % à 7 milliards). Les déficits commerciaux se sont alourdis également dans les échanges avec la Chine (+6,5 % à 48 milliards au premier semestre de 2010), la Russie (+98 % à 24 milliards) et les pays membres de l'OPEP (déficit de 8 milliards, comparé à un excédent de 3 milliards au même semestre de 2009).



Source : Eurostat

1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

Au premier semestre 2010, la balance courante de la zone euro a poursuivi son amélioration en se soldant par un déficit de 50 milliards d'euros contre un déficit de 59 milliards au même semestre de 2009. Cette embellie est observée au niveau de presque tous les principaux soldes de la balance courante, à l'exception du solde des transferts courants.

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 12 milliards d'euros au premier semestre 2010, soit presque le double du surplus enregistré au même semestre de 2009. Cette amélioration est survenue sur fond d'une embellie de la conjoncture économique mondiale (cfr. la section 1.1.7 ci-dessus). Subissant l'impact positif de l'amélioration des perspectives économiques, les exportations de services se sont accrues de 3 % au premier semestre 2010, alors que les importations ont quasiment stagné, occasionnant une importante hausse de l'excédent de services (+65 % à 14 milliards d'euros).

3 A la date d'arrêt de ce Bulletin, les données du commerce de juin 2010 ventilées par pays membre de l'UE n'étaient pas encore disponibles.

La dernière contribution à la contraction du déficit courant provient d'une évolution favorable de la balance des revenus, dont le déficit a chuté de 18% à 23 milliards d'euros sur les six premiers mois de 2010. Cette chute s'explique en grande partie par les niveaux relativement bas des taux de rendement.

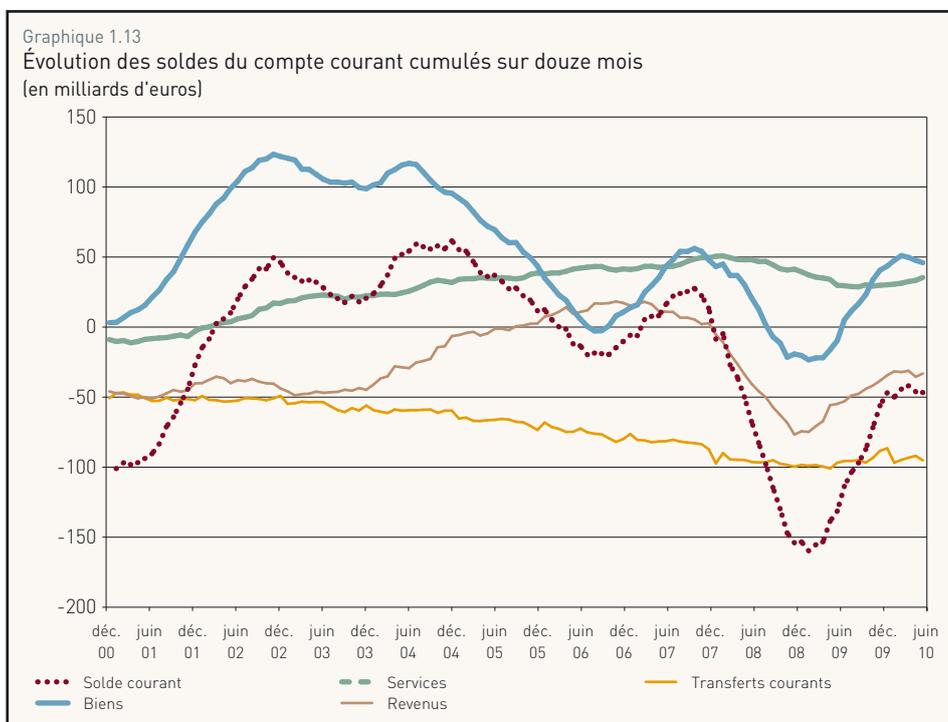
Soulignons finalement la contribution négative de la balance des transferts courants dont le déficit s'est à nouveau accru de 15% pour atteindre 52 milliards d'euros sur les six premiers mois de 2010.

Dans le compte financier, les entrées nettes de capitaux se sont réduites, en s'établissant à 48 milliards d'euros au premier semestre 2010 contre 62 milliards au même semestre de 2009. Dans les principales composantes, ce sont les transactions sur investissements de portefeuille qui ont contribué à cette évolution, tandis que les flux sortants sur autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont fortement contractés. Les sorties nettes au titre d'investissements directs sont restés quasi stables.

Au cours du premier semestre de 2010, les investisseurs non-résidents ont poursuivi leurs placements sur le marché des actions, quoiqu'à un rythme relativement faible comparé au dernier semestre de 2009. Ils ont ainsi placé 24 milliards d'euros dans les actions émises par la zone euro, contre 123 milliards au dernier semestre 2009. Pour rappel, ces placements étaient quasi nuls au premier semestre 2009, en raison de la crise financière internationale. Les résidents de la zone euro ont de leur côté acquis des actions étrangères à concurrence de 28 milliards d'euros au premier semestre 2010, contre 74 milliards au dernier semestre 2009. Au premier semestre 2009, toujours dans un contexte de crise financière, ils avaient rapatrié leurs fonds placés en actions étrangères à concurrence de 29 milliards.

Au total, sur les six premiers mois de 2010, les transactions sur actions se sont ainsi soldées par des sorties nettes de 4,4 milliards d'euros en faveur du reste du monde.

Dans les titres de dette, en raison des taux de rendement comparativement élevés dans la zone euro, les non-résidents ont renforcé leur préférence pour les titres de dette à long terme émis par la zone euro, ce qui s'est traduit par des entrées nettes de 160 milliards au premier semestre 2010, contre 8 milliards au dernier semestre de 2009 et 111 milliards au premier semestre de 2009. En revanche, les résidents de la zone n'ont manifesté qu'un faible intérêt pour les titres étrangers de dette à long terme. Ils ont investi 59 milliards dans les obligations étrangères sur les six premiers mois de 2010. Au total, au premier semestre 2010, les transactions sur titres de dette à long terme se sont ainsi soldées par des entrées nettes de 101 milliards en faveur de la zone euro. Les transactions sur instruments du marché monétaire se sont de leur côté caractérisées par des mouvements de rapatriement des capitaux, à la fois dans le chef



Source : BCE

des investisseurs résidents et non-résidents. Toutefois, dans l'ensemble, les rapatriements des capitaux par les résidents ont largement dépassé ceux des non-résidents, occasionnant sur le premier semestre 2010 des entrées nettes de 25,6 milliards d'euros en faveur de la zone euro.

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille (122 milliards au total) ont été partiellement compensées par des sorties nettes d'investissements directs (66 milliards au premier semestre 2010) et par des sorties nettes d'autres investissements dans une moindre mesure (5 milliards d'euros). Les sorties nettes d'investissements directs s'expliquent par des prêts intragroupes. Les sorties nettes au titre d'autres investissements s'expliquent également par des prêts et dépôts consentis par les autres secteurs (autres que les institutions financières monétaires et administrations publiques).

2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

2.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

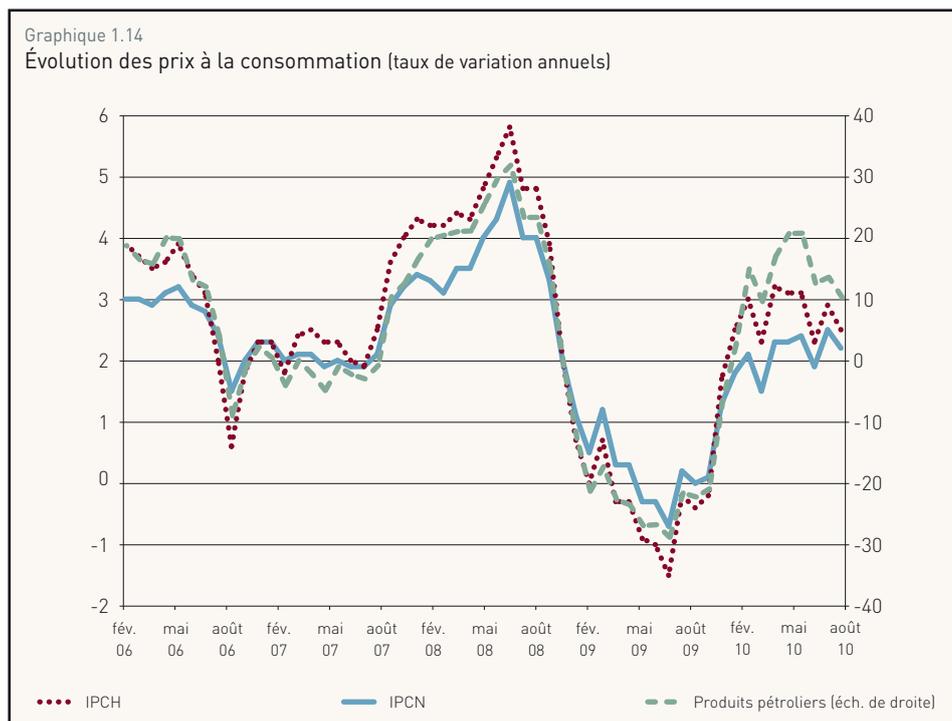
2.1.1 Les prix à la consommation et les projections d'inflation

L'inflation globale s'est caractérisée par une variabilité très élevée en 2009. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCN a fortement chuté lors de la première moitié de l'année pour remonter tout aussi abruptement par après, passant de 1,1% en décembre 2008 à -0,7% en juillet 2009 et 2,3% en décembre. En moyenne annuelle, les prix n'ont progressé que de 0,4%, ce qui constitue l'inflation la plus faible depuis 1987. Au début de l'année 2010, la remontée de l'inflation s'est poursuivie et le taux de variation annuel s'est même hissé à 2,5% en juillet.

La volatilité de l'inflation a été encore plus marquée pour l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et ceci en raison d'une pondération plus importante des produits pétroliers dans l'IPCH que dans l'IPCN. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCH est passé de 0,7% en décembre 2008 à -1,5% en juillet 2009, est resté négatif jusqu'en octobre 2009, pour remonter abruptement à 2,5% en décembre. En moyenne annuelle, les prix calculés selon la variante IPCH auraient stagné en 2009 par rapport à 2008. Lors des sept premiers mois de 2010, le taux d'inflation s'est caractérisé par une certaine stabilité, oscillant entre 2,3% et 3,2%. Depuis novembre 2009, 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 d'effets de base qui sont restés favorables jusqu'alors. Ainsi, après son creux de -29% en juillet 2009, le recul des taux de variation

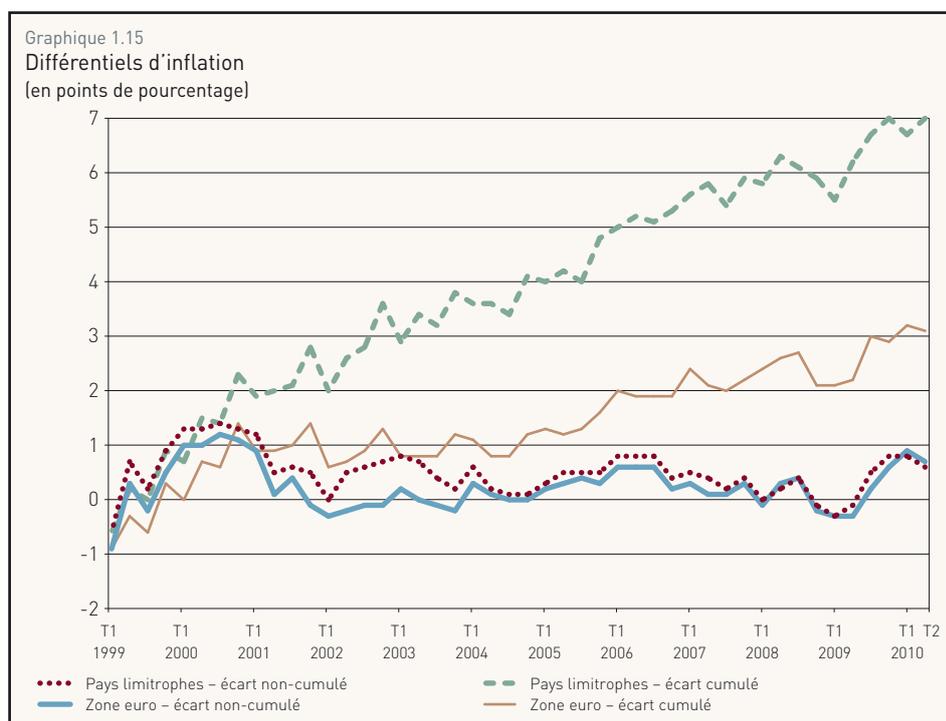
annuels des prix des produits pétroliers s'est d'abord modéré, pour laisser la place à une variation positive en fin d'année 2009 (voir graphique 1.14). Parallèlement, l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques a reculé – de 2,4% en janvier à 1,7% en décembre 2009. Cette tendance s'est encore accélérée au premier semestre de l'année 2010, avec une inflation à l'exclusion des produits énergétiques moyenne de 1,1%. En revanche, un revirement abrupt est intervenu au mois de juillet, ce taux d'inflation subissant alors une forte accélération pour atteindre 1,6%. Ce regain d'inflation résulte principalement des incidences du paiement de la tranche indiciaire du mois de juillet 2010 sur les prix de certains services, ainsi que du relèvement des prix administrés. Ces derniers ont progressé de plus



Source : Statec

de 2 % sur base mensuelle en juillet, principalement à cause de la hausse des tarifs communaux pour l'alimentation en eau et la reprise des eaux usées. Depuis décembre 2009, les tarifs de ces deux composantes ont en moyenne progressé de 23 % et de 39 %.

Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes⁴ 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 deuxième trimestre 2010 ont atteint respectivement 3,1 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 7 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

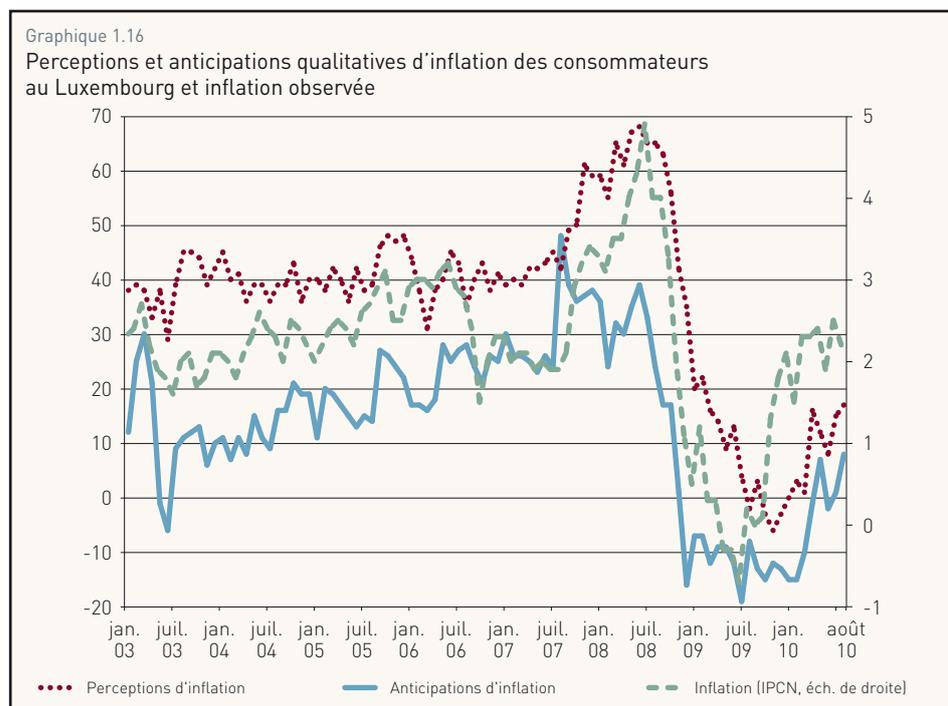


Sources : Statec, Eurostat, calculs BCL

Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs⁵ avaient fortement diminué depuis la mi-2008, pour atteindre au mois de novembre 2009 le niveau le plus bas observé depuis la compilation de la série. Cette tendance des perceptions était en accord avec la forte chute de l'inflation globale recensée. Une évolution similaire s'est aussi manifestée en ce qui concerne les anticipations d'inflation. Les consommateurs s'attendaient, tout au long de 2009, non pas à des hausses mais à des baisses de prix. Ces anticipations d'inflation des consommateurs s'étaient quelque peu redressées depuis leur creux de juillet 2009, mais, malgré la remontée abrupte de l'inflation depuis la fin 2009, elles sont restées négatives jusqu'en mai 2010. Alors qu'elles sont redevenues positives depuis quelques mois, conjointement aux perceptions de l'inflation (voir le graphique 1.16), elles persistent malgré tout à des niveaux fortement déprimés par rapport à leurs niveaux historiques respectifs, contrairement à une inflation observée qui est actuellement supérieure à sa moyenne historique.

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

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



Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-août 2010, l'euro cotait aux environs de 1,31 USD/EUR, soit à un niveau légèrement plus élevé que lors des projections datant de juin 2010⁶. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 80\$/bl et les marchés à terme anticipent une progression supplémentaire de ce prix, qui s'établirait à un niveau proche de 85\$/bl en septembre 2011. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en euros augmenterait de 36 % en 2010 par rapport à 2009 et de 9 % en 2011. Par rapport à l'exercice de juin, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en dollar sont restées pratiquement inchangées. Exprimées en euros, les hypothèses ont été revues à la baisse, sous l'effet de l'appréciation de l'ordre de 4 % de l'euro par rapport au dollar de la mi-mai à la mi-août. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 1.3:
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2009	2010	2011	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3
Prix du pétrole (Brent) en \$	62	79	97	77	80	78	81	82	84
Taux de change \$/€	1,39	1,32	1,50	1,38	1,27	1,30	1,31	1,31	1,31
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-33	36	9	61	45	26	21	13	2

Source : BCL

L'inflation à l'exclusion de l'énergie avait baissé continuellement du troisième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2010. Au mois de juillet cependant, ce scénario favorable s'est renversé et, au cours des prochains mois, cette composante de l'inflation globale devrait s'accélérer davantage. Ce revirement semble d'autant plus probable que la poussée à la hausse des prix résulte de plusieurs facteurs inflationnistes qui ont émergé récemment.

⁶ Voir BCL, Rapport annuel 2009, pp.26-29

L'inflation des biens alimentaires à l'exclusion du tabac s'accélérait en réaction à l'envolée récente des prix des matières premières agricoles. Un indice composite de ces prix indique que le niveau des prix s'est fortement accéléré depuis ses creux du début 2009. Les prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents indiquent aussi que cette remontée se poursuivrait au cours des prochains mois et dépasserait même les maxima de début 2008, c'est-à-dire les seuils à partir desquels toute hausse additionnelle des coûts ne pourrait probablement plus être absorbée par un rétrécissement de la marge de profit, mais serait plutôt susceptible d'entraîner un ajustement à la hausse des prix de vente⁷. Cet ajustement à la hausse devient d'autant plus probable que les producteurs sont simultanément confrontés à une hausse de leurs coûts salariaux. La pression à la hausse s'exerçant sur les prix s'est par ailleurs renforcée depuis la mi-2010 avec l'envolée spectaculaire du prix du blé. Si, à l'heure actuelle, une nouvelle hausse des prix de biens alimentaires semble probable, son impact global sur l'inflation serait toutefois plus faible qu'en 2007/2008. A l'époque, sous l'effet conjoint de l'envolée des prix du blé et du lait, le niveau des prix des biens alimentaires traités avait augmenté d'environ 7%. De nos jours, le prix du lait connaît une évolution assez modérée et de ce fait le choc se limiterait aux prix des pains et céréales. La hausse moyenne du niveau des prix des biens alimentaires à l'exclusion du tabac pourrait cependant se rapprocher des 4%.

La détente de l'inflation des biens industriels non-énergétiques pourrait bientôt arriver à son terme. Si récemment les facteurs déterminants de son évolution étaient encore orientés à la baisse, ils pourraient avoir atteint un point de retournement. Ainsi, les prix à la production - au Luxembourg comme dans la zone euro - se sont déjà redressés et ils pourraient progresser davantage sous l'effet d'un prix du pétrole qui a doublé depuis la fin 2008. La dépréciation de plus de 10% de l'euro par rapport au dollar depuis la fin 2009 renchérit aussi les biens de production en provenance de pays situés hors de la zone euro. Cependant, la hausse des coûts semble encore insuffisante pour provoquer une franche accélération des prix à la consommation. Malgré la poursuite de la reprise conjoncturelle dans la zone euro, la demande interne demeure fragile. Le marché de l'emploi pourrait aussi rester déprimé, de sorte que les hausses salariales resteraient contenues. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de s'accélérer en 2010 et en 2011. Selon les plus récentes projections de l'Eurosystème, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre 1,5% et 1,7% en 2010 et entre 1,2% et 2,2% en 2011, contre 0,3% en 2009. Par rapport à l'exercice de juin, ces projections ont été légèrement revues à la hausse.

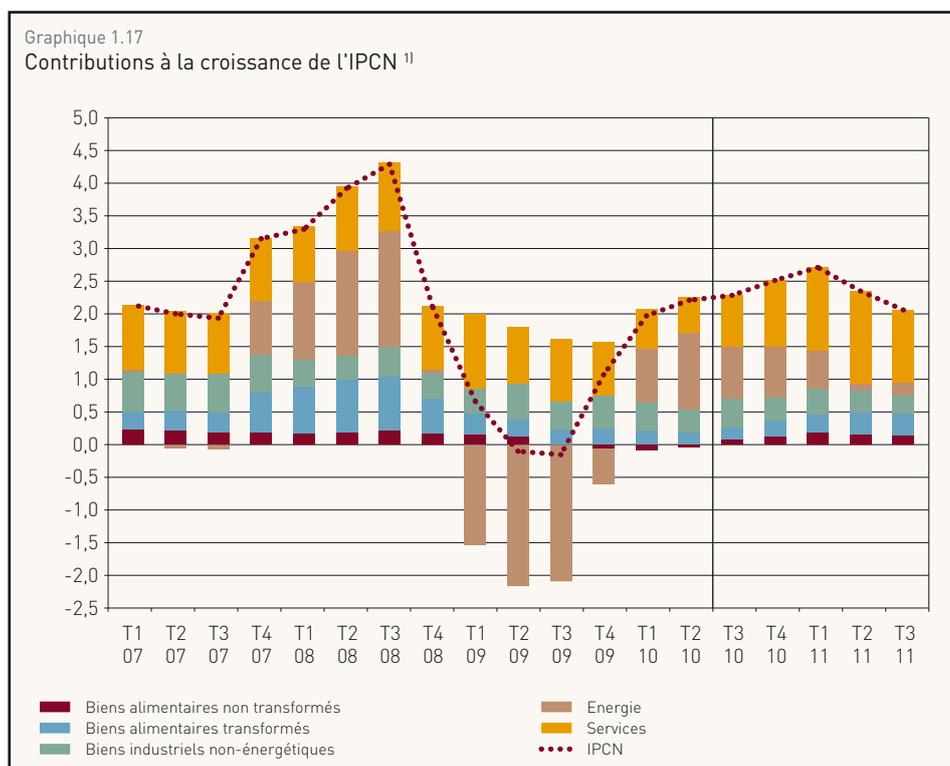
L'inflation des services devrait s'accélérer fortement sous l'effet conjoint de la progression des coûts salariaux et des hausses particulièrement élevées des prix administrés. En ce qui concerne les salaires, ils ont été augmentés de 2,5% au mois de juillet en raison de l'échéance d'une tranche indiciaire⁸. Puis, le salaire minimum serait à nouveau ajusté au 1^{er} janvier 2011. En dépit des effets retardés de la récession de 2008/2009 et de la fragilité de la demande, la dynamique du salaire minimum resterait donc proche de celle des années précédentes. En ce qui concerne la dynamique des prix administrés, il est difficile d'établir une projection en l'absence d'informations détaillées. En revanche, l'augmentation marquée des prix administrés au mois de juillet va persister au cours des prochains mois et affecter à la hausse les taux d'inflation subséquents. Au-delà, il est également admis que la dynamique défavorable des prix administrés se poursuivrait avec des ajustements supplémentaires des tarifs communaux. De ce fait, l'inflation des services s'accélérait en moyenne à 3,0% en 2011. En raison de leur poids relativement élevé dans l'IPCN, les services compteraient alors pour environ la moitié de l'inflation globale au cours des prochains mois.

7 En effet, on constate que la forte baisse des prix des matières premières agricoles en 2008 ne s'est pas répercutée sous la forme d'une baisse des prix à la consommation des biens alimentaires. Elle aurait plutôt contribué à une extension des marges de profit, que ce soit des producteurs ou des distributeurs de ces biens.

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

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques, qui s'était fortement accélérée depuis la mi-2009, aurait déjà atteint son sommet au deuxième trimestre 2010. Si les prix des produits pétroliers devaient encore marginalement progresser au cours des prochains mois, leur taux de variation annuel reculerait tout de même, tout en demeurant positif jusqu'à la fin de l'horizon de projection. L'inflation annuelle des produits énergétiques reculerait progressivement, pour passer de 15% au deuxième trimestre 2010 aux alentours de 0% vers la mi-2011, avant de remonter légèrement par la suite. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, positive depuis plusieurs mois, resterait durant le reste de 2010 et au cours du premier semestre de 2011, pour s'estomper par après (voir le graphique 1.17). En moyenne annuelle, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à environ 11% en 2010 et à 3% lors des trois premiers trimestres de 2011. Par rapport à l'exercice de juin, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été légèrement revues à la baisse, conformément à des hypothèses techniques qui ont été révisées dans le même sens.



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.

les 2%, tout en restant supérieure à ce niveau sur l'ensemble de l'horizon de projection. En moyenne annuelle, l'inflation globale s'accroîtrait fortement en 2010, pour s'établir à respectivement 2,2% pour l'IPCN et 2,8% pour l'IPCH. Ces taux dépasseraient donc à la fois la moyenne historique et l'inflation dans les pays limitrophes. Par rapport à l'exercice précédent, les projections de l'IPCN ont été revues à la hausse et ceci malgré un scénario du prix du pétrole en euros plus favorable.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures s'est fortement détérioré. En moyenne, le taux d'inflation afférent pourrait passer de 1,2% au premier trimestre de 2010 à 2,4% lors de la même période en 2011. Cette accélération résulterait largement du redressement des prix des services et dans une moindre mesure des prix des biens alimentaires. Par rapport à l'exercice de juin, ces projections ont été fortement revues à la hausse.

Avec un taux de 2,5% en juillet 2010, l'inflation mesurée par l'IPCN global s'est fortement accélérée depuis la mi-2009. Cette tendance pourrait s'empirer dans un premier temps, l'inflation s'approchant de 2,7% au premier trimestre 2011, avant de se renverser par après. L'inflation globale convergerait à nouveau vers

Tableau 1.4 :
Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes
(en taux de variation annuel et en points de pourcentage)

	2009	2010	2010-1 ^{er} sem.	2010-2 ^e sem.	2011-1 ^{er} sem.
IPCN	0,4	2,2 (0,1)	2,1	2,4 (0,2)	2,5 (0,2)
IPCN hors énergie	1,9	1,5 (0,2)	1,2	1,8 (0,5)	2,4 (0,5)
IPCH	0,0	2,8 (-0,2)	2,8 (-0,1)	2,7 (-0,2)	2,6 (-0,1)
IPCH énergie	-15,9	11,2 (-1,9)	13,5 (-0,4)	8,9 (-3,3)	3,2 (-3,1)
IPCH hors énergie	2,3	1,7	1,5 (-0,1)	1,9 (0,1)	2,6 (0,3)
Impact des mesures gouvernementales ¹⁾ sur l'IPCN, en pp	0,1	0,4			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,5	0,6			

Source : BCL

1) Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac.

L'impact total des mesures gouvernementales sur l'inflation globale se chiffrerait à 0,4pp pour l'IPCN et 0,6pp pour l'IPCH. Une évolution particulièrement défavorable des prix administrés serait en partie compensée par une modération de la taxation indirecte ainsi que par une progression des prix du tabac inférieure à la hausse moyenne observée au cours des dix dernières années. Sous l'effet du gel des tarifs publics tel qu'imposé par le gouvernement central, l'impact des prix administrés sur l'inflation globale a été très faible en 2009. Cette situation favorable s'est cependant inversée en juillet 2010 et l'impact total en 2010 dépasserait sa moyenne historique, avec une aggravation probable à la clé pour 2011. Les tarifs du gouvernement central connaissent une progression inférieure à l'inflation globale. La forte contribution des prix administrés est en fait intégralement attribuable à la hausse des tarifs communaux, en particulier pour les services liés à l'eau. Ces ajustements de prix ont été et seront appliqués dans la foulée de la transposition en droit national de la directive cadre européenne sur l'eau (Directive/2000/60/CE) qui instaure une tarification des services pour la distribution d'eau et la reprise des eaux usées selon le principe de la récupération des coûts y afférents. L'impact des ajustements de la taxation indirecte sur les prix à la consommation pour les années 2010 et 2011 serait quasiment nul. Finalement, le prix du tabac a récemment évolué plus favorablement qu'admis antérieurement et cette modération relative contribue à tempérer la progression de l'IPCH. Si ce scénario se poursuivait, son impact sur la progression de l'IPCH serait le plus faible depuis des années.

Sur base de nos projections d'inflation, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire est prévue pour juillet 2011, soit un mois plus tôt qu'anticipé lors de l'exercice précédent. Malgré la révision à la baisse des hypothèses relatives au prix du pétrole en euros, le scénario de l'inflation globale s'est détérioré. La dynamique de l'inflation à l'exclusion de l'énergie serait particulièrement défavorable, sous l'effet de plusieurs chocs exogènes, dont notamment la hausse des tarifs communaux et la hausse du prix du blé.

MODULATION DU MÉCANISME D'INDEXATION AUTOMATIQUE DES SALAIRES PAR LE BIAIS DE L'INTRODUCTION D'UN INDICE DES PRIX ALTERNATIF

En mars, la BCL¹ a publié des simulations du mécanisme d'indexation automatique des salaires avec des indices des prix alternatifs à l'IPCN tel qu'appliqué actuellement. En août, le STATEC² a publié une note présentant des simulations similaires, mais étendues à d'autres variantes, telles que l'application d'un délai minimal entre deux tranches indiciaires. Les résultats des deux institutions sont qualitativement similaires, bien qu'ils puissent diverger en termes d'horizon étudié ou de modalités considérées. Ils indiquent que les modulations du mécanisme d'indexation, par l'introduction d'un indice des prix alternatif notamment, n'entraînent pas de changement systématique³ et important du point de vue de l'évolution à moyen terme de l'échelle mobile des salaires. Le niveau de salaire de fin de période et le cumul des salaires sur la période étudiée seraient essentiellement les mêmes, avec peu de différences entre les alternatives. Autrement dit, les décalages de tranches indiciaires qui peuvent émerger avec l'utilisation d'indices alternatifs par rapport au scénario actuel auraient tendance à se neutraliser mutuellement sur le moyen terme.

Afin d'interpréter ces résultats d'une manière appropriée, il convient de garder à l'esprit les faiblesses de tels exercices. Il s'agit de simulations purement statiques et conduites dans une optique *ceteris paribus*. Elles ignorent les réactions d'autres variables macroéconomiques tout comme les corrections pour l'effet d'auto-allumage. Il n'y a aucun doute sur les effets indirects et de second tour sur l'emploi, les marges bénéficiaires, les prix des services et par conséquent l'inflation. Mais ces effets ne sont pas directement observables. Leur estimation est par ailleurs laborieuse et elle nécessiterait le recours à des approches économétriques avancées (modèle macroéconomique ad hoc par exemple) ainsi que la formulation de nouvelles hypothèses. De fait, de telles estimations seraient moins transparentes, sujettes à incertitude et elles pourraient donner lieu à des interprétations diverses.

Malgré leurs inconvénients, les simulations précitées présentent une base objective et incontournable de toute proposition de modulation du mécanisme en vigueur. Dans une approche prospective, on pourrait aussi raisonnablement admettre que ces résultats se reproduiront de façon similaire sur un horizon de dix ans et que la dynamique moyenne de l'indice des prix global sera assez proche de celle des indices de prix alternatifs. Sous cette hypothèse, une modulation du mécanisme d'indexation automatique actuellement en vigueur n'entraînera en moyenne pas de pertes de salaires significatives pour les employés, mais pas non plus une réduction du coût salarial pour les employeurs. Si tel était le but recherché, alors d'autres canaux devraient être privilégiés, en l'occurrence les négociations de salaires réels ou la suspension temporaire du mécanisme d'indexation automatique. En revanche, on pourrait aussi erronément conclure qu'une éventuelle modulation n'apporterait aucun avantage et qu'on puisse même se montrer indifférent entre les alternatives étudiées. Tel n'est nullement le cas. Il existe des variantes qui présentent des améliorations au système actuel, des « win-win situations » en quelque sorte. Les avantages de ces alternatives ne se situent pas au premier degré, c'est-à-dire la variation moyenne ou à moyen terme de l'échelle mobile des salaires, mais au deuxième degré, c'est-à-dire lors de la prise en compte de l'incertitude. Ceci ne diminue nullement leur pertinence.

Les simulations de la BCL et du STATEC ont été effectuées *ex post*, sur les données historiques, et dans l'hypothèse implicite d'une certitude absolue quant à l'évolution des prix. En pratique cependant, *ex ante*, les partenaires sociaux sont tous confrontés à l'incertitude et ils basent leurs attentes, au mieux, sur des projections d'inflation, quelle que soit leur forme d'élaboration. Et peu importe l'indice de référence utilisé dans le mécanisme d'indexation, il persistera toujours une incertitude quant à son évolution future et quant aux déclenchements associés des tranches indiciaires. Ainsi, après négociation des salaires réels sur une période de deux ans - comme il est de coutume au Luxembourg, l'évolution *ex post* de

1 BCL (2010), Bulletin 2010/1, pp.93-97

2 STATEC (2010) Economie et Statistiques, N°43

3 Un régime avec indexation sur l'inflation des pays limitrophes constitue une exception à cette règle. L'inflation ayant été plus faible dans les pays limitrophes, l'échelle mobile des salaires aurait progressé moins vite au cours des dix dernières années.

l'indice de référence peut s'écarter de la trajectoire anticipée⁴ et engendrer une évolution des salaires qui s'écarte de celle qui a été escomptée initialement. La modulation temporaire du mécanisme d'indexation sur la période de la mi-2006 à 2009 avait permis d'enrayer de tels facteurs d'incertitude. Le gouvernement avait fixé préalablement les échéances indiciaires. En conséquence, celles-ci n'étaient plus conditionnelles à l'évolution de l'inflation globale. *Ex post*, l'impact s'est avéré marginal. *Ex ante* en revanche, la mesure avait pour mérite d'assurer aux employeurs une visibilité accrue en la matière et ce, sur plus de trois ans, réduisant pratiquement à zéro l'incertitude quant à l'incidence de cette composante sur leurs coûts salariaux. L'impact de la réduction de l'incertitude est difficilement quantifiable. A priori, il revient aux partenaires sociaux de tenir compte de ces incertitudes dans le cadre des négociations de salaires réels et en cas de nécessité de corriger des dérives salariales lors des négociations subséquentes.

Dans ce contexte, un choix judicieux de l'indice des prix - l'alternative à l'IPCN global - peut offrir des avantages non négligeables par rapport au système actuel. Ce choix du panier de référence alternatif doit se fonder sur une logique économique, par opposition à des critères statistiques⁵ ou autres. La neutralité à moyen terme de la modulation préserve le maintien du pouvoir d'achat par le mécanisme d'indexation. La protection contre les effets néfastes d'un choc pétrolier, une prévisibilité accrue de l'échelle mobile des salaires et la prévention ou la correction de tout dérapage salarial par rapport à nos partenaires commerciaux (optique compétitivité) seraient trois autres atouts souhaitables. Finalement, le principe de la neutralisation de l'impact de toute variation de la taxation indirecte sur les salaires est sans équivoque. Il semble que, dans une optique de moyen terme, une telle refonte du mécanisme d'indexation est aussi plus appropriée qu'une panoplie de règles prédéterminées à une date spécifique et conditionnelles à des variables exogènes.

Un choc pétrolier défavorable constitue pour l'économie luxembourgeoise une situation où toute forme d'indexation automatique des salaires serait clairement contre-productive. Le renchérissement du prix du pétrole importé pèse sur les coûts de production, la production et par conséquent aussi l'emploi. Immuniser, du moins partiellement, contre une telle déconvenue pourrait se faire par l'exclusion des prix de l'énergie du panier de référence. Les prix de l'énergie englobent principalement les prix des carburants, le gasoil de chauffage, le gaz naturel et l'électricité. Il s'agit de composantes de l'IPCN dont les prix réagissent, comparativement à d'autres biens, rapidement et sensiblement à toute variation du prix du pétrole brut. Ces décalages varient de quelques jours pour les prix des carburants à quelques mois pour le prix du gaz naturel⁶. Ils sont aussi symétriques, dans la mesure où les prix à la consommation s'ajustent à la hausse comme à la baisse. Ainsi, une hausse non anticipée du prix du pétrole de quelque 20 % peut, via les seuls effets directs, engendrer un saut du niveau de l'IPCN de 0,7 %, impliquant une évolution défavorable des coûts salariaux pour les entreprises par l'avancement des tranches indiciaires. Cet impact de 0,7 % peut paraître relativement faible, mais la variation - due aux seuls effets directs - correspond pratiquement à un ajustement annuel du salaire minimum réel, pour une variation du prix du pétrole qui est pourtant très fréquente. Le choc des salaires vient de surcroît se greffer sur le choc du prix des matières premières ou du coût de transport des entreprises. Pour celles-ci, le coût total s'avère par conséquent encore plus lourd, et, au pire, s'insère même dans le cadre d'une détérioration de la demande. *Ceteris paribus*, et sous l'hypothèse d'une part de 10 % des produits de l'énergie dans la consommation intermédiaire des entreprises, l'excédent brut d'exploitation de l'industrie accuserait une baisse de quelque 4 % sous l'effet cumulé de la hausse des prix de l'énergie et de l'avancement des tranches indiciaires. L'excédent brut d'exploitation est pourtant une notion large (il comprend notamment les impôts payés par les entreprises), ce qui tend à diluer l'impact mesuré.

4 Si les négociations se font sur les variations de salaires réels, il est toutefois admis que les partenaires sociaux, en particulier le patronat, fondent leurs négociations sur une évolution acceptable des coûts salariaux nominaux et qu'ils adaptent leurs propositions de salaire réel en fonction de la trajectoire anticipée de l'échelle mobile des salaires telle qu'elle résulte de leur projection de l'indice de référence.

5 Une volatilité élevée d'une sous-composante de l'IPCN n'est pas une condition justifiant son exclusion du panier de référence. La variation élevée des prix peut être liée à des effets purement saisonniers. L'incidence de la volatilité peut aussi être diluée au niveau de l'agrégation ou lors du lissage de 6 mois de l'indice de référence.

6 La réaction historique du prix de l'électricité à une variation du prix du pétrole brut est moins régulière, probablement parce que il s'agit d'un bien dont le prix a été administré jusqu'à peu. Suite à l'ouverture du marché à la libre concurrence, les prix de l'électricité vont à l'avenir évoluer vraisemblablement davantage en phase avec le prix du pétrole.

L'évolution future du prix du pétrole n'est pas prévisible. On peut tout au plus établir des hypothèses quant à sa trajectoire. Exclure les prix de l'énergie de l'indice de référence aurait le mérite d'améliorer la prévisibilité de l'échelle mobile des salaires et d'offrir aux employeurs une meilleure visibilité en matière d'évolution des coûts salariaux. Le problème de l'incertitude et de la prévisibilité de l'échelle mobile des salaires ne disparaîtrait certes pas totalement. Le nouvel indice de référence, en l'occurrence l'indice à l'exclusion des prix de l'énergie, peut en effet subir l'influence de divers facteurs de volatilité. Par rapport à une projection de l'IPCN, une projection de l'IPCN à l'exclusion de l'énergie est cependant plus fiable, puisque l'incertitude engendrée par les effets d'une variation surprenante du prix du pétrole serait nettement diminuée car limitée à des effets indirects. Ces avantages persistent même en cas de lissage de quelques mois (6 mois actuellement) des indices de base.

L'IPCN à l'exclusion de l'énergie peut cependant être exposé à d'autres chocs et il peut alors connaître une trajectoire qui s'écarte de celle qui a été prévue. Des exemples de telles déconvenues sont le choc sur les prix des biens alimentaires en 2007/2008 ou une évolution surprenante des prix administrés⁷. Par rapport aux chocs pétroliers, de telles surprises sont relativement plus rares. Les délais de transmission du choc initial aux prix à la consommation sont aussi plus longs que pour les prix de l'énergie. Par conséquent, ils peuvent être plus facilement absorbés par d'autres mécanismes correcteurs. Ces chocs sont aussi généralement moins virulents et, comme ils n'affectent pas directement les coûts de production des entreprises, leurs effets sont relativement moins néfastes. Des statistiques calculées sur les données sous-jacentes à l'IPCN confirment le caractère volatil de l'impact des prix de l'énergie sur l'inflation globale. L'écart-type des contributions de l'inflation des produits énergétiques au taux de variation annuel de l'IPCN est cinq fois plus élevé que celui des contributions de l'inflation des biens alimentaires, quatre fois plus que celui des contributions de l'inflation des biens industriels non-énergétiques et le triple des contributions de l'inflation des services. La volatilité des taux de variation annuels de l'IPCN à l'exclusion des prix de l'énergie est aussi d'un tiers plus faible que celle de l'IPCN, conférant un aspect de stabilité à cette alternative. Les simulations confirment logiquement que l'espacement entre les échéances de tranches indiciaires serait en moyenne plus régulier dans le cas où l'on exclut les prix de l'énergie du panier de référence. L'avantage de la prévisibilité accrue de l'échelle mobile des salaires est direct pour les employeurs. Mais la réduction de l'incertitude est aussi un atout pour l'économie dans son ensemble, ce dont les employés bénéficient indirectement. Un climat économique général plus stable facilite et favorise les décisions d'investissement des entreprises, générant des effets de second tour favorables sur l'emploi.

La taxation indirecte, qui est relativement élevée en ce qui concerne l'alcool et le tabac, constitue un autre facteur d'incertitude qu'il importe de pallier, d'autant que les gouvernements adaptent volontiers et assez fréquemment cette taxation indirecte. Il est clair que tout ajustement de cette dernière doit être neutralisé lorsqu'il s'agit d'indexer les salaires. Que cette neutralisation se fasse via l'exclusion directe de ces biens du panier de référence ou via une neutralisation explicite des effets de la taxation indirecte sur les prix à la consommation n'importe guère. L'effet final sera sensiblement le même. Ce principe se doit d'être maintenu, indépendamment du panier de référence et des prix des biens dont on adapte la taxation indirecte. Cet argument s'appliquerait notamment aussi dans l'éventualité d'un ajustement général des taux de la TVA. D'une part, un tel choc exogène, de taille suffisante, serait susceptible de déclencher à lui tout seul une tranche indiciaire. Dans l'optique de la politique monétaire, de tels effets de second tour seraient aussi tout à fait inappropriés. D'autre part, il n'est pas normal qu'en fine tout le poids du rehaussement des prélèvements soit supporté par les seules entreprises, en particulier celles qui ne peuvent aisément ajuster leurs prix de vente.

En guise de conclusion, la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires pourrait s'effectuer via le remplacement de l'IPCN global par un indice de prix de type « IPCN à l'exclusion des prix de l'énergie ». Ce dernier s'entend aussi « à taxation indirecte constante ». Les simulations de la BCL et du STATEC ont montré qu'une telle modification serait neutre pour les employés, dans le sens où l'impact sur l'échelle mobile des salaires serait en moyenne nul. Cette variante

7 L'incertitude entourant l'évolution des prix administrés pourrait être réduite par une transparence accrue de la part du gouvernement en cette matière.

offrirait en revanche l'avantage d'assurer une protection des entreprises et au-delà de l'emploi, contre un choc pétrolier défavorable. La prévisibilité accrue des coûts salariaux serait un atout direct pour les employeurs et constituerait un bénéfice indirect pour l'économie dans son ensemble, y compris pour les employés.

Les simulations portant sur l'indice de référence le plus approprié ne doivent pas non plus occulter la question du bien-fondé du mécanisme d'indexation. Il convient de garder à l'esprit que le maintien de l'indexation automatique des salaires, peu importe sa forme, constitue une rigidité qui peut empêcher le bon fonctionnement de l'économie de marché et qui peut aboutir à des déséquilibres macroéconomiques. La correction d'un déséquilibre nécessitant un ajustement du niveau de salaire, tel qu'une détérioration persistante de la compétitivité-coût d'une économie, ne pourra pas se faire avec une simple modification du mécanisme d'indexation. D'autres solutions plus radicales, telles que le plafonnement du mécanisme d'indexation par rapport à nos principaux concurrents, devraient être envisagées. Cette dernière solution présente un intérêt certain. La BCL et d'autres institutions ont mentionné à plusieurs reprises le dérapage de la compétitivité du Luxembourg par rapport à ses principaux partenaires commerciaux, en termes de coût salarial unitaire notamment. Or au cours des dix dernières années (1999-2009), l'indexation automatique des salaires a induit à elle seule une augmentation de 26% du coût salarial luxembourgeois. Dans ce contexte, il s'impose au minimum de prévenir toute nouvelle détérioration des coûts salariaux par rapport à nos principaux partenaires commerciaux et de plafonner à cette fin le mécanisme d'indexation.

Le fait que le mécanisme d'indexation ait été appliqué depuis plusieurs décennies ne doit pas donner l'impression qu'il est inoffensif. Ainsi, dans une optique de moyen terme, il convient de gérer les effets indésirables de ce dispositif ou de le supprimer, ce qui constitue une option plus structurelle que la succession de mesures de modulation temporaires⁸. Une telle succession de dispositions transitoires serait d'ailleurs une source d'incertitude pour les employeurs et les employés.

⁸ Dans ce contexte, le gouvernement devrait aussi songer à compléter la modulation de l'indexation automatique des salaires par une refonte du dispositif de formation des salaires qui s'applique en temps de crise.

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. Il a donc coïncidé avec la crise économique mondiale et l'affaissement de la production industrielle nationale.

Les prix à la production industrielle ont fortement reculé en 2009. Le repli de la demande mondiale a expliqué en grande partie la baisse des prix des biens intermédiaires et énergétiques. Enfin, les prix à la production se sont redressés dans les secteurs des biens d'équipement et de consommation.

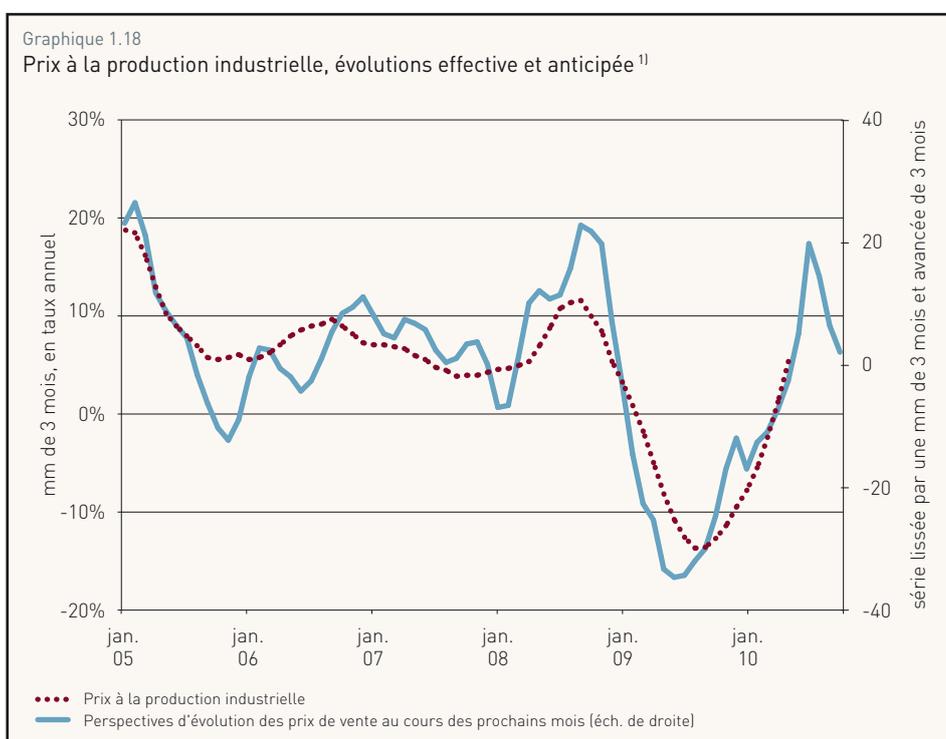
Depuis le quatrième trimestre de 2009, les prix à la production de l'industrie considérée globalement se sont redressés. Les données les plus récentes, relatives au second trimestre de l'année 2010, montrent une poursuite de la progression des prix des biens industriels du fait de l'accélération de la croissance des prix dans l'ensemble des secteurs à l'exclusion des biens de consommation. Une analyse plus détaillée indique que deux sous-secteurs en particulier sont à l'origine de la nette accélération des prix industriels au second trimestre 2010. Il s'agit des produits sidérurgiques (+21,6%, après +4,4% au premier trimestre 2010) et des métaux non ferreux (+11,7%, après +7,4% au premier trimestre 2010).

Tableau 1.5:

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

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

Source : Statec



Sources : Statec, 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).

Après avoir atteint un point bas en mars 2009, les enquêtes de conjoncture harmonisées indiquaient clairement jusqu'en mai dernier que le taux de variation annuel de l'indice global des prix au Luxembourg devrait poursuivre sa progression au cours des prochains mois. Depuis, le solde lissé d'opinion relatif aux évolutions anticipées des prix à la production dans l'industrie a fortement baissé.

2.2 L'INDUSTRIE

Après une baisse de 5,5% en 2008, la production industrielle s'est littéralement effondrée en 2009. Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches de l'industrie ont vu leur production chuter en 2009, même si les trajectoires infra-annuelles ont quelque peu différé. Dans le secteur des biens d'équipement, la baisse de la production a débuté au quatrième trimestre 2008 et s'est intensifiée jusqu'à la mi-2009. Sur la seconde moitié de l'année 2009, la baisse de l'activité dans le secteur des biens d'équipement est restée conséquente, si bien que le niveau total de la production en 2009 est de 30% inférieur à celui observé sur l'ensemble de l'année 2008. Le volume de production dans l'industrie des biens de consommation s'est inscrit en baisse en 2009 pour la quatrième année consécutive. Néanmoins, grâce à une amélioration de la situation au quatrième trimestre, la baisse totale de la production sur l'ensemble de l'année 2009 apparaît relativement modérée par rapport aux autres principaux sous-secteurs. Une forte baisse du volume d'activité dans la branche des biens intermédiaires s'est inscrite dans le contexte d'une demande mondiale fortement affectée par la crise économique. Au quatrième trimestre 2009, la production s'est nettement redressée, portant le recul total de la production de biens intermédiaires en 2009 aux alentours de 17% par rapport à 2008. Enfin, le déclin de la production sidérurgique a été particulièrement marqué au quatrième trimestre 2008 (rappelons que la sidérurgie fournit principalement le secteur des biens intermédiaires en matériaux utilisés dans la construction et l'automobile). Toutefois, en moyenne annuelle, la baisse de la production par jour ouvrable dans ce secteur a été

limitée en 2008, grâce au dynamisme enregistré jusqu'au troisième trimestre de cette même année. Sur les trois premiers trimestres de l'année 2009, le recul de la production s'est confirmé. Au quatrième trimestre de l'année 2009, la production dans ce secteur a cependant enregistré un fort rebond, de quelque 46 % par rapport au trimestre correspondant de 2008.

Tableau 1.6 :
Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuelle)

	2008	2009	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-5,5	-15,8	-24,9	-21,3	-16,4	2,7	15,6	16,7
Pjo - Biens intermédiaires	-7,0	-16,6	-29,1	-24,7	-17,4	12,6	22,6	16,5
Pjo - Biens d'équipement	-0,3	-29,9	-30,5	-34,1	-31,9	-22,2	-0,9	28,7
Pjo - Biens de consommation	-5,9	-5,2	-15,9	-5,1	-5,5	7,4	18,8	6,1
Pjo - Energie	-6,0	-2,7	-8,0	0,0	-2,3	0,7	9,5	23,3
Pjo - Industrie hors sidérurgie	-5,5	-14,8	-22,0	-19,1	-15,6	-0,5	13,4	14,5
Pjo - Sidérurgie	-3,0	-24,2	-44,4	-37,7	-22,8	46,1	36,7	35,8

Source : Statec

Les statistiques du second trimestre 2010 indiquent que la pjo de l'ensemble de l'industrie a accéléré par rapport à la même période en 2009. La croissance s'est enfin redressée dans le secteur des biens d'équipement et elle est demeurée soutenue dans les autres sous-secteurs. De manière générale, la reprise de l'activité industrielle reste nettement plus dynamique au Luxembourg que dans la zone euro, où la production n'a progressé que de 9 % environ sur un an au deuxième trimestre 2010. Il n'en reste pas moins que le niveau de la production industrielle du Luxembourg se situe en juin 2010 à un niveau qui reste de 10 % inférieur au point relativement haut observé en juillet 2008 (un repli de même ampleur est observé dans la zone euro sur la même période).

Selon la dernière enquête mensuelle dans l'industrie, la confiance des industriels a reculé en août. Cette dégradation, si elle se poursuivait, montrerait que l'indicateur de confiance s'est retourné à la baisse en juin 2010. Les dernières enquêtes trimestrielles dans l'industrie indiquent quant à elles que le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) a enregistré en juillet son cinquième trimestre consécutif de hausse au Luxembourg et son quatrième dans la zone euro. Le TUC s'établit désormais à 80,2 % au Luxembourg (contre 77,4 % dans la zone euro), soit légèrement en-dessous de sa moyenne historique qui est estimée à 83,1 % (81,2 % pour la zone euro) par la Commission Européenne.

Graphique 1.19

Indicateur de confiance et production industrielle ¹⁾



Sources : Statec et Commission européenne, 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 a fait preuve d'une relative résistance en 2008 et en 2009 par rapport à l'industrie. Les statistiques font en particulier état d'un raffermissement de l'activité dans ce secteur au second semestre 2009. Les statistiques du premier trimestre 2010 montrent cependant que l'activité dans la construction a faibli, en partie à cause de mauvaises conditions météorologiques sur les trois premiers mois de l'année 2010.

Tableau 1.7:
Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2008	2009	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2
Chiffre d'affaires - Total	2,3	12,0	-2,6	15,9	2,4	29,1	-2,4	-
Production par jour ouvrable -Total	-2,0	1,1	0,7	-3,9	5,6	3,1	-1,2	3,9
Heures travaillées	-0,2	-0,9	0,2	-2,4	3,5	-4,9	-1,9	5,4
Permis de bâtir ¹⁾	-18,6	-8,5	-36,7	6,7	-2,8	-4,4	40,4	-
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	10,7	6,4	6,9	6,2	5,8	6,7	6,9	6,9
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	13,8	34,2	7,6	16,8	41,7	70,5	6,4	-9,6
Taux hypothécaires	4,9	2,4	3,1	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0

Sources : Statec, BCL

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

Dans le secteur résidentiel, les permis de construire de logements ont bondi de plus de 40 % sur les trois premiers mois de l'année 2010. Cette dernière évolution fait cependant suite aux fortes baisses enregistrées en 2008 et 2009 (respectivement -18,6 % et -8,5 %).

Dans le même temps, les plus récentes statistiques relatives aux prix de vente des appartements indiquent qu'au 1^{er} trimestre 2010, les prix de vente des appartements ont progressé de 3,2 % par rapport au trimestre précédent. Ainsi, l'indice général a progressé pour le troisième trimestre consécutif alors qu'il était encore largement orienté à la baisse au cours des 1^{er} et 2^e trimestres 2009, avec des variations de respectivement -1,7 % et -2,2 % ; et que le recul du prix des appartements sur l'ensemble de l'année 2009 avait atteint 2,1 %.

Les statistiques du second trimestre 2010 montrent que l'activité dans la construction a rebondi. Ainsi, la pjo a progressé de 3,9 % au second trimestre 2010 par rapport à la même période de l'année précédente. Parallèlement, le volume de travail presté a augmenté de 5,4 % sur la même période.

Les statistiques bancaires, quant à elles, indiquent que l'encours des crédits immobiliers accordés aux ménages a enregistré une hausse régulière dans un passé récent, oscillant entre 6 et 7 % depuis la fin de l'année 2009. En termes de contrats, les nouveaux crédits accordés s'étaient inscrits en très nette progression en 2009 par rapport au nombre de contrats signés en 2008, dans un contexte de taux hypothécaires historiquement bas. Depuis le début 2010, le nombre de nouveaux crédits accordés a diminué, alors que le niveau des taux hypothécaires n'a que très marginalement évolué.

2.4 LE COMMERCE ET AUTRES SECTEURS

En 2009, le commerce de gros – hors automobiles et motocycles – a très fortement chuté. Il a enregistré sa deuxième année consécutive de baisse. Le commerce de détail a fait preuve de plus de résistance, avec une quasi-stabilisation de son chiffre d'affaires (CA) en 2009. Au niveau du service aux entreprises, on notera le contraste entre d'une part l'accélération de la croissance du CA dans le secteur programmation, conseil et autres activités informatiques et d'autre part la chute du CA dans le secteur des activités juridiques, comptables et conseil de gestion. Le secteur des transports a également vu son activité se réduire fortement en 2009. Dans le secteur automobile, les statistiques relatives à l'année passée n'ont guère été plus réjouissantes, puisqu'elles ont fait 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 se sont réduites de près de 10 % sur l'ensemble de l'année 2009 par rapport à l'année précédente et ce, malgré les primes à la casse et à l'achat de voitures à faibles émissions de CO₂⁹.

Sur les sept premiers mois de l'année 2010, les immatriculations de véhicules ont progressé de 10,8 % sur un an. Il est encore trop tôt pour déterminer si la reconduction par le gouvernement des régimes d'aides financières CAR-e et CAR-e plus a pu expliquer ce dynamisme des immatriculations en ce début d'année 2010. En effet, il pourrait s'agir d'un simple effet de base dû au niveau extrêmement faible des immatriculations automobiles au premier semestre 2009. Les statistiques de juillet indiquent par ailleurs un retour vers des taux de progression nettement plus modestes (+2,7 %).

Tableau 1.8:

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

	2008	2009	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2
Immatriculations de voitures	2,0	-9,7	-10,4	-12,4	-11,8	-9,7	11,0	13,0
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	3,5	-9,8	-3,5	-14,7	-13,6	-6,7	-9,4	-
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-3,1	-15,3	-19,6	-32,5	-12,3	10,5	7,0	-
Commerce de détail	6,2	0,1	-3,6	-5,2	-1,5	9,7	11,6	-
Commerce de détail hors carburants	5,7	5,3	1,2	1,5	4,2	13,0	11,4	-
Commerce de détail de carburants en magasin spécialisé (cms)	7,4	-13,5	-16,2	-20,2	-14,4	-1,1	12,2	-
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et des ventes de cms)	2,6	-0,4	-2,0	-1,9	-2,0	4,0	3,4	-
Transport	8,7	-15,0	-13,6	-21,5	-12,8	-12,4	17,4	-
Programmation, conseil et autres activités informatiques	0,5	5,4	23,2	3,7	-3,4	-0,8	-7,4	-
Activités juridiques et comptables et conseil de gestion	12,0	-10,5	5,0	-20,8	0,8	-23,8	8,4	-

* En valeur.

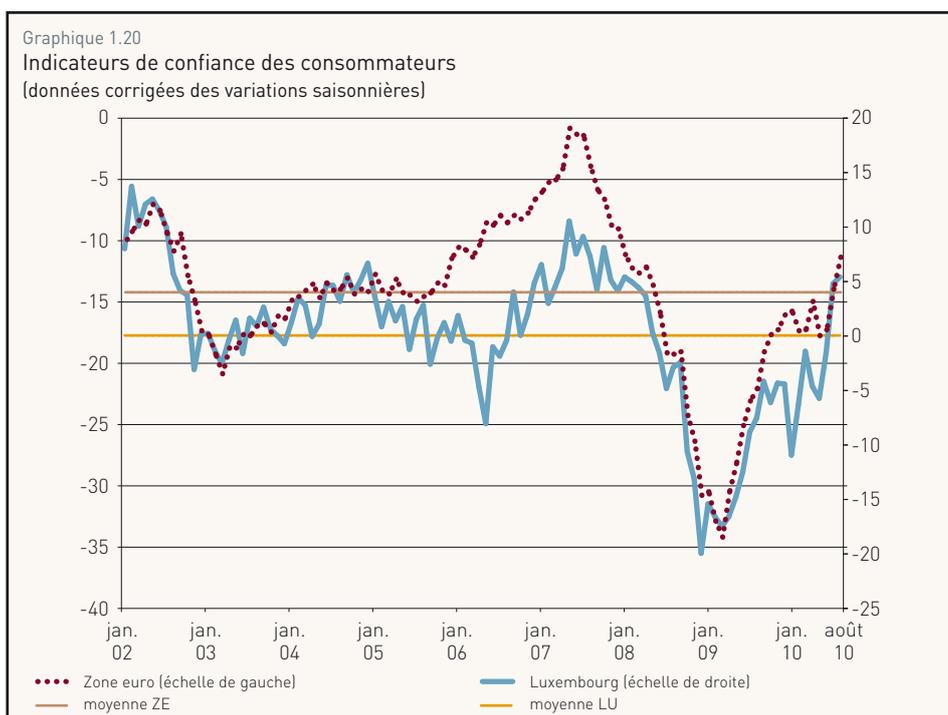
Source : Statec

Dans le commerce, les statistiques disponibles pour le début de l'année 2010 sont globalement encourageantes. En moyenne, elles indiquent de nettes progressions sur les cinq premiers mois de l'année pour le commerce de détail (+11,7 %), le commerce de gros hors automobiles et motocycles, le transport et la plupart des activités liées aux services aux entreprises.

⁹ 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 la zone euro avait pour sa part subi un déclin de l'ordre de 8 % en 2008.

2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs¹⁰ du Luxembourg au second semestre 2007 a largement coïncidé avec l'apparition des turbulences sur les marchés financiers. L'indicateur de confiance des consommateurs a atteint son minimum historique en décembre 2008. Il est ensuite apparu favorablement orienté tout au long de l'année 2009. Au début de cette année, ses évolutions au mois le mois sont apparues nettement plus volatiles que celles observées au niveau de la zone euro. Les données récentes indiquent néanmoins que la confiance des consommateurs reste globalement favorablement orientée au Luxembourg et dans la zone euro.



Sources : BCL et Commission européenne

La plus récente enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date du mois d'août 2010. Elle indique que l'indicateur de confiance, après correction des variations saisonnières, s'est stabilisé.

Les composantes de l'indicateur de confiance ont affiché des évolutions contrastées en août 2010. Les anticipations des consommateurs eu égard à la situation économique générale au Luxembourg et à leur situation financière ont continué d'évoluer favorablement en août, tandis que celles relatives à l'évolution du chômage au Luxembourg sont restées stables. Enfin, l'opinion des ménages concernant leur capacité d'épargner sur les douze prochains mois s'est nettement repliée en août après avoir fortement progressé en juillet.

Au final, l'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg se situe depuis le mois de juillet au-dessus de sa moyenne historique (dans la zone euro, c'est en août que l'indicateur est repassé au-dessus de sa moyenne historique). C'est également le cas de la composante relative à la situation économique générale au Luxembourg. L'appréciation des ménages eu égard à l'évolution future du chômage au Luxembourg s'est améliorée de manière quasi ininterrompue au cours des sept derniers mois. Les anticipations des consommateurs relatives au taux de chômage évoluent ainsi au-dessus de leur moyenne historique depuis le mois de mai dernier. Enfin, les anticipations relatives à la situation financière des ménages et à leur capacité d'épargner ont affiché des évolutions en moyenne beaucoup plus modestes et volatiles que les autres composantes au cours de ces derniers mois. En août, ces deux composantes se situaient à des niveaux inférieurs à ceux observés en décembre 2009.

¹⁰ 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.

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

Tableau 1.9 :

Indicateur de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)

		Anticipations sur les douze prochains mois				
		Indicateur de confiance des consommateurs	Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2008	août	-3	-22	28	-9	47
	septembre	-2	-17	30	-4	41
	octobre	-11	-37	46	-6	47
	novembre	-13	-35	53	-7	43
	décembre	-20	-47	61	-9	37
2009	janvier	-15	-41	63	-1	44
	février	-17	-36	67	-6	42
	mars	-18	-38	65	-6	40
	avril	-17	-38	71	-3	46
	mai	-15	-30	66	-4	40
	juin	-12	-22	67	-3	41
	juillet	-9	-15	62	-1	44
	août	-8	-14	59	1	41
	septembre	-4	-5	59	2	45
	octobre	-6	-11	55	-1	43
	novembre	-4	-9	52	0	44
	décembre	-4	-15	53	-1	50
2010	janvier	-11	-19	59	1	33
	février	-6	-17	48	1	39
	mars	-1	-9	44	1	46
	avril	-5	-11	36	-3	32
	mai	-6	-26	31	-10	44
	juin	-2	-11	28	-7	40
	juillet	5	-5	24	-4	53
	août	5	2	24	-1	43

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

Les plus récentes informations disponibles confirment l'amélioration de la situation sur le marché du travail au cours des derniers mois. Après s'être largement détérioré tout au long de 2009 dans le sillage de la crise économique, l'emploi est en train de se redresser, bénéficiant des premiers effets de la reprise amorcée fin 2009. De fait, la progression annuelle de l'emploi total intérieur s'est accélérée, passant de 0,3% en moyenne au deuxième semestre 2009 à 1,4% au cours des sept premiers mois de 2010.

Ainsi, selon les dernières estimations, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est accélérée de 0,3% en janvier 2010 à 2,3% en juillet 2010. L'emploi salarié s'est de ce fait établi à 342 733 personnes en juillet 2010 (après 335 005 un an plus tôt). Par ailleurs, au cours des sept premiers mois de 2010, l'emploi indépendant a progressé en moyenne à raison de 2,8%. Selon les estimations les plus récentes, le nombre de travailleurs indépendants a atteint 21 256 personnes en juillet 2010, contre 20 830 un an plus tôt.

Tableau 1.10:

Croissance annuelle (en %) de l'emploi* et du 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»	Taux de chômage «large» ajusté des variations saisonnières
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%	6,1%
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%	6,3%
2007	4,6	0,5	4,4	7,9	2,3	2,3	4,4%	4,4%	6,1%	6,1%
2008	5,0	2,4	4,8	7,2	3,2	3,2	4,4%	4,4%	5,7%	5,7%
2009	1,2	1,5	1,2	1,1	1,3	2,7	5,7%	5,7%	7,0%	7,0%
2009T1	2,7	0,8	2,6	3,5	2,0	3,2	5,6%	5,2%	6,8%	6,9%
2009T2	1,5	1,4	1,5	1,6	1,4	2,9	5,4%	5,7%	6,7%	6,9%
2009T3	0,3	1,7	0,4	-0,2	0,9	2,4	5,6%	5,8%	6,9%	7,2%
2009T4	0,2	1,9	0,3	-0,4	0,8	2,3	6,1%	6,0%	7,5%	7,4%
2010T1	0,7	3,3	0,8	0,3	1,2	2,1	6,3%	6,0%	7,8%	7,5%
2010T2	1,7	2,6	1,8	1,8	1,8	2,2	5,7%	6,0%	7,4%	7,6%
jan.-10	0,3	3,2	0,4	-0,2	0,9	1,9	6,4%	5,9%	7,8%	7,4%
fév.-10	0,7	3,4	0,9	0,4	1,2	2,1	6,4%	6,0%	7,9%	7,5%
mars-10	1,0	3,2	1,2	0,8	1,5	2,2	6,2%	6,0%	7,7%	7,5%
avr.-10	1,5	2,8	1,6	1,4	1,7	2,2	5,9%	6,0%	7,5%	7,6%
mai-10	1,7	2,4	1,8	1,7	1,8	2,1	5,6%	6,0%	7,3%	7,6%
juin-10	2,0	2,5	2,0	2,2	1,9	2,2	5,7%	6,1%	7,3%	7,6%
juil.-10	2,3	2,0	2,3	2,7	2,0	2,2	5,7%	6,1%	7,4%	7,7%

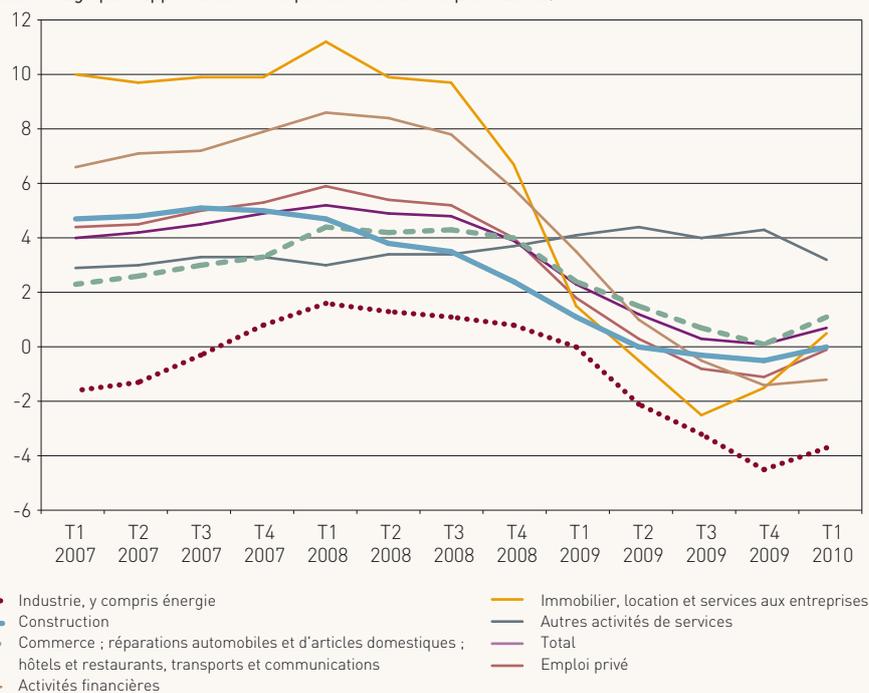
* Les données concernant l'emploi de mai à juillet 2010 sont des estimations

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

Graphique 1.21

Variation annuelle de l'emploi selon les secteurs

(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)



Source : Statec

Au niveau sectoriel, comme énoncé lors des plus récentes publications, la récente crise s'est distinguée des phases précédentes de faible activité économique par une baisse simultanée et généralisée de l'emploi à travers la quasi-totalité des secteurs, à l'exception des « autres activités de services ». Les comptes nationaux dressent cependant une image plus contrastée de l'emploi au sein des principales branches d'activité en ce début d'année 2010. Tandis qu'en comparaison annuelle l'emploi total ne diminue pas, l'emploi dans le secteur « privé » a enregistré un léger recul, de -0,1%, par rapport à la même période de l'année précédente. Le secteur des « autres activités de services », qui comprend notamment les services d'Administration publique, a continué à jouer le rôle de principal moteur de croissance de l'emploi depuis la généralisation de la crise

(+3,2% par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente). Du côté du secteur « privé », alors que l'industrie et le secteur financier ont à nouveau enregistré des pertes d'emploi (respectivement -3,7% et -1,2%), l'emploi dans le secteur « immobilier, location et services aux entreprises » a quant à lui renoué avec la croissance (0,5%).

Au premier trimestre 2010 et en comparaison avec le trimestre précédent, seuls les secteurs de « l'industrie » et de la « construction » ont connu une baisse sensible de l'emploi par rapport au trimestre précédent, avec respectivement -0,3% et -1,0%. Toutefois, il convient de noter qu'en glissement trimestriel, la baisse de l'emploi dans l'industrie a connu une nette décélération depuis le troisième trimestre 2009. De même, la baisse de l'emploi constatée dans la construction pourrait en partie être imputable aux conditions climatiques particulièrement mauvaises en ce début d'année 2010.

Du côté des composantes, l'emploi frontalier, qui s'est fortement détérioré suite à la crise, a renoué avec la croissance et cette dernière s'est même accélérée au cours des derniers mois, atteignant 2,7% en juillet 2010 selon les plus récentes estimations. D'autre part, l'emploi national, moins pénalisé par la crise, a vu sa progression annuelle s'accélérer de 0,9% à 2,0% de janvier à juillet 2010. Alors que depuis juin 2009, en glissement annuel, l'emploi national progressait systématiquement plus rapidement que l'emploi frontalier, cette situation s'est inversée au cours des deux derniers mois durant lesquels, selon les dernières estimations, l'emploi des non-résidents devrait croître davantage que l'emploi national. Par ailleurs, la part des frontaliers dans les créations nettes d'emplois s'est fortement détériorée suite à la crise, ce qui contraste avec les années précédentes. De fait, « seulement » 49% des emplois nouvellement créés (en net) entre juillet 2009 et juillet 2010 ont été occupés par des frontaliers. La valeur correspondante observée était de 58% avant la généralisation de la crise entre septembre 2007 et septembre 2008 et de 69% en moyenne sur l'année 2007. Ces chiffres témoignent de la moindre résilience de l'emploi frontalier face à la récente crise. Néanmoins, la part des frontaliers dans les créations nettes d'emplois s'est considérablement accrue au cours des derniers mois.

Le redressement de la situation sur le marché du travail et notamment de l'emploi frontalier est également perceptible du côté de l'emploi intérimaire. Les non-résidents étant surreprésentés dans l'intérimaire (ils ont en moyenne représenté près de 77% du nombre total d'intérimaires en 2009), le recul dramatique de l'emploi intérimaire suite à la crise ne s'est guère répercuté sur le chômage officiel des résidents mais a fortement contribué au recul de l'emploi frontalier. Or, depuis quelques mois, l'emploi intérimaire semble être à nouveau sur une voie ascendante. De fait, après avoir subi un recul d'environ 26% entre 2008 et 2009, l'emploi intérimaire n'a cessé d'augmenter depuis décembre 2009. Entre janvier et avril 2010, le nombre d'intérimaires a ainsi augmenté de 29,7%, ce qui équivaut à 1632 personnes¹¹.

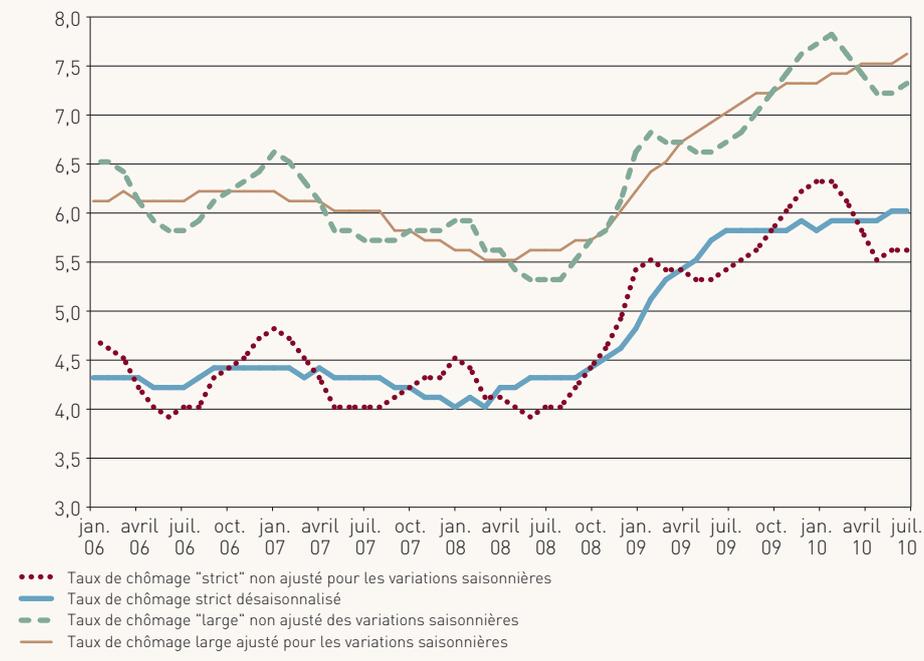
2.6.2 Le chômage

Alors que l'année 2009 s'était caractérisée par une évolution largement négative, les sept premiers mois de 2010 annoncent une certaine stabilisation sur le front du chômage. En effet, alors que le taux de chômage « strict » non-ajusté pour les variations saisonnières a atteint 5,7% en juillet 2010, soit le même niveau que le mois précédent, il a enregistré une baisse de près de 0,7 p.p. par rapport au début de l'année 2010. Le nombre de personnes au chômage s'est établi à 13 639 en juillet 2010, en retrait de 10% par rapport au pic enregistré en février 2010 (15 222 chômeurs). Comparé à la même période de l'année précédente, cela revient toutefois à une hausse de près de 6,7%, soit l'équivalent de 852 personnes. De même, entre juin et juillet 2010, 162 personnes supplémentaires se sont retrouvées sans emploi.

¹¹ Alors qu'au mois d'avril 2010, près de 7 129 personnes travaillaient en tant qu'intérimaires au Luxembourg, le nombre d'intérimaires n'atteignait que les 5 497 personnes en janvier 2010.

Graphique 1.22

Taux de chômage « strict » et taux de chômage « large »



Sources : ADEM, IGSS, Statec

De son côté, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé, qui s'est stabilisé autour des 5,9% à 6,0% sur la période allant de juillet 2009 à mai 2010, a légèrement augmenté et s'est établi à 6,1% en juin et juillet 2010. Malgré cette récente hausse, le taux de chômage augmente de façon bien plus modérée depuis juillet 2009, ce qui témoigne d'une certaine stabilisation de la situation de fond.

Comme évoqué dans notre rapport annuel 2009, cette stabilisation du taux de chômage pourrait en partie s'expliquer par la baisse de l'immigration nette ainsi que par le léger recul du taux de participation en 2009. De même, en proie à un effet de découragement, certains chômeurs, notamment les chômeurs de longue durée dont le nombre a atteint des pics historiques au cours des derniers mois (cf. ci-après), peuvent avoir décidé de ne plus s'inscrire à l'ADEM, ce qui induit mécaniquement une baisse du nombre de demandeurs d'emploi. Un facteur additionnel pouvant contribuer à l'explication de la stagnation du taux de chômage, dont le poids s'est considérablement accru au cours des derniers mois, se réfère aux différentes « mesures pour l'emploi », destinées à soutenir l'insertion dans le marché du travail « primaire ».

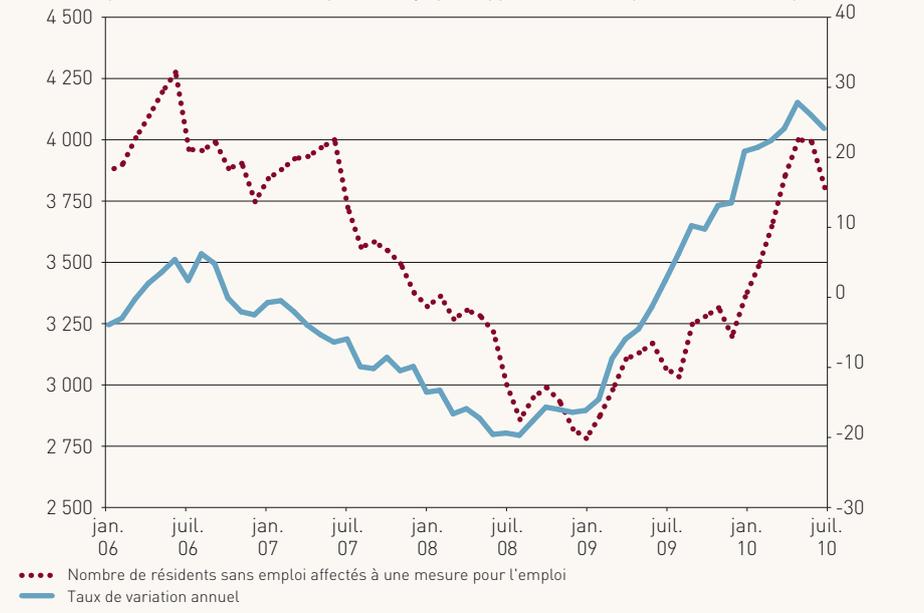
Comme le témoigne le graphique 1.23, bien que le nombre de personnes affectées à des mesures pour l'emploi connaisse une tendance haussière depuis janvier 2009, cette croissance s'est considérablement accélérée depuis décembre 2009. De fait, entre décembre 2009 et juillet 2010, le

nombre de personnes affectées à une mesure pour l'emploi a augmenté de 18,9%, ce qui équivaut à environ 600 personnes. Notons que le nombre de personnes affectées à des mesures de soutien a légèrement diminué en juin et surtout en juillet 2010, probablement en raison d'un effet saisonnier. La hausse

Graphique 1.23

Mesures pour l'emploi

(nombre de personnes et variation en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)



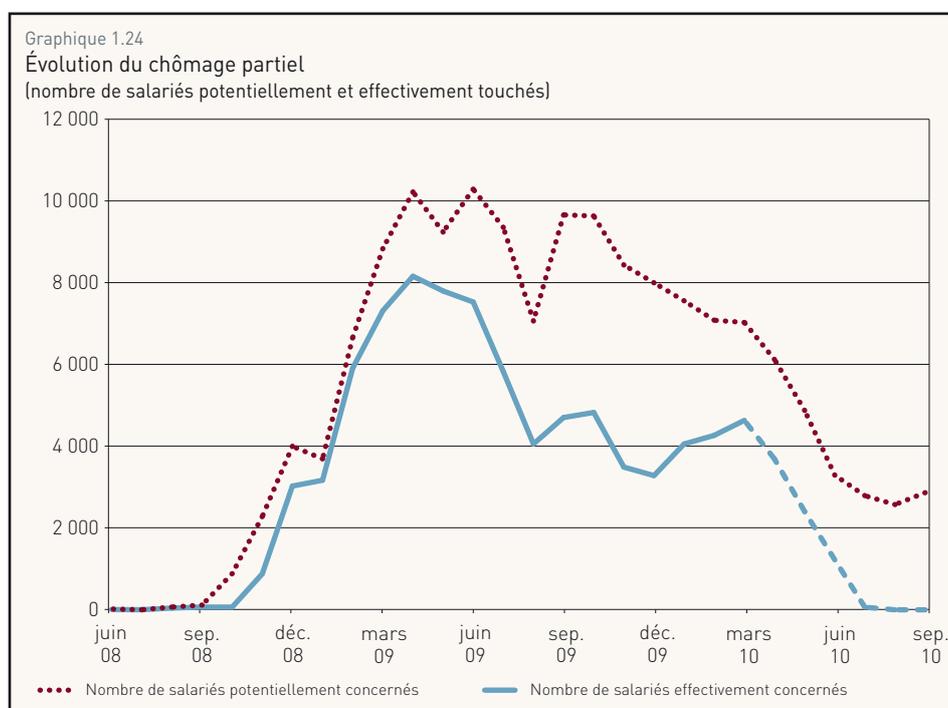
Source : ADEM

spectaculaire du nombre de personnes affectées à des mesures de soutien depuis décembre 2009 est également perceptible du côté du taux de chômage au sens «large». En effet, entre décembre 2009 et juillet 2010, le taux de chômage «large» désaisonnalisé a augmenté de 0,3 p.p., pour s'établir à 7,7% au mois de juillet 2010. L'évolution du nombre de mesures pour l'emploi, incluses dans le chômage au sens «large», induit mécaniquement un effet sur le taux de chômage «strict», contribuant dans le cas présent à expliquer la stagnation enregistrée par ce dernier depuis quelques mois.

Par ailleurs, il convient de souligner le fait que les travailleurs frontaliers, qui ont été particulièrement touchés par la crise, ayant perdu leur emploi ne sont pas répertoriés en tant que chômeurs au Luxembourg et n'alimentent donc pas les chiffres officiels du taux de chômage. L'amélioration de l'emploi frontalier constatée au cours des derniers mois est perceptible dans les chiffres relatifs au nombre d'attestations E301 délivrées par l'ADEM, à savoir le seul indicateur disponible, certes imparfait, des pertes d'emploi de non-résidents¹². Or, bien qu'évoluant encore à des niveaux élevés, le nombre de formulaires délivrés par l'ADEM a enregistré une diminution entre février et mai 2010, a augmenté légèrement en juin 2010 et a à nouveau baissé par la suite¹³. En juillet 2010, 1 181 attestations ont été délivrées par l'ADEM, ce qui représente le chiffre le plus faible atteint depuis septembre 2008.

Malgré la forte hausse du taux de chômage enregistrée depuis le début de la crise, celle-ci a en partie été atténuée par le recours massif au dispositif de chômage partiel. Après avoir atteint des pics historiques respectivement en avril et en juin 2009¹⁴, le nombre de salariés effectivement et potentiellement affectés par une mesure de chômage partiel est en constante baisse depuis novembre 2009, avec toutefois une légère hausse du nombre de salariés potentiellement touchés (l'autre ne semble pas augmenter en septembre) pour

le mois de septembre 2010, où ce nombre est passé à 2 865 après 2 574 le mois précédent. Le nombre d'autorisations introduites par les entreprises a quant à lui diminué, en passant de 139 en octobre et novembre 2009 à 53 pour le mois de septembre 2010. De surcroît, l'écart important entre d'une part la dépense maximale prévisible calculée au préalable sur base des demandes introduites par les entreprises et d'autre part la dépense mensuelle effective du fonds pour l'emploi témoigne d'une certaine



Sources : ADEM, Comité de conjoncture

Remarque : les données en pointillé correspondent à des données provisoires. Cependant, une révision ne pourra se faire qu'à la hausse.

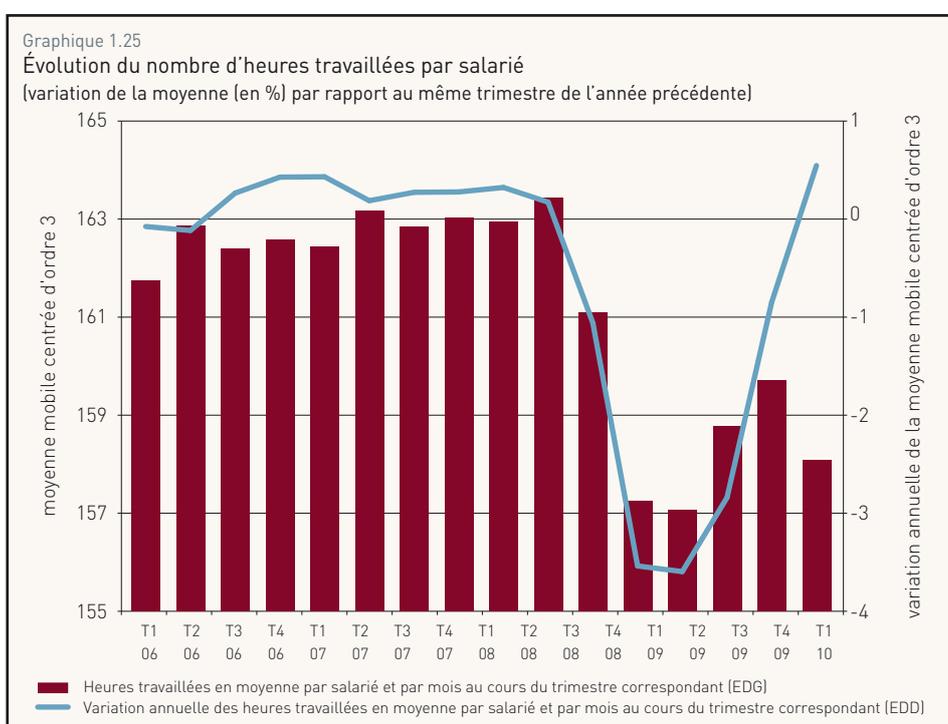
12 Le formulaire E301 correspond à un document que tout frontalier devenu chômeur doit demander auprès de l'ADEM afin de pouvoir bénéficier des allocations de chômage dans son pays d'origine.

13 En février, l'ADEM a délivré 2 119 formulaires E301. Ce nombre a baissé à 1 246 au mois de mai 2010, a augmenté à 1 370 en juin 2010, pour redescendre à 1 181 au mois de juillet 2010.

14 Le nombre de personnes effectivement touchées par le chômage partiel a atteint son niveau le plus élevé en avril 2009, soit l'équivalent de 8 159 salariés. Le nombre de personnes potentiellement touchées a atteint son pic en juin 2009, soit l'équivalent de 10 290 salariés.

amélioration de la situation des entreprises. Celles-ci renoncent en effet à utiliser complètement ces autorisations. Il convient par ailleurs de souligner que le dispositif du chômage partiel n'a pas permis d'éviter des pertes d'emplois durables dans certains secteurs et l'industrie en particulier.

L'analyse des demandes d'autorisations introduites par les entreprises montre qu'en septembre 2010, ces demandes proviennent essentiellement de l'industrie manufacturière (dont fait partie l'industrie automobile) et dans une moindre mesure du secteur du commerce, des services connexes au secteur financier (services comptables, juridiques, de gestion, services d'architecture, etc.) et du secteur «transport et entreposage». Il convient de noter que, bien que le nombre de demandes introduites par les entreprises ait diminué dans l'ensemble des branches de production, cette diminution a été particulièrement importante dans les secteurs énumérés ci-dessus.



Source : IGSS

Dans un premier temps, la chute de l'activité a pu être en partie absorbée par une réduction de la durée du travail (en particulier par la réduction des heures supplémentaires ou encore par un recours nettement accru au chômage partiel) retardant ainsi les destructions d'emplois. Selon la base de données mensuelle de l'IGSS, après avoir subi une baisse temporaire au cours du premier semestre 2009, le nombre d'heures travaillées n'a cependant cessé d'augmenter par la suite. Au cours du premier trimestre 2010, bien qu'en termes relatifs et en glissement annuel, le nombre d'heures mensuelles travaillées par salarié¹⁵ augmente légèrement, en termes absolus une légère baisse est survenue en ce début d'année. Ce même phénomène est visible du côté du chômage partiel, avec une

hausse du nombre de salariés effectivement affectés par le chômage partiel au cours du premier trimestre 2010. Toutefois, ces chiffres sont à prendre avec une extrême précaution. D'une part, l'introduction du Statut Unique en janvier 2009 a entraîné une rupture de série en 2009, rendant les données difficilement comparables à celles des années précédentes¹⁶. De plus, la couverture statistique du deuxième trimestre 2010 demeurant incomplète, il est très probable que les données relatives aux heures travaillées fassent l'objet de révisions lors des prochaines publications¹⁷.

15 Les salariés incluent le salarié selon la définition du statut unique (ouvriers et employés) ainsi que les fonctionnaires d'Etat, fonctionnaires communaux et fonctionnaires CFL.

16 L'introduction du Statut Unique en janvier 2009 a entraîné des changements au sein des fichiers administratifs de l'IGSS avec l'introduction de nouvelles variables et la modification de la définition d'anciennes variables. En conséquence, il est difficile de comparer les données à partir du 1^{er} janvier 2009 à celles des années précédentes. Pour plus de détails, il convient de se référer au Rapport Annuel 2009 de la BCL.

17 Les données relatives au premier trimestre 2010 sur le graphique rapportant l'évolution des heures travaillées constituent une moyenne trimestrielle mobile, centrée d'ordre 3. Plus précisément, il s'agit de la moyenne mobile des heures travaillées au cours du dernier trimestre 2009, du premier trimestre 2010 et du deuxième trimestre 2010. Or, à cette date, la couverture statistique du deuxième trimestre demeurant incomplète, la moyenne mobile relative au premier trimestre 2010 sera très probablement révisée ultérieurement.

Une analyse plus détaillée révèle que le « noyau dur » du chômage a particulièrement pâti de l'orientation défavorable empruntée par le marché de l'emploi depuis la généralisation de la crise. Toutefois, cette analyse révèle également que l'origine du chômage au Luxembourg n'est pas exclusivement de nature conjoncturelle et qu'un certain nombre de chômeurs risquent de ne pas bénéficier d'une éventuelle reprise de l'emploi.

Tout d'abord, bien que la ventilation des chômeurs selon leur ancienneté soit influencée par les flux d'inscriptions mensuels, eux-mêmes étroitement liés à la situation macroéconomique, la hausse du chômage de longue durée ne peut être exclusivement attribuée à la récente crise. En effet, la proportion des chômeurs de longue durée n'a cessé d'augmenter depuis 2003¹⁸, atteignant des niveaux historiques au cours des derniers mois et touchant en grande partie les travailleurs les plus âgés et les travailleurs disposant d'un niveau de qualification inférieur¹⁹. En juillet 2010, près de 40,6 % des demandeurs d'emploi inscrits à l'ADEM (5 542 des 13 639 personnes inscrites) ont une ancienneté d'inscription supérieure à 12 mois. Comparée au même mois de l'année précédente, l'importance de cette population est en hausse de 7,6 points de pourcentage. De même, en juillet 2010, la part des demandeurs d'emploi inscrits depuis moins d'un mois représente environ 9,7 % des chômeurs, en baisse de 1,7 point de pourcentage par rapport à juillet 2009²⁰. Depuis juillet 2008, donc juste avant la généralisation de la crise financière, alors que le nombre de chômeurs inscrits depuis moins de 12 mois a augmenté de 39,4 % (soit 2 280 personnes), le nombre de chômeurs de longue durée a enregistré une hausse de 60,1 % (soit 2 081 personnes).

Par ailleurs, bien que les personnes disposant d'une formation supérieure aient été relativement plus touchées par la crise, en valeur absolue, le nombre de chômeurs possédant un niveau de qualification inférieur a progressé d'environ un tiers en l'espace de deux ans. Ainsi, entre juillet 2008 et juillet 2010, alors que le nombre de chômeurs de qualification supérieure a quasiment doublé (+92,9 %, représentant 1 007 personnes), le nombre de chômeurs de niveau de qualification inférieur a augmenté de 35,1 % (soit l'équivalent de 1 709 personnes). Bien que la part des chômeurs peu qualifiés dans la population au chômage ne se soit pas accrue suite à la crise, il est à craindre qu'une reprise de l'emploi bénéficie majoritairement et en premier lieu aux chômeurs de qualification supérieure. En effet, des facteurs tels que la dépréciation du capital humain occasionnée lors d'une longue période de chômage, la concurrence avec les personnes à la recherche d'un emploi dans les pays limitrophes ou encore les pertes d'emplois durables dans des secteurs nécessitant des travailleurs peu qualifiés, constituent des facteurs susceptibles de réduire la probabilité pour les chômeurs peu qualifiés de retrouver un emploi en dépit de la reprise de la conjoncture.

Malgré ces évolutions négatives, des signes de reprises se sont manifestés au cours des derniers mois, alimentant l'espoir d'un redressement graduel du marché de l'emploi. De fait, bien que le nombre de demandes d'emploi non satisfaites reste extrêmement élevé, une certaine stabilisation s'est manifestée au cours des derniers mois. Par ailleurs, après le creux atteint en juillet 2009, les offres d'emploi non satisfaites évoluent de nouveau positivement (en glissement) depuis mars 2010 indiquant une recrudescence des embauches de la part des entreprises.

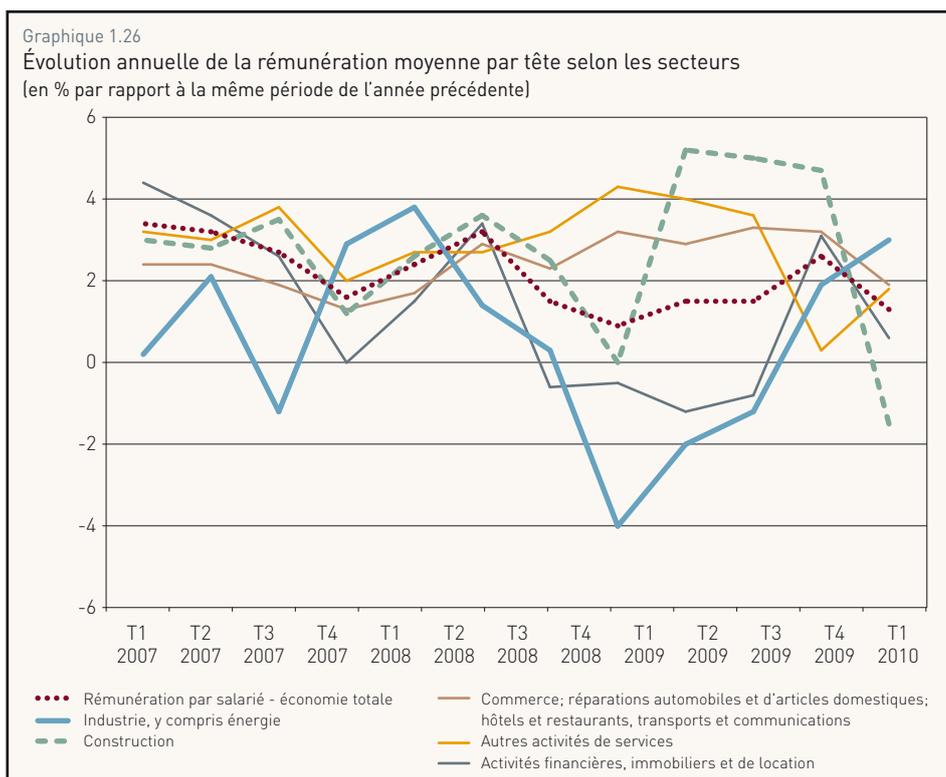
18 L'année 2009 constitue une exception étant donné qu'en moyenne annuelle, la part des chômeurs de longue durée dans le total des chômeurs (32,3 %) a légèrement baissé par rapport à 2008 (35,4 %) en raison des flux mensuels importants de chômeurs nouvellement inscrits auprès de l'ADEM suite à la crise.

19 Au mois de juillet 2010, 62,4 % des chômeurs âgés de plus de 51 ans sont au chômage depuis plus de 12 mois. De même, selon les données disponibles au 31 décembre 2009, alors que 41,7 % des chômeurs disposant d'un niveau de formation inférieur sont des chômeurs de longue durée, cette proportion est « seulement » de 18,9 % pour les chômeurs possédant une qualification supérieure.

20 La baisse de la proportion de cette population dans le nombre total de chômeurs est due à l'amélioration de la situation sur le marché du travail et à la baisse du flux mensuel de chômeurs nouvellement inscrits à l'ADEM.

2.6.3 Les coûts salariaux

Après avoir subi l'impact de la crise et s'être sensiblement décélérée au cours du premier trimestre 2009, la croissance de la rémunération par tête s'est accélérée jusqu'à la fin de l'année dernière, probablement sous l'effet déterminant de l'indexation automatique des salaires intervenue en mars 2009. Par la suite, la rémunération par tête – tous secteurs confondus – a connu une décélération au cours du premier trimestre 2010.



Source : Statec

Par rapport à la même période de l'année précédente, le coût salarial moyen a connu une accélération dans l'industrie et le secteur financier au cours du premier trimestre 2010. Il convient de rappeler à cet effet que la baisse des rémunérations enregistrée dans ces deux secteurs pendant une grande partie de l'année 2009 était en partie attribuable à la réduction du temps de travail (par le biais d'une réduction des heures supplémentaires ou le recours au chômage partiel) ainsi qu'à une baisse des gratifications et primes distribuées dans le secteur financier. La baisse de la rémunération par salarié enregistrée dans le secteur de la « construction » au premier trimestre 2010 est en ligne avec la baisse des heures travaillées dans ce secteur en raison des conditions climatiques.

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 1,8% au premier trimestre 2010, en accélération par rapport à la même période de l'année précédente (0,9%). Cette dynamique demeure cependant largement en retrait de celle observée avant la généralisation de la crise. Cette relative modération salariale peut en partie s'expliquer, d'une part, par le renouvellement de certaines conventions collectives dans le secteur privé et d'autre part par l'accord salarial prévoyant le statu quo de l'indice de base des traitements dans le secteur public en 2010. Cette évolution du coût salarial moyen est cependant susceptible de s'accélérer au cours des mois à venir, sous les effets conjugués de l'indexation automatique des salaires intervenue en juillet 2010 et de l'éventuel ajustement du salaire social minimum début 2011.

Selon les chiffres les plus récents de la comptabilité nationale, le coût salarial unitaire (réel) aurait baissé de 3,1% sur base annuelle au premier trimestre 2010. Ce recul doit être interprété – et fortement relativisé – dans le contexte de la récession enregistrée en 2009 qui avait porté en peu de temps les CSU à des niveaux particulièrement élevés (avec des augmentations en glissement annuel de 10,1% en T1 2009 et de 11,3% en T2 2009) et bien au-delà de leur moyenne des années précédant la crise.

2.7 LE SECTEUR FINANCIER

Entre juin 2009 et juin 2010, le secteur financier luxembourgeois a connu des évolutions très contrastées. En effet, face à la hausse de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif, on note une détérioration de la situation des banques et des organismes de placement collectif monétaires.

Concernant le secteur bancaire, le volume des activités est en baisse, avec une somme des bilans qui s'est contractée de 4,3% sur un an. Les crédits accordés, tout comme les dépôts, ont diminué sur la même période. Le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 17,5%. Par ailleurs, une perte nette de 479 emplois dans le secteur a été enregistrée.

En mars 2009, les marchés financiers se sont réorientés à la hausse, après la crise de 2008, donnant lieu à une forte reprise de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif. Ainsi, entre juin 2009 et juin 2010, la hausse de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif est de 23,3%. Cette reprise des marchés financiers a également permis aux établissements de crédit de diminuer leurs constitutions nettes de provisions et d'augmenter leurs revenus nets hors intérêts.

Toutefois, le second trimestre 2010 s'est caractérisé par une baisse des indices boursiers. Il y a donc eu des évolutions notables entre mars et juin 2010, tant pour les organismes de placement collectif que pour les établissements de crédit.

2.7.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit

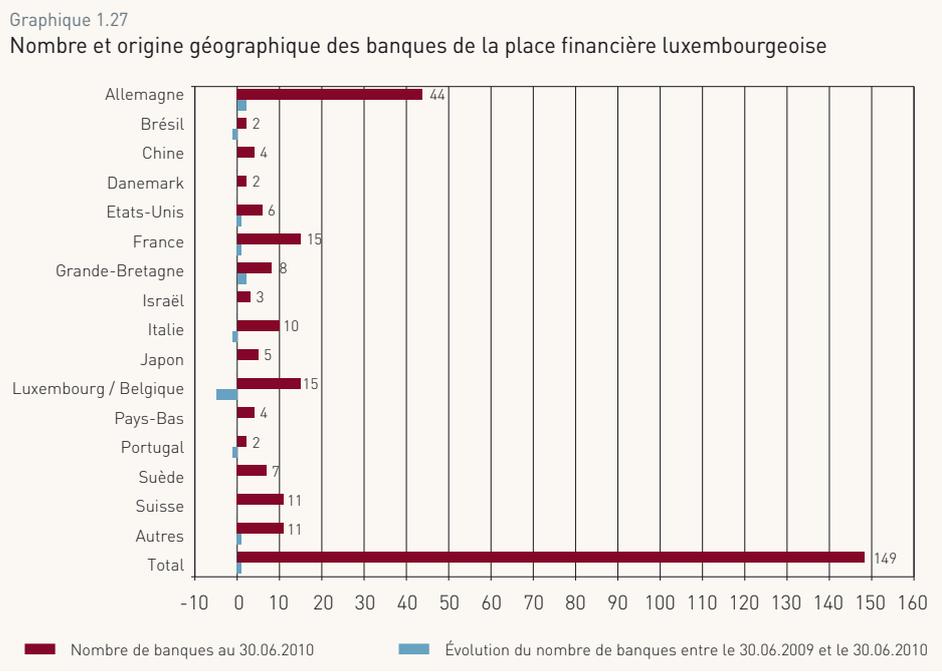
Le premier semestre 2010 a été caractérisé par deux constitutions et deux fusions, maintenant le nombre d'établissements de crédit stable à 149 unités entre fin décembre 2009 et fin juin 2010.

Tableau 1.11:
L'évolution du nombre des établissements de crédit

Banque	Constitution	Retrait	Remarques
Keytrade Bank Luxembourg S.A.	06.01.2010		
Dresdner Bank Luxembourg S.A.		01.04.2010	Fusion avec la Commerzbank International S.A.
AndBanc Luxembourg S.A.	14.04.2010		
Sanpaolo Bank S.A.		18.05.2010	Fusion avec la State Street Bank Luxembourg S.A.

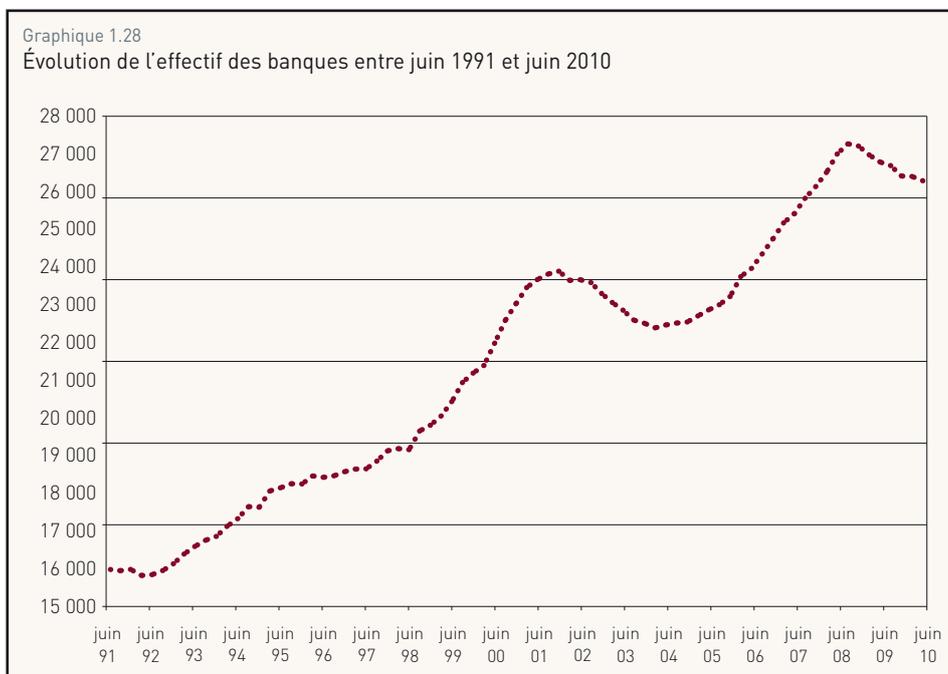
Source: BCL

Les deux fusions observées montrent que le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire se poursuit. En ce qui concerne la répartition géographique des banques, avec 44 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, on dénombre 15 banques luxembourgeoises et belges, 15 banques françaises, 11 suisses et 10 italiennes.



Source : CSSF

2.7.2 L'emploi dans les banques



Source : BCL

Le secteur bancaire luxembourgeois, qui était créateur net d'emplois depuis la fin du premier semestre 2004, a vu ses effectifs reculer de 3,6% entre septembre 2008 et juin 2010, soit une perte de 979 emplois.

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

Au 30 juin 2010, 26 290 personnes occupent un emploi bancaire au Luxembourg, contre 26 787 un an auparavant, soit 497 employés de moins. Par ailleurs, il y a une banque de plus en juin 2010 qu'en juin 2009.

Au cours du premier trimestre 2010, la baisse des effectifs avait semblé se stabiliser, puisqu'elle était de 0,04 %, soit 14 employés de moins qu'en décembre 2009. Cependant, cette tendance ne s'est pas confirmée au cours du deuxième trimestre, la diminution des effectifs étant de 0,4 %, soit 114 emplois perdus.

2.7.3 Le bilan des établissements de crédit

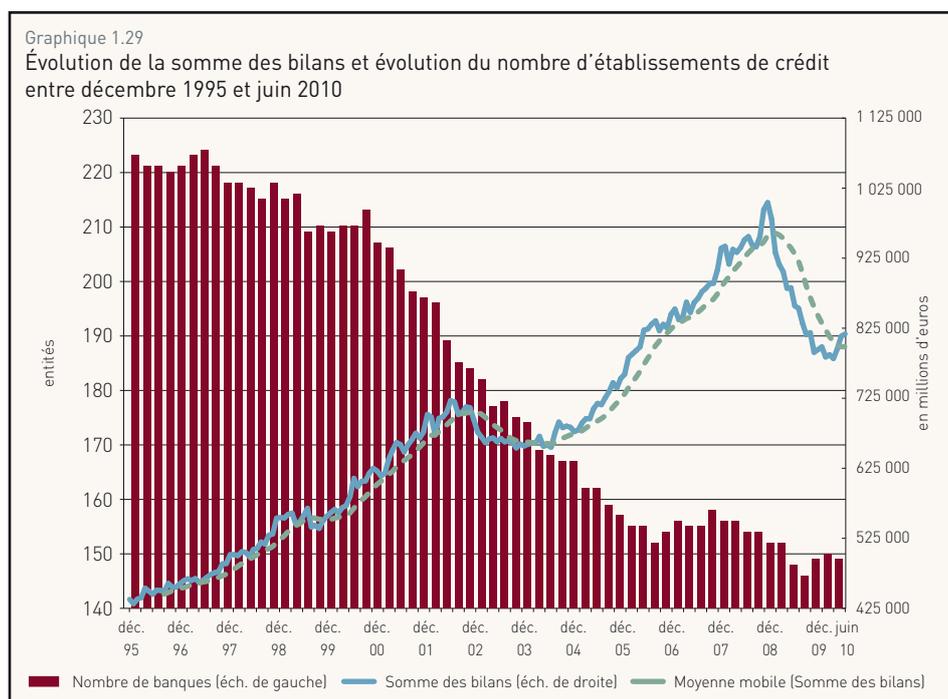
Le graphique 1.29, qui reprend en rouge l'évolution de la somme des bilans des banques, montre un recul du volume des activités au cours des années 2002 et 2003, puis une hausse entre fin 2004 et octobre 2008, suivie d'une baisse jusqu'en mars 2010. On aperçoit également que les mois d'avril à juin 2010 se sont caractérisés par une légère hausse de la somme des bilans.

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

Actif

Entre le mois de juin 2009 et le mois de juin 2010, la somme des bilans des établissements de crédit s'est contractée de 4,3 %, passant de 852 416 à 815 907 millions d'euros.

L'actif des banques a progressé de 4,5 % entre mars et juin 2010. Cependant, cette évolution à la hausse ne s'est pas confirmée en juillet 2010, puisque la somme des bilans des banques a diminué de 34 940 millions d'euro, pour atteindre 780 967 millions d'euros.



Source : BCL

La baisse du bilan des banques, entre juin 2009 et juin 2010, provient notamment de la diminution des créances interbancaires, c'est-à-dire des crédits accordés à d'autres établissements de crédits. Ces créances sont en baisse de 4,7 %. Ce chiffre est toutefois à mettre en relation avec la forte baisse de 20,6 % au cours de l'année 2009.

Les créances interbancaires ont augmenté de 8,6 %, au cours du deuxième trimestre 2010, par rapport au premier trimestre de l'année, contribuant à la hausse du bilan des banques. Puis, entre les mois de juin et juillet 2010, les créances interbancaires ont diminué de 7,7 %, pour atteindre 355 830 millions d'euros.

La diminution de 4,6 % des créances sur la clientèle entre le premier semestre 2009 et le premier semestre 2010 a également contribué à la baisse de l'actif bilantaire des banques. Ce sont les crédits accordés à la clientèle résidant en dehors du Luxembourg qui ont diminué, et non les crédits à la clientèle résidente, qui sont eux en hausse de 2,1 % sur la période (voir le développement sur les crédits). En juin, les créances sur la clientèle représentent 23,9 % de l'actif des établissements de crédit.

La valeur du portefeuille-titres des banques a baissé de 12 147 millions d'euros (moins 5,5%), entre juin 2009 et juin 2010, pour atteindre un encours de 208 901 millions d'euros. Le portefeuille-titres des banques est investi à 91% en valeurs mobilières à revenus fixes. Ces valeurs mobilières à revenus fixes se décomposent ainsi : 45% sont des obligations émises par les établissements de crédit, 29,5% sont des obligations émises par le secteur public et 25,5% sont des obligations émises par d'autres secteurs. Les 9% restants sont des valeurs mobilières à revenus variables (actions et participations). Notons finalement que fin juillet 2010, 5,4% des titres de créance sont placés dans le portefeuille de titres détenus jusqu'à leur échéance, alors que fin juillet 2009 ce pourcentage s'élevait à 4,6%.

L'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, est le seul poste de l'actif du bilan des banques qui a connu une évolution positive entre juin 2009 et juin 2010, passant de 25 475 à 29 144 millions d'euros. La vente de produits dérivés par les banques est relativement contra cyclique. En effet, un contexte d'incertitude sur les marchés financiers incite les investisseurs à se protéger contre les risques et donc à acquérir des produits dérivés ayant pour objet cette protection. Le poids relatif des autres actifs reste cependant modeste, ils représentent 3,6% du total de l'actif des établissements de crédit.

Tableau 1.12:

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

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 2010/06
	2009/06	2010/03	2010/06	2009/06 – 2010/06		2010/03 – 2010/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	401 882	352 719	383 169	-18 713	-4,7	30 450	8,6	47,0
Créances sur la clientèle	204 011	189 227	194 693	-9 318	-4,6	5 466	2,9	23,9
Portefeuille titres	221 048	218 807	208 901	-12 147	-5,5	-9 906	-4,5	25,6
Autres actifs	25 475	20 156	29 144	3 669	14,4	8 989	44,6	3,6
Total de l'actif	852 416	780 908	815 907	-36 509	-4,3	34 999	4,5	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Passif

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

Entre juin 2009 et juin 2010, les encours de dettes interbancaires ont diminué de 37 904 millions d'euros (soit de 9,2%), atteignant ainsi 374 352 millions d'euros. Cependant, entre le premier et le deuxième trimestre 2010, les dettes interbancaires ont augmenté de 23 421 millions d'euros (6,7%), passant de 350 931 à 374 352 millions d'euros.

Les positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg, qui a réduit son apport de liquidités aux banques au début de l'année 2010. Les dépôts interbancaires représentent près de la moitié (45,9%) du passif du bilan des banques.

Les dettes envers la clientèle non bancaire ont diminué de 11 000 millions d'euros (soit de 3,9%) entre juin 2009 et juin 2010, pour atteindre 268 510 millions d'euros. La diminution des dépôts de la clientèle non bancaire est peu due à la clientèle résidant au Luxembourg mais essentiellement due à la clientèle étrangère (voir le développement sur les dépôts). Le refinancement des banques reste cependant toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle non bancaire, qui représentent un poids relatif de 32,9% de la somme du passif au 30 juin 2010.

Entre juin 2009 et juin 2010, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une hausse de 3,4 % (2 716 millions d'euros), mais demeure volatil. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, les positions en titres faisant l'objet de fluctuations dues à la valorisation comptable des titres. De plus, avec un encours de 82 818 millions d'euros au 30 juin 2010, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (10,2 % de la somme du passif).

Au 30 juin 2010, 90 227 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 depuis janvier 2008. Les autres passifs sont en hausse de 12 % entre les mois de juin 2009 et juin 2010.

Tableau 1.13:
Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 2010/06
	2009/06	2010/03	2010/06	2009/06 – 2010/06		2010/03 – 2010/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	412 257	350 931	374 352	-37 904	-9,2	23 421	6,7	45,9
Dettes envers la clientèle	279 510	266 289	268 510	-11 000	-3,9	2 221	0,8	32,9
Dettes représentées par un titre	80 102	83 230	82 818	2 716	3,4	-412	-0,5	10,2
Autres passifs	80 547	80 458	90 227	9 679	12,0	9 769	12,1	11,1
Total du passif	852 416	780 908	815 907	-36 509	-4,3	34 999	4,5	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

2.7.4 Les crédits à la clientèle non bancaire

A la fin du premier semestre 2010, l'encours total de crédits envers la clientèle non bancaire s'élève à 194 693 millions d'euros, en baisse de 9 318 millions d'euros (soit de 4,6 %) par rapport à la même date de l'année précédente. Néanmoins, de mars à juin 2010, l'encours de crédits a augmenté de 5 466 millions d'euros, soit 2,9 %.

Globalement, entre juin 2009 et juin 2010, les crédits accordés à la clientèle non bancaire résidant au Luxembourg ont augmenté, tandis que ceux accordés à la clientèle des autres Etats membres de la zone euro et du reste du monde ont baissé.

Les crédits accordés aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non bancaire résidant au Luxembourg s'élèvent à 68 204 millions d'euros au 30 juin 2010, contre 66 784 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une hausse de 2,1 %. Cette hausse est notamment due à une augmentation de la demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers, qui représentent 47,7 % de l'ensemble des crédits accordés aux résidents.

Les organismes de placement collectif (OPC) constituent la composante la plus importante des autres intermédiaires financiers au Luxembourg. L'évolution de la demande de crédits bancaires en provenance des OPC est fortement marquée par l'évolution des marchés financiers. En effet, en 2008, face à l'amplification de la crise économique, l'aversion au risque des investisseurs s'est accrue. Il en a résulté un recours massif au remboursement des parts d'OPC. Pour faire face à ces demandes de rachats, les OPC ont fait appel au crédit bancaire. Ce dernier a épargné aux OPC la vente de titres au cours d'une période où les valeurs boursières affichaient un recul très prononcé. Ainsi, le troisième trimestre 2008 s'était caractérisé par un pic sans précédent de 41 026 millions d'euros de crédits

accordés aux autres intermédiaires financiers. Puis, ces crédits ont affiché une nette tendance à la baisse, pour s'élever à 26 676 millions d'euros fin 2009. Il faut noter que les deux premiers trimestres de l'année 2010 ont été marqués par une hausse sensible des crédits bancaires accordés aux autres intermédiaires financiers (plus 5 830 millions d'euros entre décembre 2009 et juin 2010), illustrant le nouveau contexte de défiance sur les marchés financiers.

Avec un encours total de 19 602 millions d'euros au 30 juin 2010, les crédits aux ménages représentent 28,7% de l'ensemble des crédits au secteur non bancaire résident. Ces crédits ont affiché une progression de 7% (1 282 millions d'euros) entre fin juin 2009 et fin juin 2010 et sont toujours principalement orientés vers les besoins de financement de projets immobiliers.

Le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a diminué de 14% entre juin 2009 et juin 2010. Par ailleurs, entre le premier et le second trimestre 2010, ce volume de crédits a connu une baisse de 11,9%, alors que tous les crédits aux autres secteurs étaient en progression. Cette diminution peut s'expliquer par une baisse de la demande de crédits provenant des entreprises ainsi que par un resserrement des conditions d'octroi de prêts à ces dernières. Les encours de crédits accordés aux sociétés non financières représentent 13 389 millions d'euros au 30 juin 2010, soit 19,6% de l'ensemble des crédits accordés au secteur non bancaire résident.

Les administrations publiques, quant à elles, affichent un endettement bancaire de l'ordre de 2 433 millions d'euros au 30 juin 2010, en légère baisse de 1,2% par rapport à la même période de l'année précédente. Cette stabilité dans le recours au crédit bancaire s'explique par l'émission d'un emprunt de 2 milliards d'euros, en décembre 2008, qui a servi de variable d'ajustement pour les finances publiques.

On note encore que les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeurent très peu importants en volume (0,4% de l'ensemble des crédits au secteur non bancaire résident) et sont toujours extrêmement volatils, puisque ces crédits ont plus que doublé entre juin 2009 et juin 2010. Les encours sont de 274 millions d'euros au 30 juin 2010.

Tableau 1.14 :

Crédits accordés par les établissements de crédit par contreparties et durées initiales : Luxembourg
(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en%				Poids relatif ¹⁾
	2009/06	2010/03	2010/06	2009/06 – 2010/06		2010/03 – 2010/06		2010/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Total	66 784	65 273	68 204	1 420	2,1	2 931	4,5	100,0
Administrations publiques	2 461	2 415	2 433	-29	-1,2	18	0,8	3,6
Autres intermédiaires financiers	30 321	28 220	32 506	2 185	7,2	4 287	15,2	47,7
Sociétés d'assurances et fonds de pension	121	195	274	153	125,9	79	40,6	0,4
Sociétés non financières	15 560	15 206	13 389	-2 171	-14,0	-1 817	-11,9	19,6
Ménages & ISBLM	18 320	19 238	19 602	1 282	7,0	364	1,9	28,7
Crédits à la consommation	1 282	1 232	1 256	-26	-2,1	23	1,9	6,4
Crédits immobiliers	15 280	16 062	16 217	937	6,1	155	1,0	82,7
Autres crédits	1 758	1 944	2 129	371	21,1	185	9,5	10,9

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

Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

L'encours de crédits accordés aux résidents des autres pays membres de la zone euro est de 76 576 millions d'euros au 30 juin 2010, contre 85 143 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une diminution de 10,1 %, principalement due aux sociétés non financières. Le deuxième trimestre de 2010 a cependant affiché une légère hausse de 0,6 % des crédits accordés, par rapport au trimestre précédent.

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 dans l'ensemble des crédits s'élève à 56,9 % au 30 juin, avec un encours de 43 554 millions d'euros, contre 51 724 millions d'euros lors de l'année précédente. Tout comme pour les sociétés non financières basées à Luxembourg, cette diminution peut s'expliquer par une baisse de la demande de crédits, ainsi que par un resserrement des conditions d'octroi de prêts.

Les crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro sont eux en hausse de 10,2 %, entre juin 2009 et juin 2010. Ils représentent un poids relatif de 15,3 % dans l'ensemble des crédits accordés à la clientèle non bancaire en provenance des autres pays de la zone euro et un encours de 11 751 millions d'euros. Dans cette catégorie, les crédits à la consommation sont en forte baisse entre juin 2009 et juin 2010 (48,8 %), tandis que les crédits immobiliers progressent de 13 %. Cette évolution démontre la volonté des banques luxembourgeoises d'intervenir dans le financement de biens immobiliers situés dans la « Grande Région ».

Tableau 1.15 :

Crédits accordés par les établissements de crédit par contreparties et durées initiales :

Autres pays membres de la zone euro

(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2009/06	2010/03	2010/06	2009/06 – 2010/06		2010/03 – 2010/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Total	85 143	76 149	76 576	-8 567	-10,1	427	0,6	100,0
Administrations publiques	2 500	1 960	1 884	-616	-24,6	-75	-3,8	2,5
Autres intermédiaires financiers	17 994	17 850	18 393	399	2,2	543	3,0	24,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	2 258	1 098	994	-1 265	-56,0	-104	-9,5	1,3
Sociétés non financières	51 724	43 959	43 554	-8 169	-15,8	-405	-0,9	56,9
Ménages & ISBLM	10 667	11 283	11 751	1 084	10,2	468	4,1	15,3
Crédits à la consommation	349	358	179	-170	-48,8	-179	-50,0	1,5
Crédits immobiliers	1 141	1 256	1 289	148	13,0	33	2,6	11,0
Autres crédits	9 176	9 668	10 283	1 106	12,1	614	6,4	87,5

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

Les crédits aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde sont en baisse de 4,2 % entre juin 2009 et juin 2010, où l'encours de crédits atteignait 49 913 millions d'euros. Entre le premier et le second trimestre 2010, ces crédits ont pourtant connu une hausse de 4,4 %.

Les intermédiaires financiers et les sociétés non financières dominent les crédits, puisqu'ils représentent 80,90 % des crédits accordés aux résidents du reste du monde. Ces deux catégories d'acteurs ont augmenté leurs financements par le biais du crédit bancaire de 658 millions d'euros (3,7 %) pour les

autres intermédiaires financiers et de 797 millions d'euros (3,6 %) pour les sociétés non financières. Les administrations publiques du reste du monde ont également augmenté leurs financements par le biais du crédit bancaire.

Ce sont les sociétés d'assurances et fonds de pension, ainsi que les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM) qui ont contribué à la baisse des crédits accordés aux résidents du reste du monde. Bien que le poids relatif de ces emprunteurs soit faible, (6,4 % pour les ménages et 0,05 % pour les sociétés d'assurances et fonds de pension), la baisse de la demande de prêts auprès d'établissements de crédit luxembourgeois a été très forte, puisque réduite de moitié pour les ménages (de 6 367 à 3 200 millions d'euros) et réduite de 96,2 % pour les sociétés d'assurances et fonds de pension (de 638 à 24 millions d'euros).

Tableau 1.16 :
Crédits accordés par les établissements de crédit par contreparties et durées initiales : Reste du monde
(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2009/06	2010/03	2010/06	2009/06 – 2010/06		2010/03 – 2010/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Total	52 084	47 804	49 913	-2 171	-4,2	2 109	4,4	100,0
Administrations publiques	5 153	4 953	5 307	154	3,0	354	7,2	10,6
Autres intermédiaires financiers	17 728	17 164	18 386	658	3,7	1 222	7,1	36,8
Sociétés d'assurances et fonds de pension	638	29	24	-614	-96,2	-5	-16,6	0,1
Sociétés non financières	22 198	21 271	22 995	797	3,6	1 724	8,1	46,1
Ménages & ISBLM	6 367	4 387	3 200	-3 167	-49,7	-1 186	-27,0	6,4

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits

2.7.5 Les dépôts de la clientèle non bancaire

A la fin du premier semestre 2010, l'encours de dettes envers la clientèle non bancaire s'élève à 268 510 millions d'euros, en baisse de 11 000 millions d'euros (soit de 3,9 %) par rapport à la même date de l'année précédente. Néanmoins, de mars 2010 à juin 2010, l'encours de dépôts s'est renforcé de 2 221 millions d'euros.

Globalement entre juin 2009 et juin 2010, les dépôts de toutes les clientèles étudiées par répartition géographique (résidant au Luxembourg, dans les autres Etats membres de la zone euro ou dans le reste du monde) ont baissé.

Les dépôts des résidents

Fin juin 2010, l'encours de dépôts de la clientèle non bancaire luxembourgeoise s'élève à 152 462 millions d'euros. La baisse entre juin 2009 et juin 2010 a atteint 2 441 millions d'euros soit 1,6 %. Une amélioration s'est toutefois manifestée au cours du deuxième trimestre 2010, puisqu'une progression de 1 593 millions d'euros (1,1 %) a été observée.

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non bancaire résidente, on constate que la majeure partie de l'encours (67,1 % de l'ensemble des dépôts de la clientèle résidente) provient des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers, à savoir les OPC, les PSF et les sociétés holdings. Cet encours est en baisse de 5 % par rapport à l'année précédente, 102 366 millions d'euros au 30 juin 2010, contre 107 709 millions d'euros en juin 2009.

Au deuxième trimestre 2010, les dépôts ont cependant augmenté de 2 999 millions d'euros, soit 3 %. Cette hausse signifie que les autres intermédiaires financiers ont préféré des produits d'épargne classiques, tels les dépôts bancaires, à d'autres actifs financiers. Ce phénomène avait déjà été observé pendant la crise financière, au troisième trimestre 2008, où les dépôts des autres intermédiaires financiers avaient atteint un sommet historique de 127 747 millions d'euros.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupent 16,4 % du total des dépôts (24 956 millions d'euros) des résidents en juin 2010, soit 1 897 millions d'euros de plus qu'au 30 juin 2009. Cette croissance annuelle de 8,2 % est significative, le mois de juin 2010 représente d'ailleurs un pic jamais atteint pour cette catégorie de dépôts. Ici aussi l'explication peut se trouver dans une aversion au risque accrue de la part des ménages, les détournant des actifs financiers risqués au profit des produits d'épargne classiques.

Les dépôts des sociétés non financières ont diminué de 16,6 % entre juin 2009 et juin 2010, soit 2 468 millions d'euros, ce qui porte leurs encours à 12 388 millions d'euros. Cet encours est très faible comparé aux dernières périodes observées. Il faut remonter en 2005 pour retrouver un montant aussi bas. Une des explications pourrait être le resserrement des conditions d'octroi de prêts aux sociétés non financières, qui auraient été contraintes de diminuer leurs dépôts pour se financer.

Ajoutons que les dépôts des administrations publiques sont en forte hausse, phénomène qui avait déjà été souligné pour le premier trimestre 2010. Cette hausse peut s'expliquer par le placement d'une partie de l'émission de l'emprunt de 2 milliards d'euros de décembre 2008.

Tableau 1.17 :

Dépôts du secteur privé non bancaire (encours en fin de période) : Luxembourg

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2009/06	2010/03	2010/06	2009/06 – 2010/06		2010/03 – 2010/06		2010/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Total	154 904	150 870	152 462	-2 441	-1,6	1 593	1,1	100,0
Administrations publiques	4 192	3 912	5 922	1 730	41,3	2 010	51,4	3,9
Autres intermédiaires financiers	107 709	99 366	102 366	-5 343	-5,0	2 999	3,0	67,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 086	5 455	6 830	1 744	34,3	1 375	25,2	4,5
Sociétés non financières	14 857	19 174	12 388	-2 468	-16,6	-6 785	-35,4	8,1
Ménages & ISBLM	23 060	22 963	24 956	1 897	8,2	1 994	8,7	16,4

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

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

Les dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro sont en recul de 8,3 %, soit 5 710 millions d'euros, entre fin juin 2009 et juin 2010, portant l'encours à 62 842 millions d'euros. Entre juin 2009 et juin 2010, toutes les catégories de déposants des autres pays membres de la zone euro ont diminué leurs dépôts au Luxembourg.

L'encours en dépôts bancaires des sociétés non financières atteint 23 118 millions d'euros fin juin 2010. Cela représente 36,8 % du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro.

La diminution des dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro est cependant principalement due aux ménages et aux autres intermédiaires financiers. Ces derniers représentent 20,6 % de l'encours à la fin du mois de juin 2010, soit 12 969 millions d'euros. Leurs dépôts ont diminué de 13,5 %



par rapport au mois de juin 2009. Les ménages des autres pays membres de la zone euro, quant à eux, ont déposé 3 042 millions d'euros de moins sur un an, soit une réduction de 13 % de leurs encours, qui atteignent 20 345 millions d'euros fin juin 2010. Ce montant est le plus faible observé depuis que ces statistiques sont réalisées (janvier 2003).

Les ménages ont pu être incités à retirer une partie de leur épargne à l'étranger en raison de la crise. Par ailleurs, la mise en place à Luxembourg de la retenue à la source sur les revenus produits dans le champ d'application de la directive européenne 2003/48 CE sur la fiscalité des revenus de l'épargne, a pu avoir un impact sur les fonds déposés auprès des banques de la Place. En effet, le taux d'imposition prévu par la directive est passé de 15 % à 20 % en juillet 2008 et atteindra 35 % en juillet 2011.

Représentant 9,6 % du total des dépôts des autres pays membres de la zone euro, les sociétés d'assurances et fonds de pension affichaient un léger recul de 1,5 % entre juin 2009 et juin 2010, pour atteindre un encours de dépôts de 6 034 millions d'euros.

Les administrations publiques des autres pays membres de la zone euro, dont le poids relatif est seulement de 0,6 %, ont diminué leur encours de dépôts de la manière la plus significative, avec une baisse de 20,8 % sur la période allant de juin 2009 à juin 2010. Ces retraits s'expliquent par la mobilisation des ressources dans la perspective du financement des plans de relance des économies des pays membres de la zone euro.

Les dépôts des résidents du reste du monde

Les dépôts des résidents du reste du monde sont en recul de 5,1 %, soit 2 848 millions d'euros, entre fin juin 2009 et juin 2010, portant l'encours à 53 206 millions d'euros. Toutefois, le volume de dépôts a augmenté de 14 % entre fin mars et fin juin 2010 (6 552 millions d'euros).

Entre juin 2009 et juin 2010, toutes les catégories de déposants du reste du monde ont diminué leurs dépôts au Luxembourg, à l'exception des sociétés non financières. Ces dernières ont augmenté leurs encours de dépôts de 17,1 % entre juin 2009 et juin 2010. Elles représentent 19,8 % des dépôts du reste du monde.

Les autres intermédiaires financiers, qui représentent la moitié des dépôts du reste du monde, ont diminué leurs dépôts au Luxembourg de 2,6 %, leur encours atteint donc 26 620 millions d'euros fin juin 2010.

Les dépôts des ménages s'élèvent à 12 595 millions d'euros à la fin du mois de juin 2010, en baisse de 2 434 millions d'euros (soit de 16,2 %) sur un an. Cette baisse est explicable, tout comme pour les résidents des autres pays de la zone euro, par la mise en place à Luxembourg de la retenue à la source sur les revenus produits dans le champ d'application de la directive européenne 2003/48 CE.

Les administrations publiques du reste du monde, dont le poids relatif était de 5,1 % en fin de période, ont diminué leur encours de dépôts de la manière la plus significative, avec une baisse de 28,6 % sur la période allant de juin 2009 à juin 2010. Ces retraits s'expliquent également par la mobilisation des ressources dans la perspective du financement des plans de relance économique.

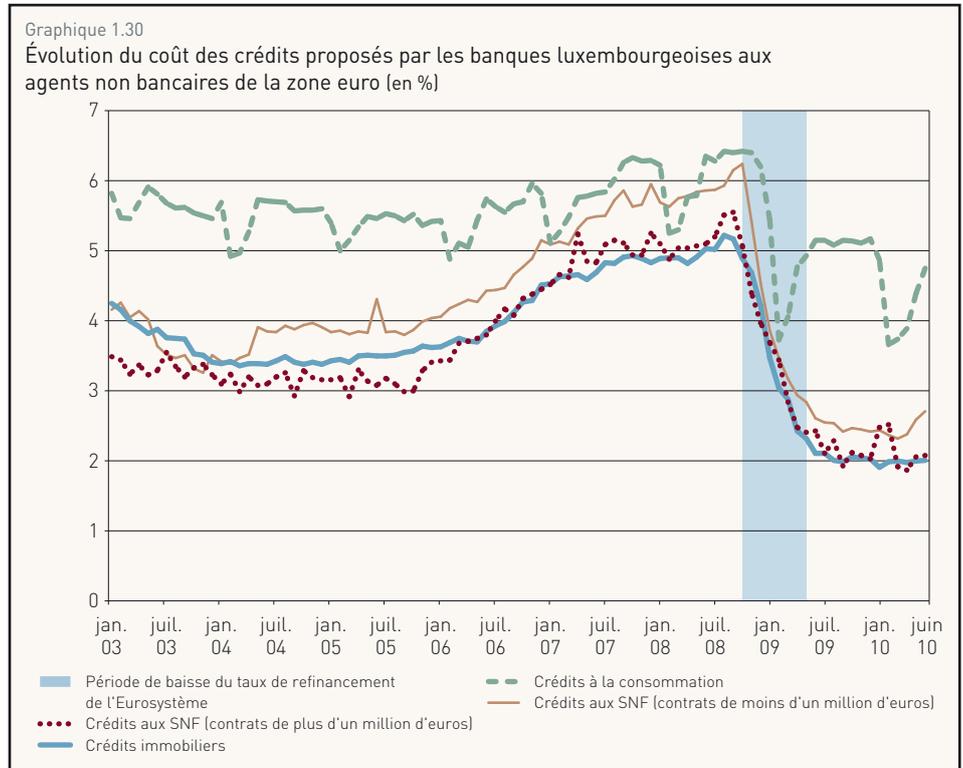
Les dépôts des sociétés d'assurances et des fonds de pensions ont également évolué de manière défavorable, moins 17,6 % sur la période. Les encours de cette catégorie demeurent très volatils, mais représentaient un poids relativement faible dans l'ensemble des dépôts (1,4 %).

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

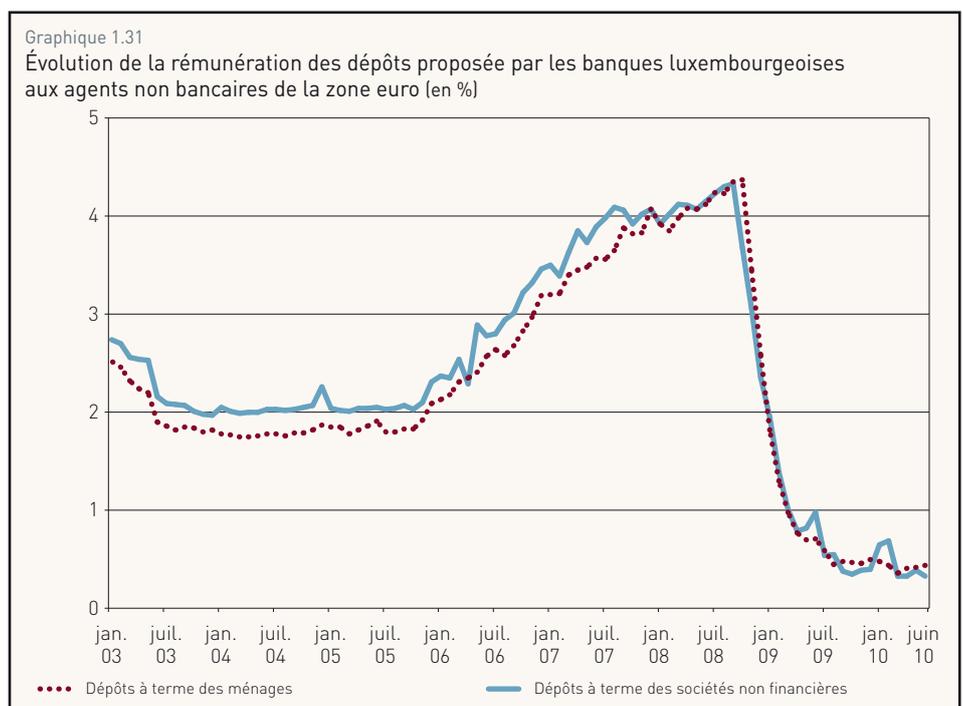
Après quatre baisses au cours des cinq premiers mois de l'année 2009, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été maintenu à 1,00%. Ces baisses successives du taux de refinancement se sont traduites par un très net assouplissement des conditions de financement des agents non bancaires, en d'autres termes des ménages et des sociétés non financières, en 2009 et au cours du premier semestre de l'année 2010. Ce décalage dans la transmission de la baisse des taux de refinancement (qu'il s'agisse du taux de l'Eurosystème ou des taux courts du marché monétaire) aux taux débiteurs et créditeurs des banques est conforme aux observations faites dans le passé.

Ainsi, le coût des crédits immobiliers à taux variable, ou dont la période de fixation est inférieure à un an, portant sur les nouveaux contrats accordés aux ménages de la zone euro s'est légèrement détendu, passant de 2,11 % en juin 2009 à 2,01 % en juin 2010 (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 10 points de base sur un an. Au cours du deuxième trimestre 2010, les taux d'intérêt des crédits immobiliers ont évolué dans un corridor plutôt serré entre un minimum de 1,98 % (en avril) et un maximum de 2,01 % (en juin).

Le taux d'intérêt des nouveaux contrats de crédits à la consommation, dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans, baisse à 4,75 % en juin 2010 par rapport à 5,15 % en juin 2009.



Source : BCL



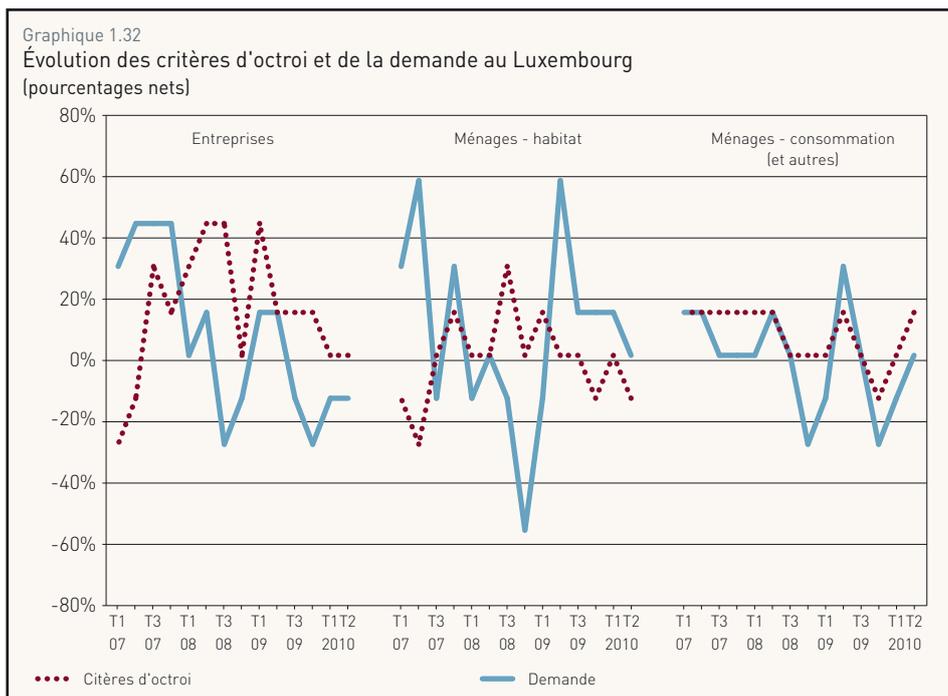
Source : BCL

Deux catégories de contrats à taux variable sont prises en compte en raison de leur représentativité pour le coût des crédits aux sociétés non financières (SNF). En ce qui concerne les contrats dont le montant est inférieur à un million d'euros, leur coût augmente de 10 points de base entre juin 2009 (2,61 %) et juin 2010 (2,71 %). Les taux évoluent entre un minimum de 2,32 % en mars 2010 et un maximum de 2,71 % en juin 2010. Pour les contrats dont le montant est supérieur à un million d'euros, la baisse observée a atteint 35 points de base entre juin 2009 (2,43 %) et juin 2010 (2,08 %). Les taux observés au cours du deuxième trimestre 2010 sont compris entre un minimum de 1,87 % en avril et un maximum de 2,08 % en juin.

Comme le montre le graphique 1.30, les taux d'intérêt des crédits immobiliers et les crédits aux SNF pour les contrats de plus d'un million d'euros ont évolué à des niveaux historiquement bas depuis la mise en place de la collecte statistique (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 de maturité inférieure à un an, ont vu leurs rémunérations diminuer de respectivement 27 et 65 points de base entre juin 2009 (respectivement 0,71 % et 0,98 %) et juin 2010 (respectivement 0,44 % et 0,33 %).

2.7.7 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

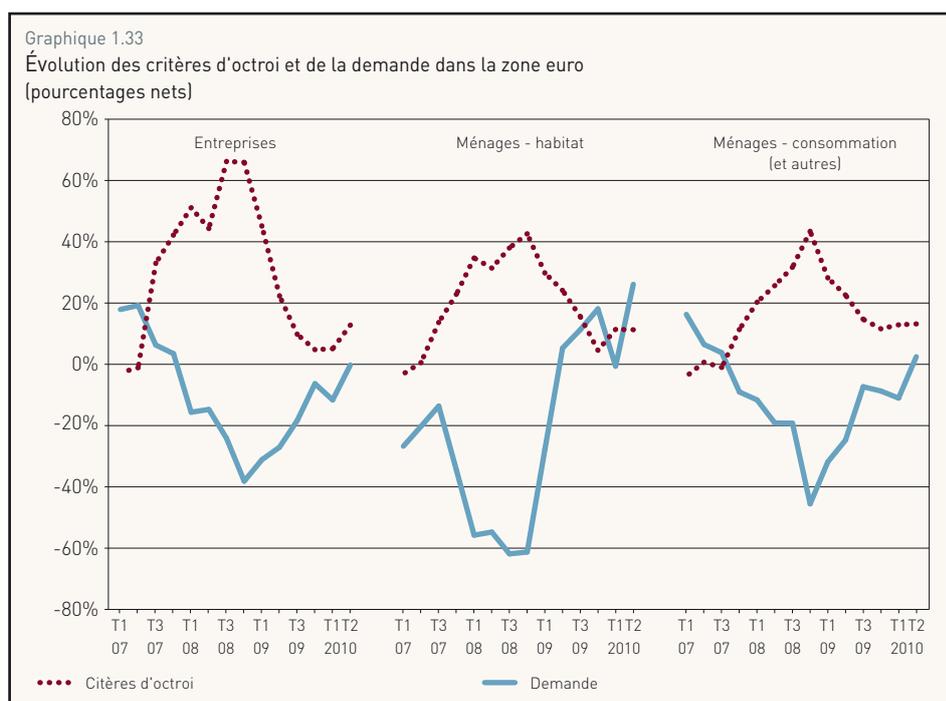


L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux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

Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets » dont la définition varie en fonction des questions

figurant dans le questionnaire. Pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement. Pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse. A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques. Les données sont donc à interpréter avec précaution.

Les résultats les plus récents couvrent le deuxième trimestre 2010. Généralement, les résultats luxembourgeois sont plus favorables que ceux de la zone euro dans son ensemble. L'enquête relative au deuxième trimestre comprenait également deux questions supplémentaires sur l'accès au financement du marché. 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 : Si l'année passée la politique de crédit des banques de l'échantillon luxembourgeois a continué dans son orientation plus restrictive, les critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises sont restés inchangés en 2010. Dans la zone euro dans son ensemble, la tendance baissière des pourcentages nets s'est interrompue, voire même inversée, en 2010.

Les perceptions de risques des banques de l'échantillon de la zone euro ont certes contribué au durcissement des critères d'octroi. Cependant, le revirement de tendance au deuxième trimestre découle plutôt de l'évolution défavorable de la position de liquidité des banques et de la détérioration de l'accès au financement du marché. Le durcissement des critères d'octroi s'est surtout traduit sur les marges sur les prêts risqués. Si les critères d'octroi sont restés inchangés au Luxembourg, deux des sept banques ont toutefois signalé un assouplissement des marges sur le montant moyen des prêts.

La demande nette dans la zone euro demeure négative, bien que les pourcentages nets aient poursuivi leur tendance haussière au deuxième trimestre. Le besoin de financement lié à l'investissement en capital fixe et aux fusions, acquisitions et restructurations d'entreprise demeure relativement faible et continue à peser sur la demande des entreprises, bien que dans une moindre mesure, alors que la restructuration de dettes exerce toujours un effet opposé. Au Luxembourg, la demande nette demeure également négative. Le repli de la demande au Luxembourg est également attribuable à un moindre besoin de financement lié à l'investissement en capital fixe et aux fusions, acquisitions et restructurations d'entreprises.



Ménages (habitat): 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.

En effet, compte tenu de la taille des banques, les critères d'octroi sont restés pratiquement inchangés au Luxembourg au deuxième trimestre 2010, alors qu'au niveau de la zone euro un léger durcissement net a été enregistré. Les pourcentages nets dans l'échantillon agrégé se sont d'ailleurs inscrits au même niveau qu'au premier trimestre. Les résultats de l'enquête indiquent que les banques de la zone euro demeurent soucieuses de l'activité économique générale. Néanmoins, les résultats font également apparaître une augmentation du coût des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan. Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro s'est répercuté sur les marges sur les prêts risqués et dans une moindre mesure sur la quotité d'emprunt.

Du côté de la demande, un rebond considérable est discernable dans la zone euro au deuxième trimestre, alors que la demande nette demeura inchangée au Luxembourg. Le rebond de la demande dans la zone euro est pour partie attribuable à une amélioration des perspectives sur le marché du logement.

Ménages (consommation et autres): L'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) accordés aux ménages est également plus favorable pour les ménages au Luxembourg que pour ceux de la zone euro.

Compte tenu de la taille des banques, les critères d'octroi sont restés quasiment inchangés au Luxembourg au deuxième trimestre 2010, tandis qu'au niveau de la zone euro un durcissement net a été enregistré; les pourcentages nets dans la zone euro se sont inscrits au même niveau qu'au trimestre précédent. Le durcissement des critères d'attribution au niveau de la zone euro découle des perceptions de risques des banques, surtout des risques découlant de l'activité économique générale et de la capacité de remboursement des consommateurs. Ce durcissement 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) est restée inchangée au Luxembourg. Dans la zone euro dans son ensemble, une hausse de la demande nette fut enregistrée pour la première fois depuis le troisième trimestre 2007. Néanmoins, il convient de noter qu'il s'agit d'une hausse très faible (+0,8%). Le rebond de la demande serait attribuable à un besoin de financement accru des consommateurs lié aux dépenses de consommation en biens durables.

Questions supplémentaires: Depuis le troisième trimestre 2007, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également un certain nombre de questions supplémentaires qui ont toutefois été ajustées plusieurs fois. Une des questions supplémentaires récurrentes a trait à l'accès au financement des banques. Les résultats indiquent que les banques luxembourgeoises ont surtout eu recours au marché monétaire pour se refinancer et que les conditions d'accès sont restées plus ou moins inchangées au deuxième trimestre. La majorité des banques ont indiqué que les événements survenus sur les marchés de capitaux n'ont guère eu d'impact sur les fonds propres et/ou sur leur propension à accorder des prêts. Au niveau de la zone euro, l'accès au financement des banques s'est généralement détérioré dans tous les segments de marché, notamment sur le marché monétaire à court terme et sur le marché des titres de créance. La majorité des banques de la zone euro ont signalé que les événements survenus sur les marchés de capitaux se sont répercutés sur leurs fonds propres et/ou sur leur propension à accorder des prêts.

Encadré 2

L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

Depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, plusieurs analyses ou encadrés sur l'évolution des crédits au Luxembourg ont été publiés. Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations qui sont devenues disponibles depuis la plus récente publication, en juin 2010 (voir Rapport Annuel 2009).

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 deuxième trimestre 2010. Pour ce qui est des collectes *BSI* et *MIR*, les plus récentes données disponibles datent de juillet 2010.

Remarques : 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. A noter que, depuis la dernière publication, les données BSI sur les crédits octroyés aux ménages ont été révisées pour la période allant de décembre 2009 à avril 2010.

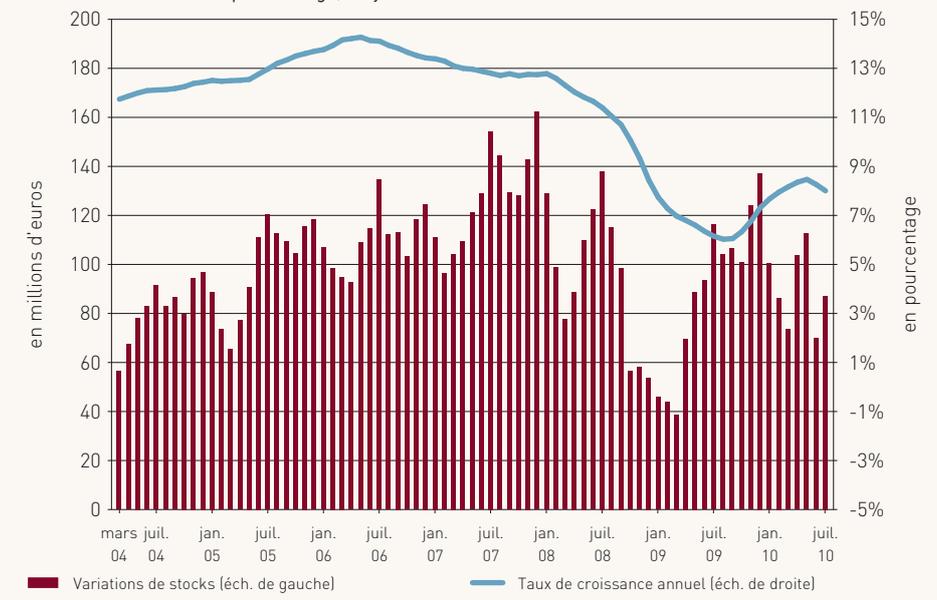
LES CRÉDITS AUX MÉNAGES

Le graphique 1 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou variations de stocks¹ (calculés à partir des données *BSI*) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

Après avoir repris de la vigueur courant 2009, les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents ont continué à progresser lors des sept premiers mois de l'année en cours. En effet, le taux de croissance annuel a généralement poursuivi sa tendance haussière, alors que les variations de stocks se sont inscrites à des niveaux relativement élevés par rapport à la période antérieure au revirement de tendance en 2009. Si les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse, leur progression demeure généralement moins importante que lors de la période antérieure à la crise.

Graphique 1

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



Source : BCL

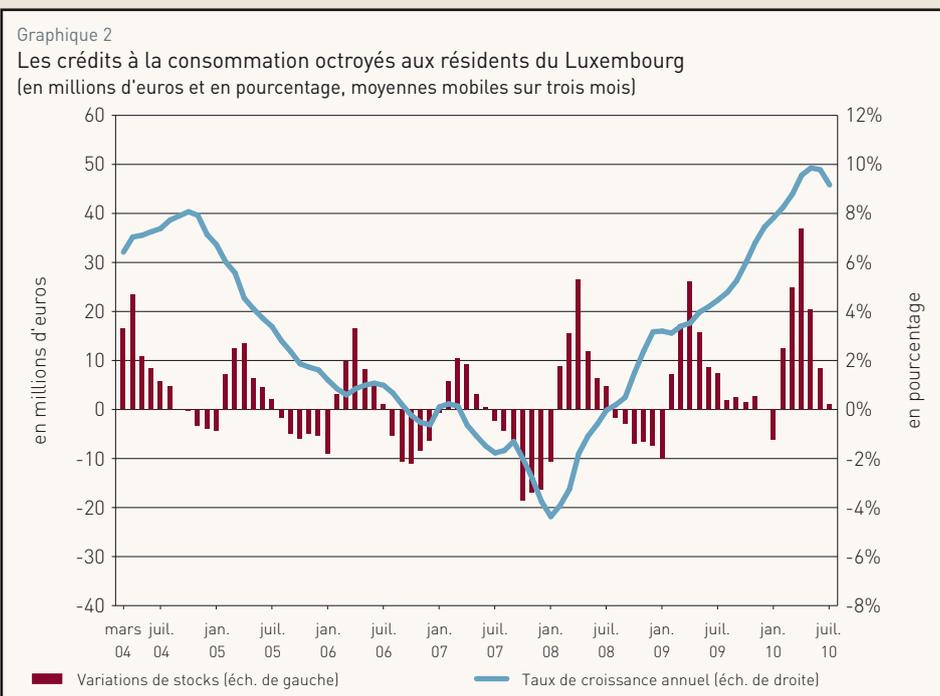
1 Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours [corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations].

A première vue, la dynamique de crédit semble s'être modérée en juin et en juillet 2010. Néanmoins, cette évolution est en partie un artefact statistique, dans la mesure où elle découle plutôt d'un ajustement des règles de reporting. Effectivement, le nouveau règlement – applicable à partir de juin 2010 – stipule que les crédits immobiliers accordés aux entreprises individuelles sont inclus dans la rubrique des crédits immobiliers uniquement si l'établissement de crédit déclarant peut établir que le crédit est essentiellement utilisé à des fins personnelles. Si par contre le crédit est utilisé essentiellement à des fins professionnelles, ce crédit est à renseigner sous la rubrique « autres crédits ». Avant juin 2010 cette distinction n'existait pas, de sorte qu'une rupture de série est introduite avec les nouvelles règles de reporting.

Les volumes de nouveaux crédits accordés lors des sept premiers mois de l'année en cours s'établissent à 1 753 millions d'euros. En guise de comparaison, lors des sept premiers mois des années 2008 et 2009, les crédits immobiliers nouvellement accordés se sont respectivement inscrits à 1 776 millions et à 2 134 millions d'euros. Il convient cependant de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte *MIR* et la collecte *BSI*².

Le taux d'intérêt variable appliqué aux crédits immobiliers nouvellement accordés a évolué dans une fourchette relativement étroite depuis le plus récent abaissement des taux directeurs en mai 2009, tant vers le haut que vers le bas, s'inscrivant à 2,01 % en juillet de cette année. Le coût des nouveaux contrats à taux variable a atteint son creux historique en janvier 2010, à 1,91 %.

S'agissant de l'évolution de l'offre et de la demande de crédits immobiliers, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi n'ont guère changé au deuxième trimestre (compte tenu de la taille des banques). La demande nette est également inchangée.



Source : BCL

En ce qui concerne les crédits à la consommation octroyés aux ménages résidant au Luxembourg, le graphique 2 montre que tant les variations de stocks que le taux de croissance annuel révèlent une moindre vigueur au deuxième trimestre.

Néanmoins, le taux de croissance annuel des crédits à la consommation octroyés aux résidents du Luxembourg fut encore très élevé en juillet, même si les flux mensuels étaient proches de zéro. Il convient en outre de rappeler que les crédits à la consommation se caractérisent par une forte saisonnalité, de sorte que les évolutions précitées doivent être appréhendées avec prudence.

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

Du côté des données *MIR*, les crédits à la consommation nouvellement accordés ont également perdu de la vigueur après le festival de l'automobile au premier trimestre. Quelque 475 millions d'euros ont été accordés entre janvier et juillet 2010, par rapport à respectivement 522 millions et 386 millions lors des sept premiers mois de 2009 et de 2008.

Après avoir atteint son creux historique (à 3,66%) en février, à l'occasion du festival de l'automobile, le coût des crédits assortis d'un taux d'intérêt dont la période de fixation initiale est comprise entre un et cinq ans s'est progressivement accru pour atteindre 4,86% en juillet.

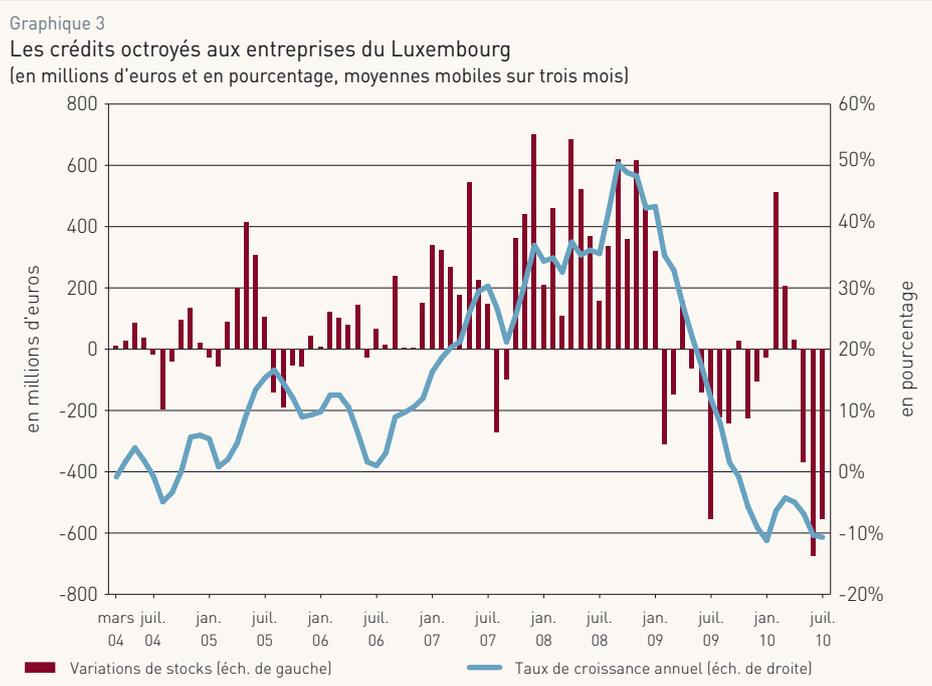
Compte tenu de la taille des banques, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés quasiment inchangés au deuxième trimestre. La demande nette pour les crédits à la consommation (et autres crédits) est également restée inchangée.

LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

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

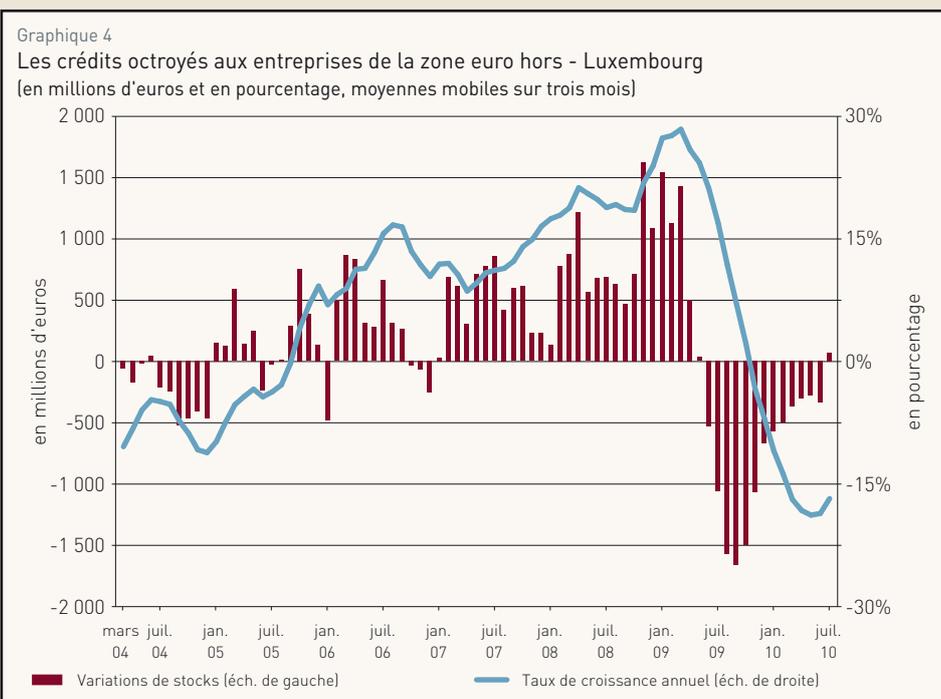
L'évolution des crédits octroyés aux entreprises résidentes et non-résidentes demeure peu favorable. Si les crédits octroyés aux entreprises résidentes se sont légèrement redressés vers le tournant de l'année, l'encadré paru dans le Rapport Annuel 2009 notait déjà que les plus récentes données disponibles allaient dans le sens d'une nouvelle décélération de la dynamique des crédits. En effet, la moyenne mobile sur trois mois du taux de croissance annuel poursuit une trajectoire baissière depuis avril et a à nouveau dépassé (à la baisse) le seuil des -10% en juin et en juillet, alors que les variations de stocks sont négatives ou proches de zéro depuis plusieurs mois. Le revirement de tendance discernable vers le tournant de l'année fut donc éphémère.

L'évolution des crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors Luxembourg demeure également peu favorable. Néanmoins, les informations disponibles vont dans le sens d'une inversion de tendance, bien qu'il soit prématuré de conclure qu'un retournement du cycle de crédit soit effectivement en cours. Si le taux de croissance annuel est toujours négatif, il s'est toutefois inscrit en hausse en fin de période. Cependant, c'est surtout l'évolution des variations de stocks qui est de plus en plus favorable.



Source : BCL

S'agissant des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte *MIR*, les volumes mensuels relatifs aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros étaient plutôt faibles jusqu'en mai, alors qu'ils se sont établis à des niveaux relativement élevés en juin et en juillet. Par contre, les gros volumes se sont inscrits à des niveaux relativement faibles tout au long de l'année, du moins par rapport à 2008 et 2009.



Source : BCL

d'octroi inchangés en 2010. 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 entre le troisième trimestre 2007 et fin 2009 continueront cependant à peser sur la dynamique de crédit, même si les banques commencent à assouplir les critères d'attribution. La demande nette a continué à se replier au deuxième trimestre, bien que légèrement. Il convient de rappeler que les résultats agrégés de l'enquête ne permettent pas de différencier selon l'origine géographique des contreparties.

CONCLUSIONS

Les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents ont continué à progresser lors des sept premiers mois de l'année, mais leur progression est généralement moins importante que lors de la période antérieure à la crise. Si les crédits à la consommation ont perdu de la vigueur au deuxième trimestre, ils sont marqués par une forte saisonnalité. Leur progression annuelle fut encore très importante en juillet, mais les flux mensuels étaient quant à eux proches de zéro. Les conditions de financement demeurent favorables pour les ménages, tant pour les crédits immobiliers que pour les crédits à la consommation. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que la demande nette émanant des ménages est restée inchangée au deuxième trimestre.

Les taux variables appliqués aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros ont progressivement augmenté au cours du deuxième trimestre, bien que légèrement. En juillet, le taux variable offert aux SNF pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros s'est inscrit à 2,89%, à comparer à un creux historique de 2,32% enregistré en février. Le coût variable des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros s'est également accru après s'être établi à son creux historique en avril, passant de 1,87% à 2,25% en juillet.

Les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères

L'évolution des crédits octroyés aux entreprises résidentes et non-résidentes demeure peu favorable. Effectivement, le revirement de tendance relatif aux crédits octroyés aux entreprises résidentes discernable vers le tournant de l'année s'avéra éphémère. Si l'évolution des crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors Luxembourg demeure également peu favorable, les informations disponibles vont dans le sens d'une inversion de tendance. A noter cependant l'incertitude toujours élevée qui entoure ces évolutions. Les taux d'intérêt variables appliqués aux nouveaux crédits accordés aux entreprises ont légèrement augmenté mais continuent à s'inscrire à des niveaux historiquement bas. Les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi inchangés en 2010 mais, 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 antérieurement continueront à peser sur la dynamique de crédit. La demande nette a continué à se replier au deuxième trimestre, bien que légèrement.

2.7.8 Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé un résultat avant provisions de 2 435 millions d'euros au 30 juin 2010. Ceci représente une baisse de 32,1% par rapport à fin juin 2009, où le résultat avant provisions s'était élevé à 3 585 millions d'euros.

Revenus

Du côté des revenus, entre le premier semestre 2009 et le premier semestre 2010, la marge sur intérêts affiche un recul de 19,1%, soit une baisse de 701 millions d'euros. En effet, en juin 2010, les intérêts perçus et les intérêts bonifiés reculent respectivement de 46,4% et 52% par rapport à juin 2009. Ces baisses s'expliquent par l'effet conjugué de la réduction du volume des activités et du plus faible niveau des taux d'intérêt. Cependant, les produits des dividendes, inclus dans le calcul de la marge sur intérêts, se situent en juin 2010 à un niveau légèrement supérieur à celui de juin 2009 (476 millions d'euros contre 407 millions d'euros).

Les revenus sur commissions ont augmenté de 9,1% entre juin 2009 et juin 2010, pour s'élever à 1 782 millions d'euros. Par ailleurs, une hausse importante a eu lieu entre mars et juin 2010, puisque les revenus sur commissions étaient seulement de 917 millions d'euros fin mars.

La baisse importante des autres revenus nets de 605 millions d'euros entre juin 2009 et juin 2010 provient dans une large mesure des variations de juste valeur des portefeuilles-titres détenus par les banques. En effet, alors que les indices boursiers se sont accrus au début de l'année 2010, le second trimestre a été marqué par une baisse de ceux-ci. Cette baisse généralisée des marchés financiers a négativement influencé la valeur des titres, ce qui a donné lieu à des pertes comptables, enregistrées dans le poste des autres revenus nets, au cours du second trimestre 2010. Ainsi, fin juin 2010, les banques affichent une perte de 127 millions d'euros pour les autres revenus nets. Ce résultat se compare très défavorablement à celui de mars 2010, où les autres revenus nets s'élevaient à 309 millions d'euros.

Au total le produit net bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 17,5% entre juin 2009 et juin 2010, où il s'élève à 4 751 millions d'euros.

Coûts

Concernant les frais des banques, entre juin 2009 et juin 2010, on note une hausse de 6,7% des frais généraux, avec des hausses de 6% des frais de personnel et de 7,8% des frais d'exploitation.

La hausse des frais de personnel, dans un contexte de baisse de l'emploi bancaire, semble s'expliquer par les dépenses sociales occasionnées et par la réduction des effectifs. Par ailleurs, il faut noter qu'entre mars et juin 2010, les frais de personnel ont diminué de 80 millions d'euros.

Les frais d'exploitation sont de 896 millions d'euros en juin 2010, contre 831 millions d'euros un an auparavant.

Tableau 1.18 :

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

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

	Rubrique des débits et des crédits	2009/06	2010/06	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	16 799	8 999	-46,4	-7 800
2	Dividendes perçus	407	476	17,0	69
3	Intérêts bonifiés	13 528	6 498	-52,0	-7 030
4	Marge sur intérêts	3 678	2 977	-19,1	-701
5	Revenus nets sur commissions	1 634	1 782	9,1	148
6	Revenus nets sur opérations de change	-33	119	NA	152
7	Autres revenus nets	478	-127	-126,6	-605
8	Revenus hors intérêts	2 079	1 774	-14,7	-305
9	Produit bancaire	5 757	4 751	-17,5	-1 006
10	Frais de personnel	1 217	1 290	6,0	73
11	Frais d'exploitation	831	896	7,8	65
12	Frais de personnel et d'exploitation	2 048	2 186	6,7	138
13	Amortissements sur immobilisé non financier	124	130	4,8	6
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	3 585	2 435	-32,1	-1 150

Source : BCL

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

2.7.9 Les organismes de placement collectif (OPC)

L'évolution du nombre des OPC

Fin juin 2010, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC s'élevait à 3 550 contre 3 435 unités à la même période de l'année précédente. Ainsi, le nombre d'OPC a augmenté de 115 unités. Cependant, à titre de comparaison, entre le premier semestre 2008 et le premier semestre 2009, la hausse avait été de 282 unités.

Le nombre de compartiments est également en hausse, de 456 unités, entre juin 2009 et juin 2010.

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

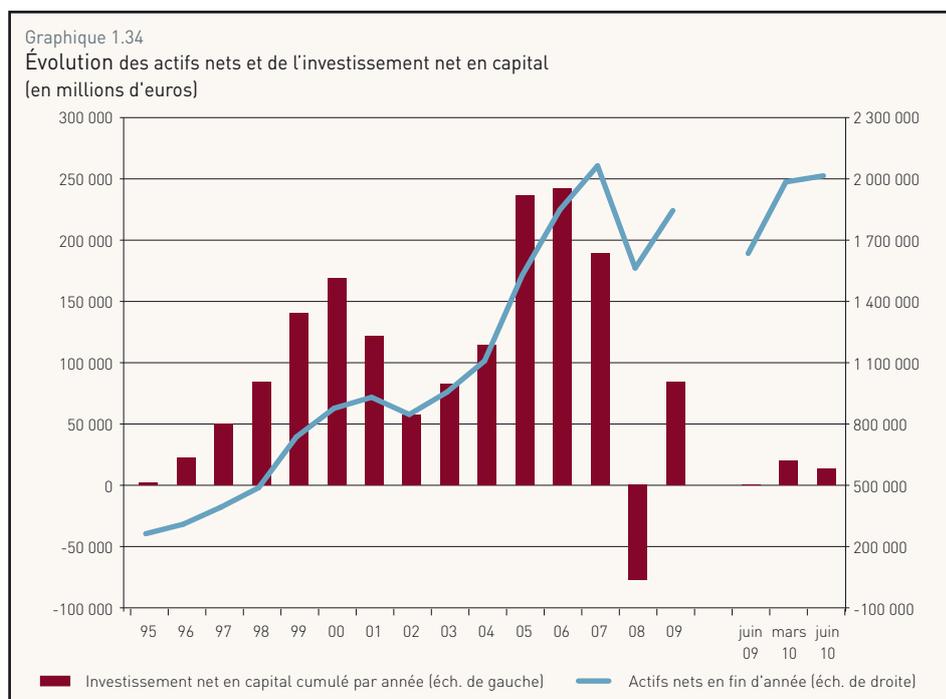
À la fin du deuxième trimestre 2010, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC s'élève à 2 010 637 millions d'euros, par rapport à 1 631 256 millions un an plus tôt. On observe donc un mouvement à la hausse de 379 381 millions d'euros, soit 23,3%.

Par ailleurs, rappelons que le niveau de la valeur nette d'inventaire des OPC le plus bas depuis la survenance de la crise économique et financière a été enregistré en mars 2009 (1 526 563 millions d'euros). Depuis mars 2009, la VNI a donc augmenté de 484 074 millions d'euros, soit une hausse de 32%.

La hausse observée de la VNI des OPC s'explique essentiellement par des conditions de marché favorables au cours de l'année 2009 et du premier trimestre 2010. En effet, pour l'année 2009, un effet de marché de 196 971 millions d'euros a été observé. Le premier trimestre de l'année 2010 a également confirmé cette évolution positive des marchés financiers, avec un effet de marché de 85 535 millions d'euros. Cependant, pour le second trimestre de l'année, l'effet de marché est bien moins important, à 12 370 millions d'euros, suite aux mois de mai et juin, pour lesquels l'effet de marché était négatif.

Au cours de l'année 2008, lors de la crise financière, un comportement de désinvestissement avait été observé (moins 77 191 millions d'euros sur l'année). Puis, en 2009, l'investissement net en capital s'était chiffré à 84 369 millions d'euros, en forte hausse.

Le premier trimestre 2010 a suivi cette tendance d'investissement net positif (54 010 millions d'euros). Pourtant au cours du second trimestre, le mois de mai s'est soldé par un désinvestissement de 14 858 millions d'euros, portant le total des investissements du trimestre à 17 729 millions d'euros, soit 36 281 millions d'euros de moins que pour le trimestre précédent.



Source : CSSF

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 s'est redressée. Ainsi, entre juin 2009 et juin 2010, la VNI des OPC par actions a évolué de 439 999 à 604 112 millions d'euros. Pour les OPC par obligations, elle est passée de 457 047 à 613 877 millions d'euros. Enfin, pour les OPC mixtes, elle a évolué de 298 845 à 364 143 millions d'euros.

Tableau 1.19 :

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾²⁾	Variation des marchés financiers ²⁾³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009									
jan.	3 398	12 278	1 571 534	3 458	8 423	-379 607	-19,5	11 881	0,8
fév.	3 402	12 255	1 530 291	-4 375	-36 868	-432 554	-22,0	-41 243	-2,6
mars	3 396	12 200	1 526 563	-226	-3 502	-368 882	-19,5	-3 728	-0,2
avril	3 415	12 177	1 592 932	7 005	59 364	-371 144	-18,9	66 369	4,3
mai	3 425	12 172	1 619 269	8 080	18 257	-377 690	-18,9	26 337	1,7
juin	3 435	12 172	1 631 256	4 272	7 715	-270 836	-14,2	11 987	0,7
juil.	3 438	12 164	1 706 030	22 448	52 326	-190 327	-10,0	74 774	4,6
août	3 449	12 198	1 739 417	16 128	17 259	-178 576	-9,3	33 387	2,0
sep.	3 457	12 207	1 773 834	10 467	23 950	-22 862	-1,3	34 417	2,0
oct.	3 454	12 247	1 777 528	13 645	-9 951	130 500	7,9	3 694	0,2
nov.	3 473	12 251	1 788 910	2 111	9 271	184 673	11,5	11 382	0,6
déc.	3 463	12 232	1 840 993	1 356	50 727	281 340	18,0	52 083	2,9
2010									
jan.	3 480	12 316	1 860 688	21 474	-1 779	289 154	18,4	19 695	1,1
fév.	3 498	12 425	1 897 934	12 688	24 558	367 643	24,0	37 246	2,0
mars	3 516	12 513	1 980 538	19 848	62 756	453 975	29,7	82 604	4,4
avril	3 521	12 552	2 012 887	13 803	18 546	419 955	26,4	32 349	1,6
mai	3 542	12 612	1 992 413	-14 858	-5 616	373 144	23,0	-20 474	-1,0
juin	3 550	12 628	2 010 637	18 784	-560	379 381	23,3	18 224	0,9

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 années 2008 et 2009.

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

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin juin 2010, 480 compartiments monétaires sont officiellement enregistrés auprès de la CSSF, contre 492 compartiments monétaires à la même période de l'année précédente.

La somme de bilan

Au 30 juin 2010, la somme de bilan des OPC monétaires s'élève à 311 905 millions d'euros par rapport à 338 911 millions d'euros au 30 juin 2009 et 310 403 millions d'euros au 31 mars 2010. Sur l'année, on constate donc une diminution de 27 006 millions d'euros, ce qui correspond à une baisse de 8%.

Les OPC monétaires ont perdu de leur attrait pour les investisseurs lors de la reprise des marchés financiers. En effet, depuis avril 2009, face à la hausse des principaux indices boursiers, les investisseurs se tournent 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 exercé un attrait important, notamment en raison de la sécurité des investissements. Les mois de mai et juin 2010 ont d'ailleurs été caractérisés par une légère hausse des investissements dans les OPC monétaires, suite à la dégradation des marchés financiers.

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.

Fin juin 2010, le portefeuille de titres autres que des actions représente 79,5 % de l'actif, soit 248 043 millions d'euros. Parallèlement, les créances sur les établissements de crédit représentent un poids relatif de 19,3 %, soit 60 342 millions d'euros.

A titre d'information, fin décembre 2008, les créances sur les établissements de crédit représentaient un poids relatif de 31,1 %. En effet, lors de la crise financière, la politique d'investissement des OPC monétaires avait basculé en faveur des placements bancaires, considérés comme moins risqués.

Le portefeuille des titres autres que des actions se décompose en titres émis par des établissements de crédit (150 657 millions d'euros), en titres émis par le secteur public (53 836 millions d'euros) et en titres émis par le secteur privé non bancaire (43 550 millions d'euros).

La part des titres émis par le secteur public s'établit à 21,7 % au 30 juin 2010. Ce chiffre est à mettre en relation avec celui de juin 2008, où la part des titres émis par le secteur public était de 5 %. Cette évolution s'explique par la recherche de placements à faible risque en temps de crise et par le besoin accru de financement des administrations publiques, sous l'emprise notamment des programmes de relance économique.

Tableau 1.20:

Bilan agrégé des OPC monétaires¹⁾ (en millions de EUR ; données brutes ; encours en fin de période)

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 2010/06
	2009/06	2010/03	2010/06	2009/06 – 2010/06		2010/03 – 2010/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances	79 706	48 799	60 342	-19 364	-24,3	11 543	23,7	19,3
Portefeuille titres	255 021	259 167	248 624	-6 397	-2,5	-10 543	-4,1	79,7
Autres actifs	4 184	2 437	2 939	-1 246	-29,8	502	20,6	0,9
Total de l'actif	338 911	310 403	311 905	-27 006	-8,0	1 502	0,5	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs.

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 2010/06
	2009/06	2010/03	2010/06	2009/06 – 2010/06		2010/03 – 2010/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes	2 020	1 450	2 279	259	12,8	829	57,2	0,7
Parts émises	324 656	303 686	305 899	-18 757	-5,8	2 213	0,7	98,1
Autres passifs	12 235	5 267	3 727	-8 508	-69,5	-1 540	-29,2	1,2
Total du passif	338 911	310 403	311 905	-27 006	-8,0	1 502	0,5	100,0

Source : BCL

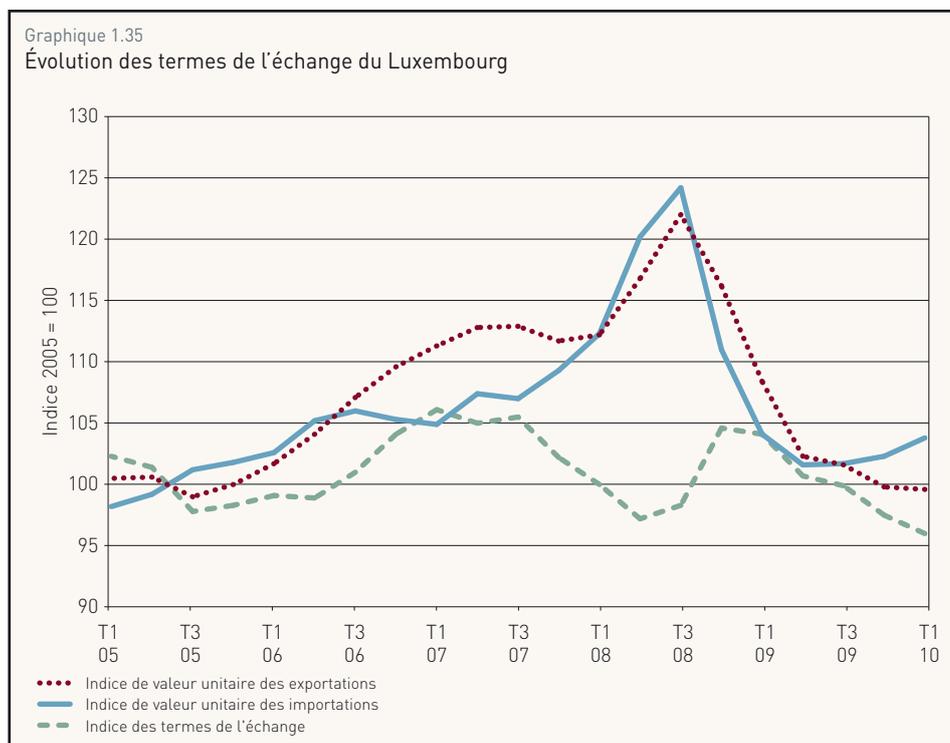
1) Poids relatif par rapport au total des passifs.

2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le commerce extérieur du Luxembourg a repris de la vigueur depuis la seconde moitié de l'année 2009 et au début de l'année 2010, après avoir lourdement subi les effets négatifs de la crise économique mondiale, entre le dernier trimestre 2008 et les deux premiers trimestres de 2009. Au premier semestre de 2010, soutenues par de meilleures perspectives économiques, les exportations et les importations de biens ont augmenté respectivement de 17,7% et de 17,6% par rapport à la même période de 2009. Les échanges de biens n'ont toutefois pas encore atteint leurs niveaux d'avant la crise. Quant au solde du commerce extérieur, il a retrouvé sa tendance d'avant la crise, à savoir un creusement de son déficit, qui atteint 2,5 milliards d'euros (+17%) au premier semestre de 2010. Cette aggravation s'explique d'une part par une détérioration des termes de l'échange et d'autre part par une acquisition exceptionnelle d'un bien d'équipement (satellite).

L'évolution des indices des prix montre en effet une baisse plus importante des valeurs unitaires à l'exportation [-8,2% au premier trimestre 2010], reflétant en grande partie l'évolution du prix de l'acier,

alors que les prix à l'importation ont quasiment stagné. Entre le premier trimestre 2009 et le troisième trimestre de la même année, la chute des valeurs unitaires à l'importation avait dépassé celle des valeurs unitaires à l'exportation, contribuant de ce fait à l'amélioration du déficit commercial du Luxembourg sur toute l'année 2009. Toutefois, depuis le dernier trimestre 2009, les prix à l'exportation ont évolué de manière assez défavorable, à l'aune de l'évolution des prix à l'importation, ce qui a occasionné une nouvelle détérioration des termes de l'échange et en conséquence une aggravation du déficit commercial (voir le graphique ci-joint). Cette évolution s'explique essentiellement par la remontée du prix du pétrole et des autres matières premières, depuis le creux atteint au dernier trimestre de 2008.



Quant aux indices des volumes du commerce, sur le premier trimestre 2010, ils montrent une hausse plus marquée des volumes à l'exportation (+18%) qu'à l'importation (+6%). Soulignons que les volumes importés ont subi une constante baisse depuis le dernier trimestre 2007. Cette chute ne s'est arrêtée qu'au premier trimestre 2010. En revanche, les volumes exportés, qui avaient déjà arrêté leur chute depuis le troisième trimestre 2009, sont en constante progression, même s'ils restent bien en deçà de leurs sommets atteints avant la crise.

Tableau 1.21 :

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

Période	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2004	9 747,1	10,3%	13 637,4	12,6%	-3 890,3	18,8%
2005	10 319,4	5,9%	14 187,1	4,0%	-3 867,7	-0,6%
2006	11 306,9	9,6%	15 644,1	10,3%	-4 337,2	12,1%
2007	11 848,6	4,8%	16 311,0	4,3%	-4 462,3	3,3%
2008	11 890,4	0,4%	17 290,3	6,0%	-5 399,9	21,0%
1 ^{er} trim.	3 062,0	-1,9%	4 108,1	1,4%	-1 046,1	12,0%
2 ^e trim.	3 226,8	6,6%	4 543,9	6,1%	-1 317,1	5,8%
3 ^e trim.	3 040,5	10,1%	4 553,0	16,5%	-1 512,5	32,1%
4 ^e trim.	2 561,1	-12,8%	4 085,3	0,3%	-1 524,2	31,6%
2009	9 145,2	-23,1%	13 345,3	-22,8%	-4 200,1	-22,2%
1 ^{er} trim.	2 243,1	-26,7%	3 308,3	-19,5%	-1 065,1	1,8%
2 ^e trim.	2 167,5	-32,8%	3 213,4	-29,3%	-1 045,8	-20,6%
3 ^e trim.	2 395,0	-21,2%	3 216,4	-29,4%	-821,4	-45,7%
4 ^e trim.	2 339,5	-8,7%	3 607,2	-11,7%	-1 267,7	-16,8%
2010						
1 ^{er} trim.	2 472,3	10,1%	3 551,0	7,4%	-1 078,7	1,5%
2 ^e trim.	2 722,8	25,6%	4 121,8	28,2%	-1 399,0	33,5%

Source : STATEC

La ventilation du commerce par catégorie de biens montre que l'amélioration des exportations provient en grande partie de produits sidérurgiques, dont les ventes se sont accrues de 28 % au premier semestre de 2010. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également bien portées, à l'exception du matériel de transport (-2%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 14 % au premier semestre de 2010. Les livraisons vers les autres pays d'Europe et en dehors du continent européen ont progressé davantage (+48 % pour celles à destination d'Asie et +64 % pour celles à destination d'Amérique).

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 28 % au premier semestre de 2010. Toutes les catégories de biens importés sont d'ailleurs en hausse (+23 % dans les consommations intermédiaires de la sidérurgie, +32 % dans le matériel de transport suite à l'acquisition d'un satellite, +6 % dans les machines et équipement, etc.). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89 % de toutes les importations) se sont accrues de 18 %, celles en provenance d'Amérique ont stagné tandis que celles en provenance d'Asie ont augmenté de 34 %.

2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

2.9.1 Le compte courant

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 1,86 milliard d'euros au premier trimestre 2010, contre 951 millions d'euros au premier trimestre 2009. Ce quasi-doublement du surplus courant provient largement d'une amélioration des exportations nettes de services financiers, accompagnée d'une contraction des déficits de revenus et des transferts courants. Quant au déficit de la balance de marchandises, il s'est accru sensiblement, en passant de 269 millions d'euros au premier trimestre de 2009 à 857 millions au premier trimestre 2010. Cette aggravation s'explique en grande partie par une importante réduction du surplus des transactions sur or non-monnaire. A cela s'ajoute la détérioration des termes de l'échange, qui s'est traduite par une nouvelle hausse du déficit des marchandises du commerce général (cf. Section 2.8 ci-dessus).



L'excédent dégagé par la balance des services s'est accru de 21 % en atteignant 5,4 milliards d'euros au premier trimestre 2010. Cette évolution positive provient d'une hausse de 32 % des exportations nettes de services financiers, alors que les exportations nettes des autres services se sont globalement réduites de 2 %. Parmi ces derniers, les plus affectés sont la publicité, l'informatique, le négoce international, les redevances et droits de licence ainsi que les autres services aux entreprises. Par contre, les services d'assurance, de transport des marchandises et de voyages se sont redressés au premier trimestre 2010.

Le déficit de la balance des revenus s'est résorbé de 10 % au premier trimestre 2010 (pour atteindre 2,4 milliards d'euros). Le solde négatif de la rémunération des salariés est resté quasiment stable, à 1,5 milliard d'euros, suite à une stagnation de l'emploi frontalier. Des améliorations dans presque toutes les sous-composantes du revenu des investissements (dividendes et intérêts) se traduisent pour cette rubrique par une réduction du déficit global de 23 % au premier trimestre 2010.

Enfin, le solde négatif dégagé par la balance des transferts s'est contracté de moitié, en grande partie suite à une baisse des transferts nets effectués par la BCL à la Banque centrale européenne au titre de la réallocation du revenu monétaire. Le niveau très bas du taux de refinancement et la baisse des liquidités accordées par la BCL aux banques résidentes sont à la base de cette évolution positive.

2.9.2 Le compte financier

Les sorties nettes de capitaux ont atteint 2,3 milliards d'euros au premier trimestre 2010, soit une hausse de plus d'un milliard par rapport au même trimestre de 2009. Dans les différentes composantes du compte financier, les flux d'investissements directs et de portefeuille se sont soldés par des entrées nettes respectives de 2,5 milliards d'euros et de 4,6 milliards. Ces entrées nettes ont été compensées par des sorties nettes de 9,4 milliards dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques).

Les entrées nettes d'investissements directs s'expliquent par quelques grosses opérations en capital, partiellement compensées par des prêts intra-groupes. Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont dégagé des entrées nettes de 27,8 milliards d'euros au premier trimestre 2010 contre des sorties nettes de 5,6 milliards au même trimestre de 2009. Du côté des avoirs, les résidents ont accru leurs investissements dans les actions étrangères, alors qu'ils avaient délaissé ce type de placements au premier trimestre de 2009 dans un contexte de perturbations financières. Du côté des engagements, au premier trimestre 2010, les non-résidents ont augmenté plus que proportionnellement leurs investissements dans les parts d'OPC, instruments qu'ils avaient vendu largement un an auparavant.

En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont placé 26 milliards d'euros dans les titres étrangers, essentiellement en obligations, en même temps qu'ils ont vendu les instruments du marché monétaire. Les transactions des non-résidents sur titres de créance luxembourgeois sont restées relativement faibles (3 milliards d'entrées, dont plus de la moitié en obligations). Au total, les transactions sur titres de créance se sont soldées par une sortie nette de 23 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 9,5 milliards d'euros sont liées à la fois à une réduction nette des engagements des institutions financières monétaires (BCL exclue) et à une hausse des avoirs nets des autres secteurs.

Tableau 1.22 :
Balance des paiements du Luxembourg

Unité ¹⁾ : Million EUR	T1 2009			T1 2010		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	39 598	38 647	951	37 498	35 640	1 858
Marchandises	3 164	3 434	-269	2 861	3 718	-857
Services	10 595	6 123	4 472	11 814	6 402	5 411
Revenus	24 647	27 324	-2 677	21 557	23 974	-2 418
Transferts courants	1 192	1 766	-574	1 266	1 545	-279
COMPTE DE CAPITAL	11	61	-50	16	58	-41
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER²⁾			-1 079			-2 310
Investissements directs³⁾	-26 972	31 009	4 037	-10 256	12 803	2 547
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-2 789	27 413	24 624	-8 901	58 775	49 874
Autres opérations, Prêts intragroupes	-24 182	3 595	-20 587	-1 354	-45 972	-47 326
Investissements de portefeuille	-36 215	-9 303	-45 518	-35 523	40 093	4 570
Titres de participation	-968	-4 613	-5 581	-9 165	36 940	27 775
Titres de créance	-35 246	-4 690	-39 936	-26 358	3 153	-23 205
Produits financiers dérivés			-6 511			24
Autres investissements	71 194	-24 270	46 924	809	-10 258	-9 449
Avoirs de réserve			-11			-2
ERREURS ET OMISSIONS			177			494

Sources : BCL/STATEC

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

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

2.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Comptes annuels

La seconde estimation des comptes nationaux pour l'année 2009 dresse un tableau moins favorable que ne laissaient entrevoir les données précédemment publiées. En effet, le taux de croissance annuel du PIB réel est désormais estimé à -4,1 % en 2009, enregistrant ainsi une baisse de 0,7 point de pourcentage par rapport aux estimations de printemps (-3,4 %). Le ralentissement plus marqué de la croissance économique est essentiellement attribuable à la formation brute de capital, dont la progression a été révisée à la baisse (-23,5 % selon la dernière version contre -17,1 % lors de la première estimation). Toutefois, la correction de la contribution de la formation brute de capital à la croissance qui a découlé de cette révision (de -3,4 à -4,7 points de pourcentage dans la nouvelle version) a été très partiellement compensée par une contribution plus favorable que prévu des exportations nettes (passant de -0,3 % à 0,4 % selon les dernières estimations). Il convient de noter que la révision à la baisse de la contribution à la croissance de la formation brute de capital est entièrement imputable à la révision de la contribution des variations des stocks. Après révision, la contribution de celles-ci a baissé et est devenue négative, comme on pouvait s'y attendre en période de crise.

Par ailleurs, étant donné que ni l'emploi ni la rémunération des salariés n'ont fait l'objet de révisions, la croissance annuelle de la productivité du travail ainsi que du coût unitaire du travail se sont mécaniquement réajustés, pour s'établir à respectivement -5,0 % et 7,0 % (contre -4,3 % et 6,3 % dans la version précédente).

Tableau 1.23:

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

	Taux de variation annuels						Contributions à la croissance (en points de pourcentage)					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Consommation privée	2,2	2,6	2,7	2,8	3,9	-0,7	0,8	1,0	1,0	0,9	1,2	-0,2
Consommation publique	4,5	3,3	2,8	2,9	3,0	2,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
Formation brute de capital	4,4	11,1	0,8	7,6	2,3	-23,5	1,0	2,4	0,2	1,5	0,5	-4,7
Demande intérieure (excluant les stocks)	3,3	5,2	2,2	4,2	3,2	-6,7	1,6	4,0	0,9	3,4	1,6	-3,5
Importations	11,8	4,2	12,9	8,3	3,3	-9,5	-13,3	-5,3	-16,8	-11,4	-4,8	13,4
Exportations	11,1	4,5	13,3	8,8	1,5	-7,5	15,2	6,8	20,7	14,9	2,7	-12,9
Exportations nettes	7,8	6,2	15,6	11,4	-6,3	1,4	1,9	1,5	4,0	3,6	-2,1	0,4
Produit intérieur brut	4,4	5,4	5,6	6,5	0,0	-4,1	4,4	5,4	5,6	6,5	0,0	-4,1
Déflateur du PIB	1,8	4,6	6,8	3,0	5,0	-0,3						
Emploi salarié	2,4	3,1	3,9	4,7	4,9	0,9						
Emploi total	2,2	2,9	3,6	4,4	4,7	0,9						
Rémunération moyenne par salarié	3,3	4,6	3,3	3,6	2,0	1,7						
Productivité du travail	2,1	2,5	1,9	2,0	-4,5	-5,0						
Coût unitaire du travail	1,2	2,1	1,4	1,6	6,8	7,0						
Marge de profit	0,5	2,5	5,4	1,3	-2,0	-7,0						

Source : STATEC, calculs BCL

Comptes trimestriels

La première estimation des comptes trimestriels pour le premier trimestre 2010 fait état d'une contraction du PIB en volume de 0,3 % par rapport au trimestre précédent mais d'un redressement de la croissance du PIB en glissement annuel. Cette dernière s'est en effet établie à 2,9 %, contre 1,1 % au trimestre précédent. Notons en outre qu'en termes annuels, les estimations pour l'ensemble des trimestres de 2009 ont été révisées à la baisse, soit -8,5 % au lieu de -7,6 % pour le deuxième trimestre, -2,2 % au lieu de -1,1 % pour le troisième trimestre et 1,1 % au lieu de 1,4 pour le dernier trimestre.

L'examen de la décomposition du PIB sous son optique dépenses indique qu'à l'exception de la formation brute de capital, toutes les composantes de la demande se sont redressées au premier trimestre de 2010 par rapport au même trimestre de l'année précédente. En glissement trimestriel, malgré une croissance positive de l'ensemble des composantes de la demande, le PIB a légèrement baissé par rapport au dernier trimestre 2009. Cette évolution négative est attribuable aux importations, dont la croissance a été supérieure à celle des exportations, contribuant ainsi négativement à la croissance économique.

Tableau 1.24:

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande (en pourcentage)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010
PIB réel	-2,4	4,5	1,2	-0,3	-8,5	-2,2	1,1	2,9
Consommation privée	-0,2	0,5	-1,1	1,5	-1,1	-1,2	-1,6	0,7
Consommation publique	-0,7	1,6	0,4	0,1	1,7	2,5	2,2	1,3
Formation brute de capital fixe	-13,2	-3,2	7,3	2,5	-10,4	-26,4	-17,8	-7,6
Exportations	-3,4	7,5	2,2	0,5	-13,8	-5,4	1,0	6,7
Importations	-0,2	5,0	2,4	3,3	-12,3	-10,5	-1,3	10,9

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondis près)

Sur le plan sectoriel et en glissement annuel, il apparaît que tous les secteurs ont bénéficié du rebond de l'activité au premier trimestre 2010, à l'exception des secteurs de la « construction » (-0,1 %) et des « services immobiliers, de location et aux entreprises » (-0,3 %). Toutefois, en comparaison avec le dernier trimestre de 2009, la valeur ajoutée s'est repliée dans le secteur « commerce, transports et communications » et dans celui des « services financiers ».

Tableau 1.25 :

Croissance du PIB réel et de la valeur ajoutée par branche de production (en pourcentage)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010
PIB réel	-2,4	4,5	1,2	-0,3	-8,5	-2,2	1,1	2,9
Agriculture, chasse et pêche	2,6	3,3	-2,1	2,8	12,1	14,8	8,1	6,8
Industrie y compris énergie	1,1	6,7	-1,0	2,1	-24,5	-16,9	-1,0	9,1
Construction	-4,1	7,5	-4,6	1,5	-6,0	1,7	-2,9	-0,1
Commerce, transports et communications	-3,3	5,7	3,7	-0,4	-7,5	0,6	6,0	5,5
Services financiers	0,2	3,2	-0,6	-1,4	-10,0	-1,0	-0,6	1,3
Services immobiliers, de location et aux entreprises	-2,9	0,5	1,7	0,5	-5,9	-3,7	-0,2	-0,3
Autres activités de services	0,4	1,0	0,0	0,6	1,4	1,5	1,9	2,1
Valeur ajoutée totale	-2,3	4,4	1,0	-0,5	-8,4	-2,1	1,4	2,5

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondis près)

Cette interprétation des données doit être considérée avec une extrême prudence. En raison du caractère incomplet de la couverture statistique du premier trimestre 2010, ces résultats feront nécessairement l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

2.11 RETOUR SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE JUIN 2010

Les projections macroéconomiques de la BCL, qui datent de juin dernier, laissaient augurer une hausse du PIB comprise dans une fourchette allant de 2,6 % à 3,2 % en 2010, après un recul de 3,4 % en 2009.²¹ Ces projections ont été élaborées dans un contexte de sortie de récession, contexte qui se caractérise généralement par un degré d'incertitude particulièrement élevé. La BCL avait d'ailleurs, à l'occasion de la présentation de son rapport annuel 2009, mis en exergue l'incertitude particulièrement élevée qui entourait les projections de juin. D'une part, les plans de consolidation budgétaire adoptés ou susceptibles de l'être dans la plupart des pays européens n'étaient pas encore intégralement pris en compte dans les projections. Or les plans en question devaient affecter négativement la demande externe adressée au Luxembourg. D'autre part, les perspectives du secteur financier sont incertaines et les performances macroéconomiques du Luxembourg dépendent étroitement de l'évolution des marchés financiers.

Pour les années 2011 et 2012, les projections de juin 2010 de la BCL tablaient sur une croissance modérée (se situant entre respectivement +1,8 % et +2,8 % et +2,5 % et +3,9 %). Ces projections laissaient donc augurer une croissance inférieure à la moyenne historique luxembourgeoise, corroborant ainsi l'hypothèse de l'abaissement du potentiel de croissance du fait, notamment, des ajustements structurels dans le secteur financier (voir l'encadré 1.2 « Croissance potentielle – une sortie de crise très graduelle » du Rapport annuel 2009).

21 Ce recul a par la suite été réestimé à 4,1 % par le Statec.

Les récentes informations disponibles, parues depuis la mi-juin 2010, tendent à corroborer ces attentes.

L'environnement international semble s'être amélioré depuis le début de l'été. Dans la zone euro, la croissance a connu une accélération notable au deuxième trimestre 2010, en s'établissant à +1,0%. Le fort rebond de l'activité en Allemagne (+2,2%) et dans de moindres proportions en France (+0,6%) explique dans une large mesure les résultats encourageants de la zone euro. Il n'en reste pas moins que la prudence s'impose quant à la vigueur de la croissance sur la deuxième moitié de l'année 2010. Les effets positifs des mesures de soutien des gouvernements et le ralentissement attendu du commerce mondial devraient ramener le taux de croissance de la zone euro vers des rythmes nettement plus modestes.

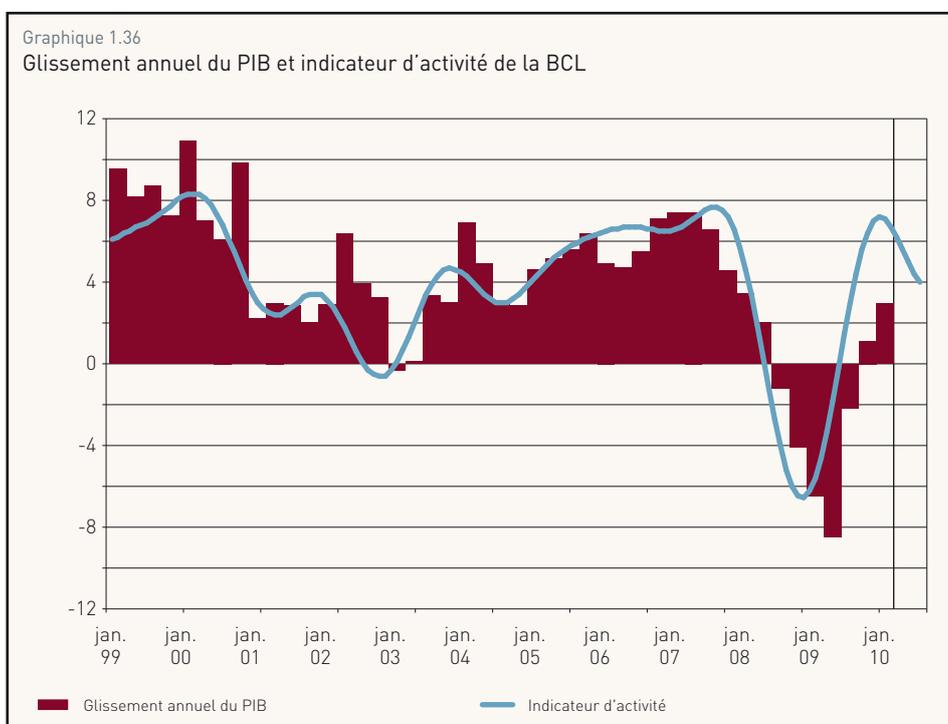
Au niveau national, la nouvelle estimation du PIB en volume pour l'année 2009 affiche une contraction de 4,1%, ce qui correspond à une révision à la baisse de 0,7 point de pourcentage par rapport à la version précédente.

De plus, la première estimation des comptes trimestriels publiés début juillet par le STATEC a laissé paraître un taux de croissance du PIB en glissement annuel égal à +2,9% au premier trimestre 2010 (après +1,1% au quatrième trimestre 2009). Ce dernier résultat avait été anticipé par l'indicateur d'activité de la BCL datant du début du mois de juin. Ce dernier prévoyait en effet un glissement annuel du PIB évoluant autour de 3% au premier trimestre de l'année 2010.

Le nouvel indicateur d'activité, qui intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles, avait cessé de se dégrader entre janvier 2009 et janvier 2010. En août 2010, pour le septième mois consécutif, il enregistre un retrait. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, la

croissance du PIB en glissement annuel s'établirait dans une fourchette comprise entre +4% et +5,9% au second trimestre 2010 (après +2,9% au premier trimestre 2010), du fait d'effets de base très favorables. La croissance au troisième trimestre s'établirait entre 0% et +3,7%.

Au total, l'acquis de croissance pour l'année 2010 calculé à l'issue du troisième trimestre de l'année 2010 s'établirait autour de +2,6%. Ce dernier résultat reste compatible avec les projections d'été de la BCL pour 2010 (2,6%-3,2%).



Sources : Statec, calculs BCL

2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

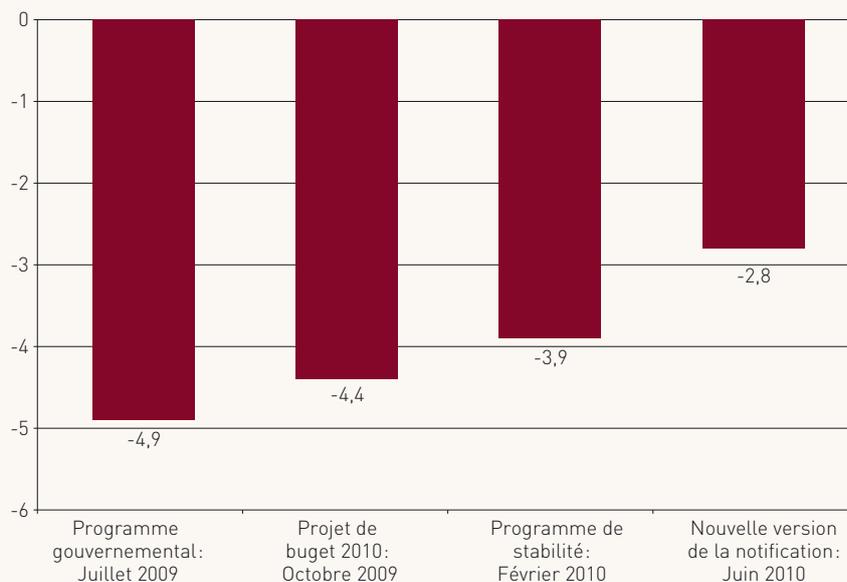
La période s'étendant de mi-juin à septembre 2010 n'a pas vu de changements significatifs en matière de finances publiques. Cependant, deux événements susceptibles de justifier une modification des projections budgétaires de juin 2010 méritent d'être soulignés. Il s'agit en premier lieu d'une nouvelle transmission à Eurostat de la mise à jour de la notification d'Avril 2010, qui comporte de nouvelles projections budgétaires pour l'exercice 2010. Il s'agit en second lieu de la publication, par le Ministère des Finances, des recettes courantes de l'Etat pour la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2010. Ces chiffres ont été présentés à la Chambre des Députés le 16 juillet 2010, en présence des responsables du Statec et de la BCL.

Le premier événement mentionné ci-dessus concerne la nouvelle transmission par le Gouvernement de la notification d'Avril 2010 à Eurostat. Cette mise à jour concerne principalement l'exercice 2010, pour lequel le déficit initialement projeté à 4,2% du PIB a été revu à la baisse, pour se chiffrer à 2,8% du PIB. Ce chiffre coïncide parfaitement avec les projections budgétaires de la BCL de juin²². Il importe dans ce contexte de souligner la fréquence régulière des révisions du solde budgétaire de l'ensemble des Administrations publiques luxembourgeoises et la difficulté que cela représente pour l'élaboration des projections pour les exercices suivants. Le graphique 1.37 en témoigne.

Cette nouvelle transmission a été entreprise suite à une demande de la Commission européenne. Cette dernière était d'avis que pour prendre la décision d'entamer ou non une procédure pour déficits excessifs (Excessive Deficit Procedure «EDP»,) envers le Luxembourg, le Gouvernement luxembourgeois devait retransmettre des projections actualisées pour l'exercice 2010. Or les autorités étaient d'avis que ces projections devaient être nettement révisées à la hausse par rapport à la notification d'avril 2010. Cette amélioration du solde budgétaire dont témoigne le passage du déficit escompté de 4,2% du PIB à 2,8% est principalement imputable aux recettes, qui s'avèrent nettement plus favorables que les recettes initialement estimées.

Graphique 1.37

Besoin de financement de l'ensemble des Administrations publiques luxembourgeoises en 2010 selon les estimations de Ministère des Finances



Source : Programme gouvernemental (juillet 2009), Projet de budget pour l'exercice 2010, 11^{ème} actualisation du programme de stabilité et de croissance du Grand-duché de Luxembourg pour la période 2009-2014, Mise à jour de la notification d'Avril (Ministère des Finances).

Cette constatation mène au deuxième événement, qui concerne la publication, par le Ministère des Finances, des recettes courantes de l'Etat luxembourgeois pour les six premiers mois de l'année 2010. L'analyse de ces dernières permet de constater qu'effectivement, le montant de recettes encaissées pendant cette période a été nettement plus élevé (+8,7%) que le montant enregistré pour la même période de l'exercice 2009, tout en étant approximativement égal à celui de 2008 (+0,1%). Le tableau ci-après reprend les chiffres clés de cette publication.

22 Voir Rapport Annuel 2009 de la BCL pour plus de détails.

En outre, il convient d'être vigilant dans l'interprétation de cette augmentation de recettes totales sur les six premiers mois de l'exercice 2010 (+8,7%) comparé aux recettes enregistrées pendant la période correspondante de 2009. L'année 2009 s'est caractérisée par une importante contraction économique, qui s'est reflétée directement sur les recettes de l'Etat (et en particulier sur celles qui sont directement dépendantes du secteur financier). Ceci donne l'impression que les recettes se sont nettement améliorées en 2010, mais ces mêmes chiffres sont en fait pratiquement égaux à ceux de 2008.

Tableau 1.26 :

Recettes courantes de l'Etat pour la période janvier-juin 2010 comparé aux mêmes recettes encaissées en 2008 et 2010

	Recettes au 30 juin			Variation 09/10		Variation 08/10	
	2010	2009	2008	Mio EUR	en %	Mio EUR	en %
Contributions directes	2 548,9	2 457,4	2 442,0	91,5	3,7	106,9	4,4
IRC	795,6	710,9	665,4	84,7	11,9	130,2	19,6
Assiette	249,1	221,0	186,0	28,1	12,7	63,1	33,9
Salaires et traitements	1 096,7	1 053,3	1 125,7	43,4	4,1	-29,0	-2,6
Autres	407,5	472,2	464,9	-64,7	-13,7	-57,4	-12,3
Douanes & accises	604,3	599,0	654,1	5,3	0,9	-49,8	-7,6
Recettes UE BL	457,4	450,6	500,2	6,8	1,5	-42,8	-8,6
Autres	146,9	148,4	153,9	-1,5	-1,0	-7,0	-4,5
Enregistrement & domaines	1 678,9	1 465,1	1 821,4	213,8	14,6	-142,5	-7,8
Taxe sur la valeur ajoutée (TVA)	1 280,3	1 129,0	1 296,9	151,3	13,4	-16,6	-1,3
Taxe d'abonnement	286,8	215,3	321,3	71,5	33,2	-34,5	-10,7
Autres	111,8	120,8	203,2	-9,0	-7,5	-91,4	-45,0
Trésorerie de l'Etat	235,7	141,5	147,3	94,2	66,6	88,4	60,0
TOTAL DES RECETTES	5 067,8	4 663,0	5 064,8	404,8	8,7	3,0	0,1

Source : Ministère des Finances.

Note 1 : avances trimestrielles dues en mars, juin, septembre et décembre;

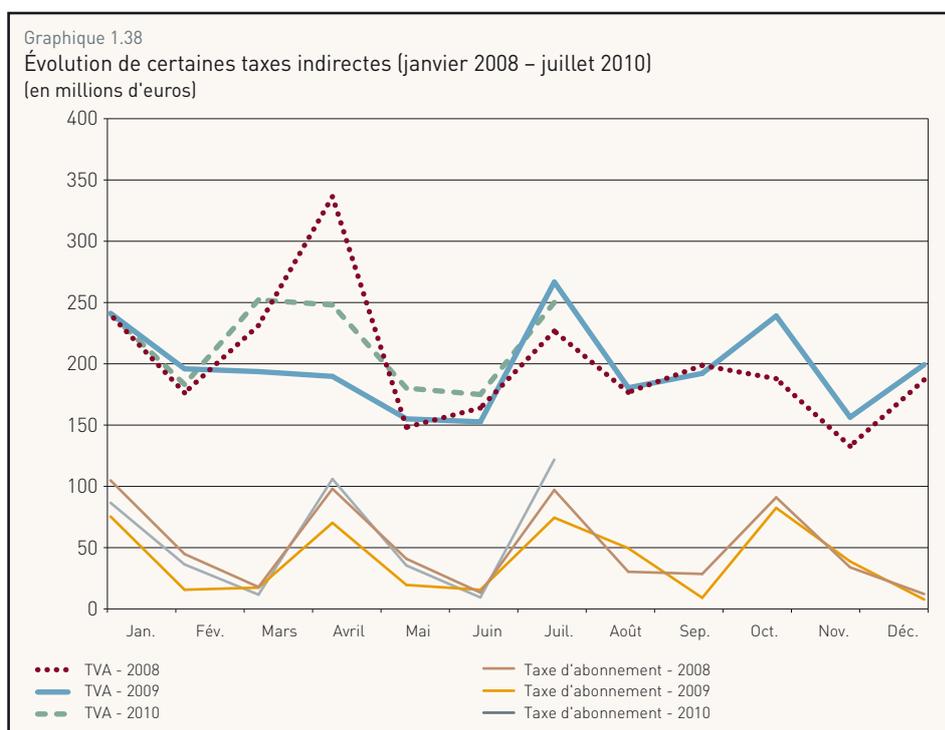
Note 2 : La TVA brute est répartie comme suit : (a) recettes à titre de ressources propres à verser à l'UE, (b) contribution assise sur le RNB;

Note 3 : avances trimestrielles dues en janvier, avril, juillet et octobre.

Cette nette amélioration par rapport à l'année 2009 provient d'une part des impôts sur le revenu des collectivités (+91,5 mio EUR) et d'autre part des recettes de la taxe sur la valeur ajoutée (+151,3 mio EUR) ainsi que de la contribution directe de l'impôt sur les traitements et salaires (+43,4 mio EUR). Par ailleurs, la taxe d'abonnement - directement liée à l'évolution du secteur financier a également fait montre d'une nette amélioration par rapport à 2009 (+71,5 mio EUR).

L'évolution positive des recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) est d'autant plus étonnante que les recettes en provenance de cet impôt devraient être liées dans une mesure croissante aux profits des sociétés réalisés après l'exercice 2007 (selon les propos du Premier ministre), soit une période assez maussade pour l'économie luxembourgeoise et davantage encore pour le secteur financier. A ce stade, il convient de souligner à nouveau la nécessité absolue d'une publication régulière, idéalement mensuelle, du produit de l'IRC et des détails afférents, afin de circonscrire les incertitudes inhérentes à l'inférence du produit de cet impôt. Il conviendrait même, à cette fin, de disposer d'une estimation du « millésime » des revenus générateurs d'IRC au cours d'un mois donné.

Le graphique 1.38 témoigne de l'amélioration continue des recettes en provenance des taxes indirectes depuis le début de l'année 2010. Au mois de juillet 2010, la taxe d'abonnement a même enregistré un niveau nettement supérieur à celui qui a été enregistré en juillet 2009 et même en juillet 2008. Les recettes en provenance de la TVA enregistrent également des niveaux élevés et même supérieurs à ceux de 2008 ou de 2009 et ceci pour presque toute la période.



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

Note : Données mensuelles en SEC95

En ce qui concerne l'exécution des dépenses de l'Etat, aucune information n'est disponible à ce jour. Or ces données sont strictement indispensables pour apprécier correctement l'évolution en cours d'année des finances publiques et l'exécution du Budget de l'Etat.

Par ailleurs, il convient de signaler à ce stade que le Ministre des Finances a déjà transmis à la Chambre des Députés le projet de loi qui incorpore une grande partie des mesures annoncées par le Premier ministre le 5 mai dernier. Celui-ci devrait être adopté au courant du mois de septembre et entrera en vigueur à partir du 1^{er} janvier 2011.

De manière générale, les deux événements cités ci-dessus ne remettent pas fondamentalement en question les projections des soldes des finances publiques publiées dans le Rapport Annuel 2009 de la BCL en juin dernier. Bien évidemment, la BCL devra prendre en considération certains événements positifs qui pouvaient difficilement être escomptés au printemps de 2010 vu la situation économique au niveau national ou au sein de la zone euro. La prise en considération de ces derniers mènera clairement à une amélioration du solde budgétaire des Administrations publiques luxembourgeoises mais ce dernier restera déficitaire. Par ailleurs, l'ampleur de cette amélioration est difficilement chiffrable à ce stade. Dans l'élaboration de ses projections d'automne, la BCL devra prendre en considération d'autres éléments tels que l'environnement économique national et international, le projet de budget 2011, les nouvelles informations concernant les recettes 2010 ainsi que de nombreuses autres informations.

2 ANALYSES

1	L'énergie au Luxembourg	86
1.1	L'offre d'énergie : la production et les importations	86
1.2	La consommation énergétique au Luxembourg	88
1.3	Les principaux défis auxquels le Luxembourg est confronté en matière énergétique	90
1.3.1	Les émissions de gaz à effet de serre dans le contexte international	90
1.3.2	L'impact de l'énergie sur l'inflation au Luxembourg et le mécanisme d'indexation	91
1.3.3	Prix de l'énergie et impact de la compétition accrue	93
1.3.4	Diversification et sécurité de l'approvisionnement énergétique au Luxembourg	95
2	Utilité de l'indicateur de confiance des consommateurs en tant qu'outil d'analyse Conjoncturelle	97

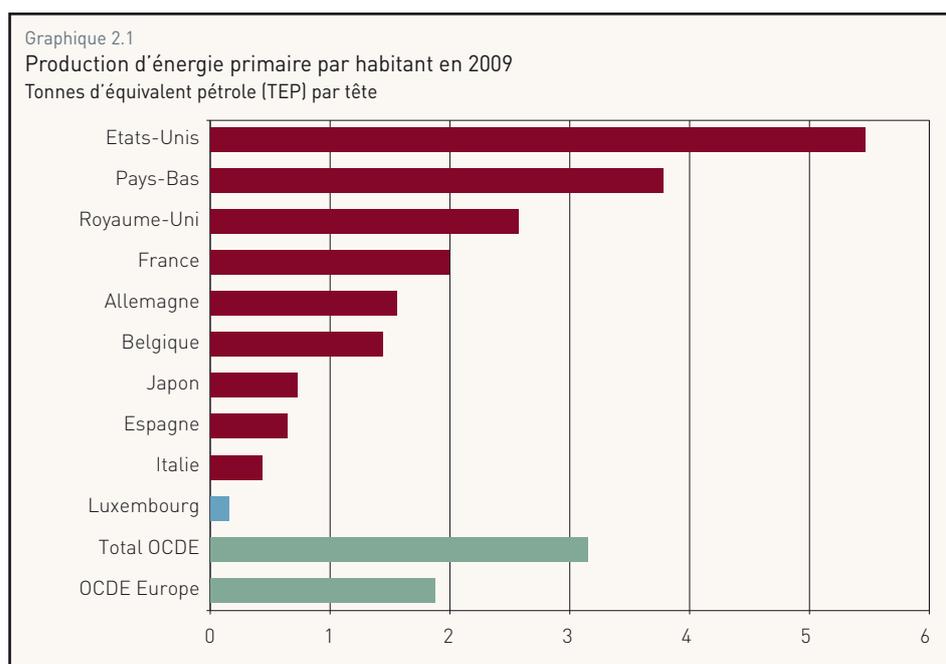
1 L'ÉNERGIE AU LUXEMBOURG¹

La présente analyse vise à faire le point sur la situation énergétique du Luxembourg. Une première partie de l'analyse est dévolue à la production énergétique luxembourgeoise et aux importations. Cette partie mettra en exergue l'extrême faiblesse de la production luxembourgeoise d'énergie primaire et l'importance corrélative des importations d'énergie. La seconde partie est consacrée au volet consommation. Cet examen descriptif mettra en exergue nombre de spécificités découlant notamment de la taille réduite et du fort degré d'ouverture du pays. Ces spécificités constituent autant de défis, qui sont identifiés dans une troisième partie de l'analyse.

L'un des principaux enseignements de cette dernière partie est que la politique énergétique ne peut être considérée isolément. Elle doit s'opérer conjointement à une redéfinition de divers aspects de la politique économique, par exemple la politique des transports, l'aménagement du territoire, le marché du travail ou encore l'indexation des salaires.

1.1 L'OFFRE D'ÉNERGIE : LA PRODUCTION ET LES IMPORTATIONS

Comme l'illustre le graphique 2.1 ci-dessous, le Luxembourg se caractérise par la faiblesse de sa production d'énergie primaire, qui est quasiment inexistante. Avec une production de 0,16 tonne d'équivalent pétrole par habitant (TEP) seulement, la production par tête du Luxembourg est la plus faible parmi les pays de l'échantillon, qui comporte les grands pays européens, les trois pays limitrophes du Luxembourg, les Etats-Unis et le Japon. Ainsi, cette production est douze fois inférieure à la production moyenne des pays européens de l'OCDE. C'est cette première particularité du Luxembourg qui explique l'importance des importations nettes d'énergie, qui sont peu ou prou égales à la consommation finale d'énergie. En conséquence, le Luxembourg est parmi les pays de l'OCDE celui qui présente le plus faible degré d'indépendance énergétique. Le ratio de la production d'énergie primaire à la consommation énergétique totale s'est en effet limité à 2% en 2009, contre 60% pour les pays européens de l'OCDE et 40% pour la moyenne des trois pays limitrophes selon l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE).²

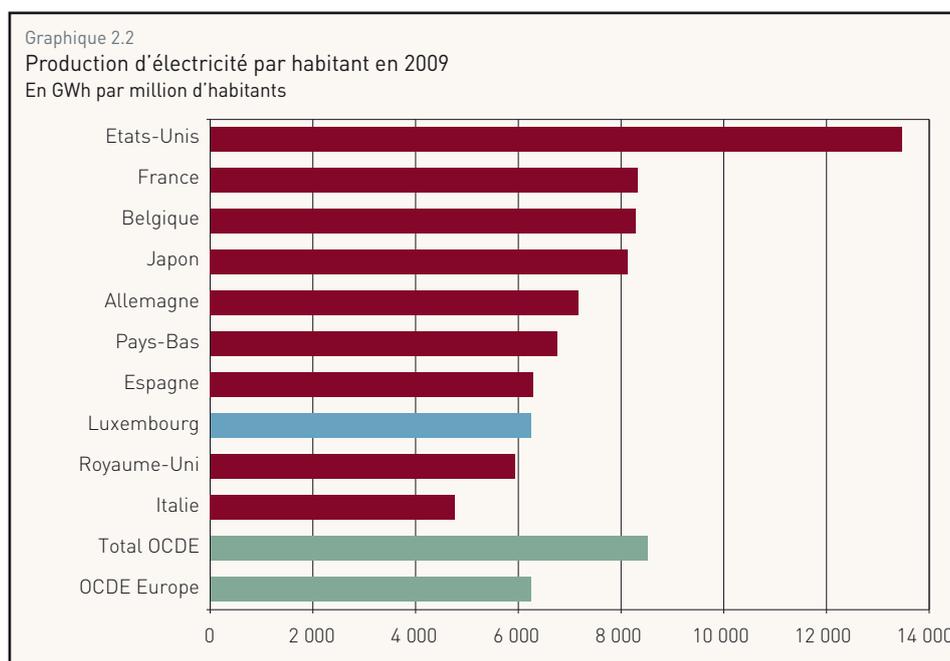


Source : Agence Internationale de l'Énergie

¹ Rédigé par Muriel Bouchet et Amela Hubic.

² IEA Statistics, Energy balances of OECD countries, 2010 Edition.

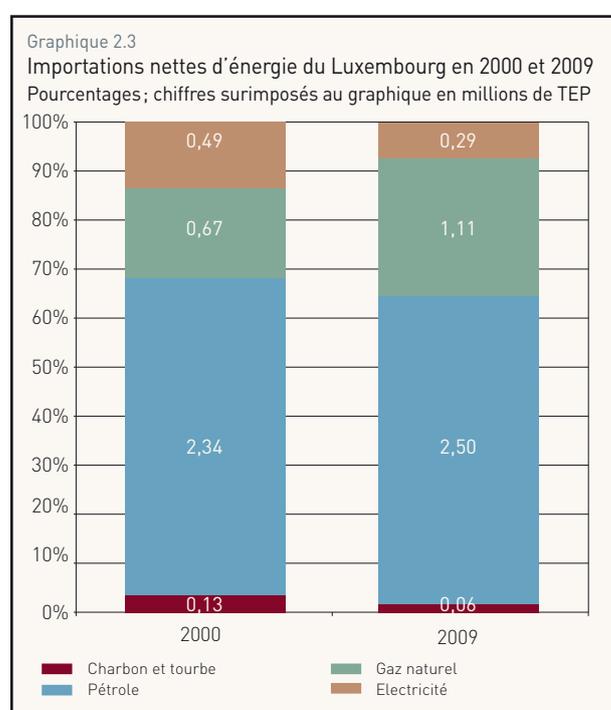
Ce constat a priori accablant doit cependant être nuancé. Il est en effet établi sur base de la production d'énergie primaire. Or le Luxembourg se caractérise par une production dérivée (soit secondaire) significative dans le domaine électrique (voir le graphique 2.2). En dépit de l'inexistence d'un parc nucléaire, le Luxembourg parvient quasiment à hisser sa production d'électricité par habitant au niveau de la France et de la Belgique. Cette production est assurée à raison de 91% à partir de gaz naturel, les deux principales unités de production étant la centrale de pompage de Vianden – qui est reliée au réseau allemand – et la centrale turbine gaz vapeur Twinerg depuis sa mise en activité en 2002.³ Ce modèle de production dérivée présente cependant une limite d'envergure. Il ne concourt en effet guère à renforcer l'indépendance énergétique du Luxembourg, puisque le gaz naturel servant à produire l'électricité est importé.



Source : Agence Internationale de l'Énergie

Le graphique 2.3 met d'ailleurs en évidence la forte progression de la part du gaz naturel dans les importations énergétiques totales de 2000 à 2009, sous l'effet déterminant de la mise en service de la centrale Twinerg. A noter également la diminution corrélative des importations nettes d'électricité. Ces dernières demeurent cependant importantes en niveau absolu, puisqu'elles sont pratiquement égales à l'ensemble de la production nationale d'électricité. Enfin, la principale composante des importations est le pétrole, avec 2,5 millions de TEP en 2009 sur des importations nettes totales de l'ordre de 4 millions de TEP en 2009.

Compte tenu de la faiblesse voire même de l'insignifiance de la production interne, ces importations nettes satisfont la quasi-intégralité de la consommation d'énergie.



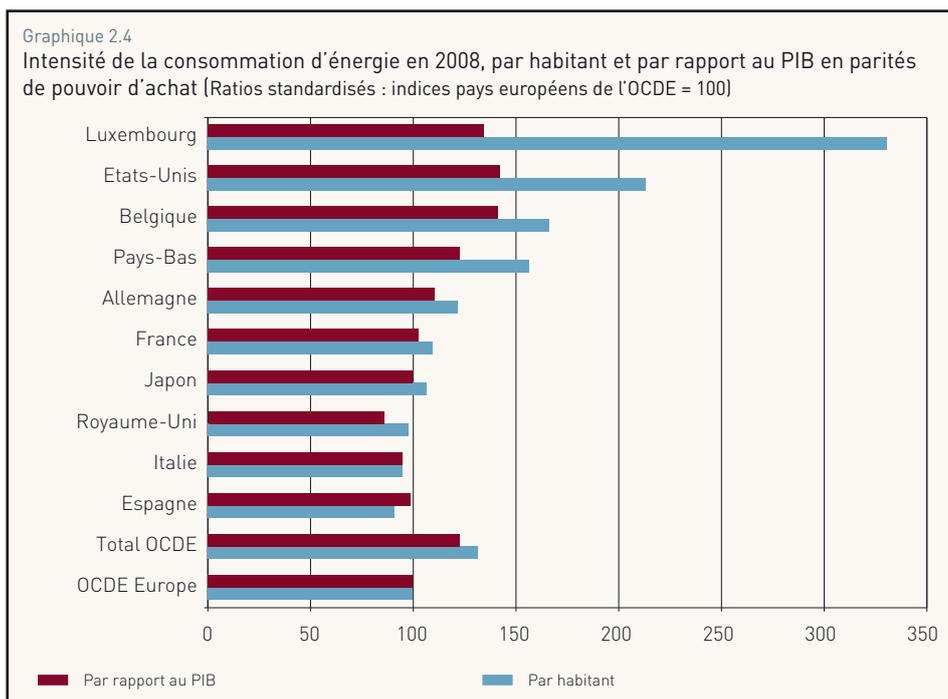
Source : Agence Internationale de l'Énergie

3 La centrale Twinerg est située à Esch-sur-Alzette et est connectée au réseau belge d'électricité ELIA à Aubange, via le réseau luxembourgeois Sotel.

1.2 LA CONSOMMATION ÉNERGÉTIQUE AU LUXEMBOURG

Évaluée à l'aune des TEP par habitant, la consommation énergétique luxembourgeoise semble considérable. Elle atteint en effet plus du triple de la consommation moyenne des pays européens de l'OCDE. Il convient cependant de nuancer cette première impression. Cette forte consommation apparente du Luxembourg reflète dans une large mesure l'importance relative du PIB luxembourgeois. Appréhendée sur la base du coefficient d'intensité énergétique du PIB (consommation rapportée au PIB), la consommation d'énergie luxembourgeoise n'excède plus la moyenne « OCDE Europe » qu'à raison de 35 %. Elle est même inférieure à celle d'un pays voisin, à savoir la Belgique.

Ce dernier chiffre est lui-même gonflé par une spécificité luxembourgeoise, fréquemment évoquée sous le vocable de « Tanktourismus » ou tourisme des stations essence. Les statistiques de l'AIE se rapportent en effet à l'ensemble de la consommation de produits énergétiques sur le territoire luxembourgeois, quelle que soit par ailleurs la nationalité des acheteurs. Or les produits pétroliers vendus au Luxembourg le sont dans une large mesure à des non-résidents. La pondération respective de l'IPCH et de l'IPCN suggère en tout cas que les dépenses des non-résidents représentent 53 % du poste « gasoil » et 60 % du poste « Essence » de l'indice des prix. Les achats de transit effectués par les gros transports et par les travailleurs frontaliers sont particulièrement importants.

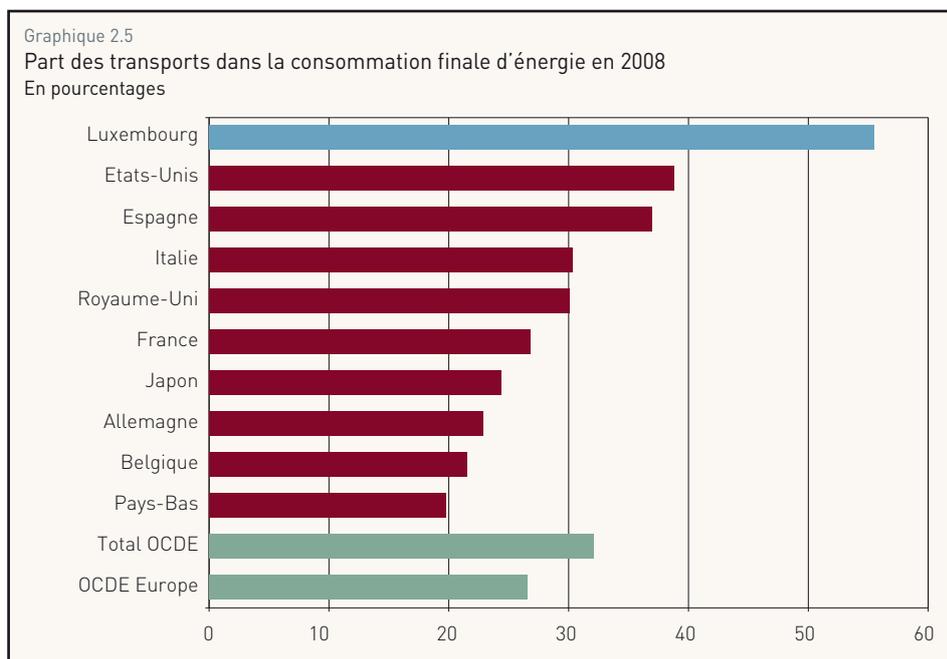


Source : Agence Internationale de l'Énergie

C'est cet état de fait qui explique la particularité luxembourgeoise mise en lumière au graphique 2.5, à savoir une part des transports dans la consommation finale d'énergie nettement plus importante qu'à l'étranger. Alors que cette part ne dépasse pas les 27 % pour les pays européens de l'OCDE, elle atteint en effet quelque 56 % au Luxembourg.

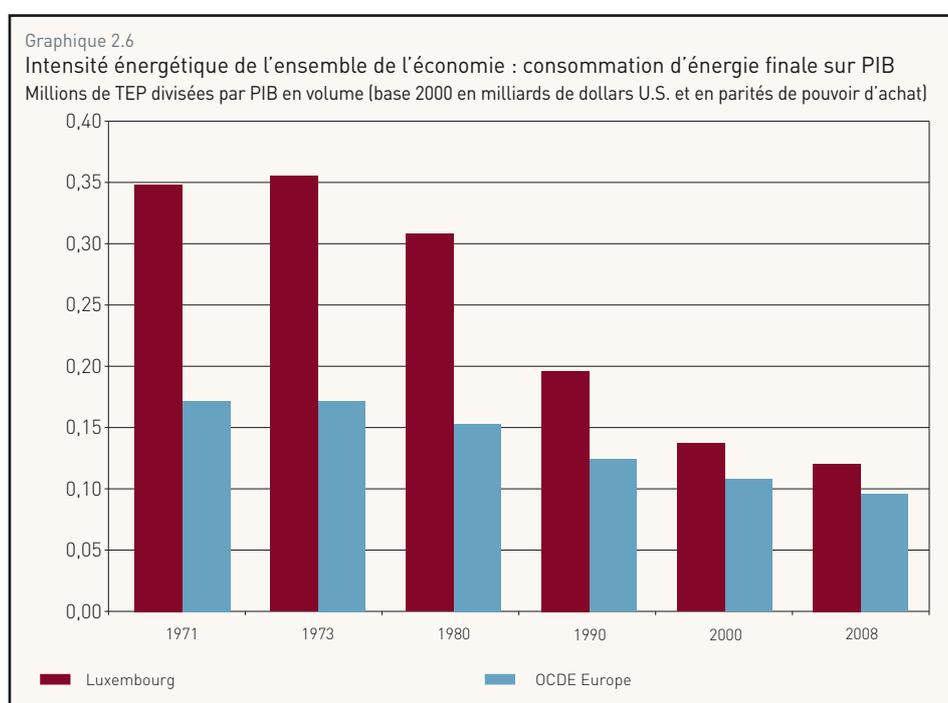
Il convient de noter que si la consommation énergétique luxembourgeoise est gonflée par les achats de non-résidents, ce phénomène devrait être quelque peu pallié par l'important rôle joué par les services au sein de l'économie luxembourgeoise (en particulier les services financiers), dont l'intensité énergétique est traditionnellement assez faible. L'intensité énergétique globale de l'économie luxembourgeoise

(consommation d'énergie finale par unité de PIB) tend d'ailleurs à décliner au fil du temps, à un rythme plus soutenu que dans la moyenne des autres pays européens. En dépit de cette tendance favorable, cette intensité demeurerait cependant rivée à un niveau absolu plus élevé qu'ailleurs en Europe en 2008, à cause de la forte consommation induite par le secteur des transports.



Source : Agence Internationale de l'Energie

Deux des facteurs explicatifs de cette décreue significative de l'intensité énergétique sont d'une part la montée en puissance du secteur financier déjà évoquée ci-dessus et d'autre part l'arrêt progressif de la filière classique de la production d'acier, dont l'incidence est devenue particulièrement sensible en 1995. Il convient de souligner également une stagnation de la consommation de produits pétroliers à partir de 2005, alors que cette dernière avait continuellement augmenté au cours de la décennie précédente (+75% de 1995 à 2005). La politique visant à augmenter la taxation des produits pétroliers, notamment afin d'alimenter le Fonds de financement des mécanismes de Kyoto, explique probablement en partie cette relative stagnation, du moins à partir de 2007. En outre, les cours du pétrole ont fortement augmenté de 2005 à la survenance de la crise économique et financière, ce qui a également pu contribuer à tempérer la demande afférente.



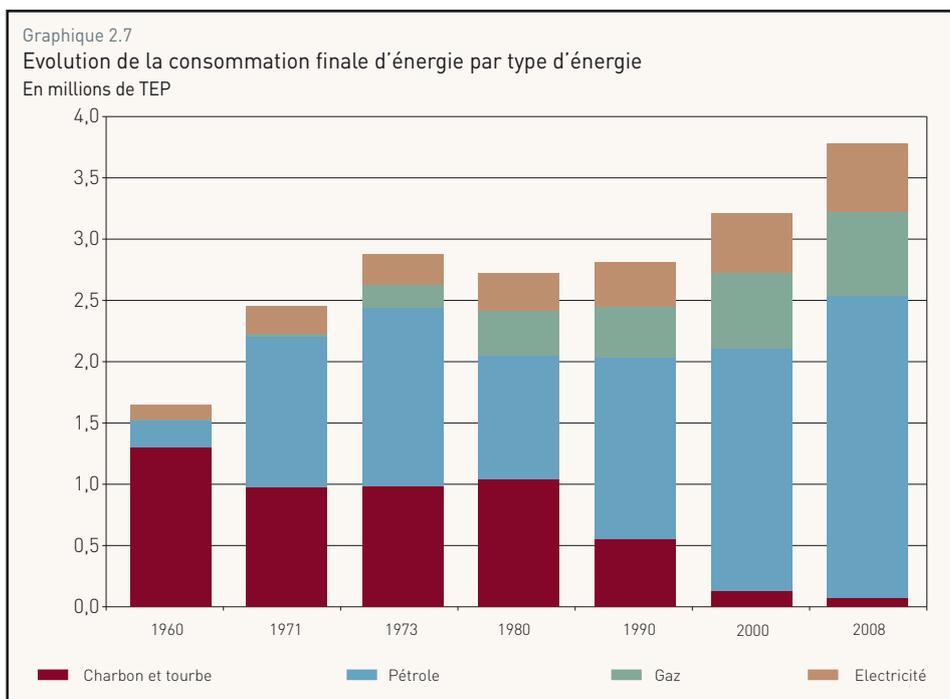
Source : Agence Internationale de l'Energie

1.3 LES PRINCIPAUX DÉFIS AUXQUELS LE LUXEMBOURG EST CONFRONTÉ EN MATIÈRE ÉNERGÉTIQUE

Les principales caractéristiques du marché énergétique luxembourgeois ont été présentées ci-dessus. Nombre de ces caractéristiques sont de nature à pénaliser l'économie luxembourgeoise en l'absence d'une politique proactive en la matière. Les enjeux les plus pressants sont identifiés ci-dessous.

1.3.1 Les émissions de gaz à effet de serre dans le contexte international

Comme indiqué ci-dessus, le secteur des transports occupe une place prépondérante au Luxembourg du fait principalement des achats de produits pétroliers par les non-résidents. Le graphique suivant illustre l'une des principales conséquences de cette emprise croissante des transports, à savoir une très nette progression de la consommation de pétrole de 1980 ou 1990 à 2008. C'est ce phénomène qui explique les difficultés qu'éprouve le Luxembourg à se conformer à ses obligations internationales en matière d'émissions de gaz à effet de serre.



Sources : Agence Internationale de l'Energie, Ministère de l'Economie et du Commerce extérieur

Le Luxembourg a en effet pris part au Protocole de Kyoto, sous l'égide duquel il a accepté de réduire ses émissions de gaz à effet de serre (GES) de 28%, au cours de la période 2008-2012, par rapport aux émissions de 1990. A la faveur notamment d'une amélioration de l'efficacité énergétique de l'industrie, notamment dans la sidérurgie, les émissions de GES du Luxembourg ont diminué de 1993 à 1998. Sous l'influence déterminante de la montée en puissance des achats de produits pétroliers par les non-résidents,⁴ les émissions ont cependant augmenté par la suite pour atteindre 12,9 millions de tonnes d'équivalent CO₂ en 2007. Les transports représentent environ 60% des émissions de GES au Luxembourg en 2007, contre 27% pour la zone euro.⁵ Ce niveau de 12,9 millions de

tonnes, largement alimenté par les transports, est pratiquement équivalent au niveau atteint en 1990, soit 13,1 millions de tonnes d'équivalent CO₂. L'objectif officiel précité d'une diminution de 28% paraît bien distant dans un tel contexte.

La politique de réduction des émissions au Luxembourg repose sur un Plan d'Action publié en 2006. Les progrès dans l'exécution de ce Plan sont évalués annuellement par une « task force » interministérielle. Les autorités comptent respecter leurs engagements internationaux principalement en recourant aux « mécanismes de Kyoto ». Un fonds spécial, le « Fonds de financement des mécanismes de Kyoto », a été institué à cette fin. Il peut notamment procéder à des échanges de droits d'émission, financer des projets

4 L'entrée en service de la centrale électrique Twingern en 2002 a également contribué à rehausser les émissions de GES.

5 Source : DG TREN « EU energy and transport in figures - Statistical pocketbook 2010 ».

de réduction des émissions de GES dans des pays en voie de développement, des pays de l'OCDE et des pays en transition, participer à la mise en œuvre des projets et programmes visant à la réduction des émissions. Il est essentiellement financé par une dotation budgétaire (11 millions d'euros au budget 2010), par un droit d'accise autonome prélevé sur certains produits pétroliers (58 millions d'euros au budget 2010) et par une partie du produit de la taxe sur les véhicules routiers (27 millions d'euros au budget 2010). Le droit d'accise autonome a été graduellement augmenté à partir de 2007, afin d'assurer le financement des activités du Fonds et d'endiguer le tourisme de l'essence.

Les dépenses totales du Fonds devraient selon le budget 2010 s'établir à quelque 125 millions en 2010, ce qui souligne le coût inhérent aux émissions de CO₂, imputables notamment au phénomène de «Tanktourismus».

Le Luxembourg devra également se conformer au paquet «climat/énergie» de la Commission européenne, qui postule notamment une réduction des émissions de GES de 21% d'ici 2020 par rapport à 2005 sur le segment soumis à l'«Emission Trading Scheme» (ETS)⁶, le secteur non-ETS devant quant à lui réduire ses émissions de 20% au cours de la même période. Le paquet de la Commission renferme également un objectif de développement de la production d'énergies renouvelables. Pour rappel, ces dernières ne représentent actuellement que 1,2% de la production d'énergie primaire du Luxembourg.

Cette situation particulière constitue bien évidemment un dilemme pour les autorités luxembourgeoises. Ces dernières bénéficient certes d'importantes recettes en provenance du «Tanktourismus». Cependant, elles risquent également, à politique inchangée, de se voir confrontées à un coût croissant de la lutte contre les gaz à effet de serre, à cause des fortes émissions imputées au Luxembourg par le biais des achats de produits pétroliers par les non-résidents.

En proie au dilemme Tanktourismus/émissions de GES, les autorités luxembourgeoises tentent avec raison d'inciter aux économies d'énergie fossile et de stimuler les énergies renouvelables (biomasse, solaire, éolien, hydraulique, géothermique). Se manifeste alors un défi d'envergure, à savoir le bon dosage des mesures, qui doivent permettre de modifier les comportements de consommation sans pour autant s'avérer excessivement coûteuses pour l'Etat. Le programme de l'actuel gouvernement se réfère en tout cas à une façon originale de pallier le dilemme précité, à savoir «*la diversification de la place financière, en encourageant une réorientation ciblée des fonds d'investissement dans le respect des objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre, d'économie d'énergie et de recours aux énergies renouvelables*».

Le programme gouvernemental de juillet 2009 avance également une autre piste permettant de concilier la lutte contre les GES et la diversification économique: «*des pistes de financement innovatrices sont à explorer telles que la possibilité de l'introduction d'un système «bonus-malus» sur différents produits selon leur contenu en carbone ou en énergie. Il est de même envisagé d'introduire des outils bancaires et financiers adaptés, notamment des prêts bonifiés, en concertation avec le secteur financier*».

1.3.2 L'impact de l'énergie sur l'inflation au Luxembourg et le mécanisme d'indexation

Au Luxembourg comme ailleurs, l'énergie est un important facteur de volatilité du niveau des prix. Une hausse des prix de l'énergie peut se répercuter sur les prix au consommateur de façon directe, notamment par le truchement de formules prédéterminées de fixation des prix (c'est notamment le cas au Luxembourg et en Belgique). A cet effet direct peut s'ajouter un effet indirect, à mesure que l'onde de choc affecte la structure de prix des entreprises. Les produits énergétiques constituent en effet un input important pour de nombreuses branches industrielles (par exemple le pétrole dans la chimie), qui vont graduellement

⁶ L'ETS repose sur la distribution gratuite de droits d'émission aux entreprises de six secteurs (électricité et chauffage, sidérurgie et fer, ciment, verre et matériaux de construction, papier et pâte à papier, raffinage), avec possibilité d'achats et ventes de ces droits.

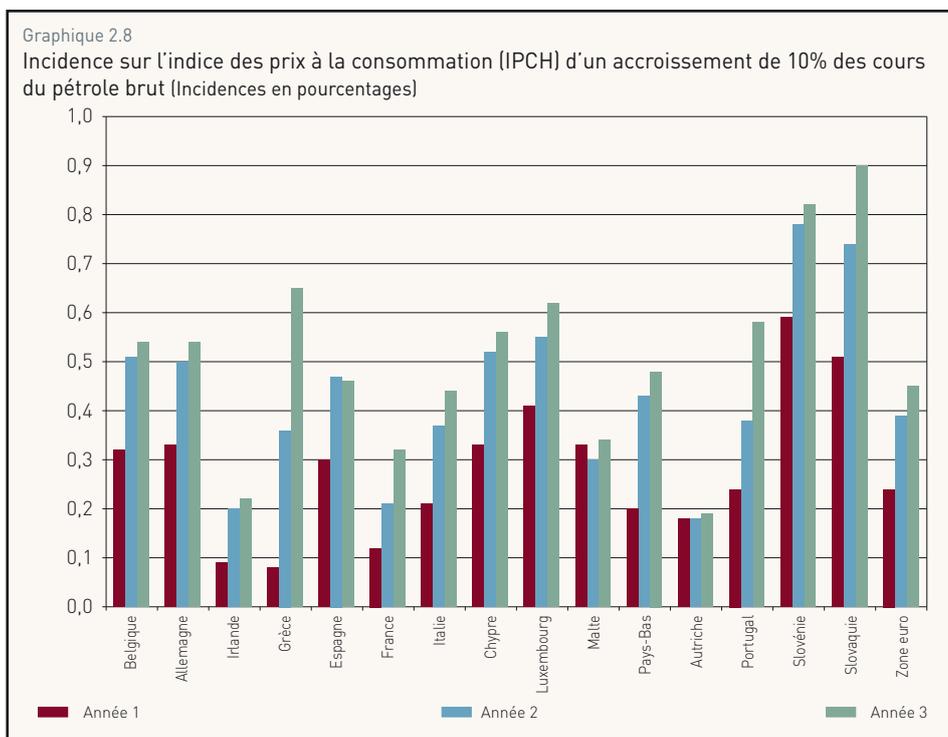
répercuter dans leurs prix à la production le renchérissement des inputs. Enfin, l'impact d'une hausse des prix de l'énergie sera exacerbé par d'éventuels effets de second tour. Les ménages chercheront en effet à amortir l'impact sur leurs salaires réels de la hausse de l'indice des prix, en demandant un accroissement de leur rémunération nominale. Cet effet sera d'ailleurs automatique dans les pays n'ayant pas encore aboli le mécanisme d'indexation des salaires aux prix, comme le Luxembourg. De façon symétrique, les entreprises tenteront de maintenir leurs marges réelles par des renchérissements additionnels de leurs prix de vente.

Une récente étude de la BCE,⁷ à laquelle la BCL a participé, a permis d'évaluer l'incidence sur l'inflation d'un choc énergétique, en l'occurrence une augmentation de 10% des prix du pétrole. L'impact de ce choc a été évalué sur la base des modèles macroéconomiques des diverses banques centrales nationales. Cet impact apparaît aux deux graphiques suivants sur une période de trois années.

Les résultats montrent que le Luxembourg est l'un des pays les plus sensibles aux variations des prix pétroliers. Dès la première année, le niveau des prix y augmenterait de 0,41% dans la foulée de l'accroissement de 10% des prix du pétrole,

la moyenne correspondante ne se montant qu'à 0,24% pour la zone euro. La hausse du niveau des prix s'établirait même à 0,62% lors de la troisième année, contre 0,45% pour l'ensemble de la zone euro. Il convient par ailleurs de noter que l'augmentation observée au Luxembourg excède l'accroissement inféré dans chacun des trois pays voisins. Un tel résultat peut refléter trois facteurs. En premier lieu, les résultats sont établis à partir des indices des prix à la consommation harmonisés. Or l'indice harmonisé luxembourgeois se caractérise par une pondération importante des prix des produits pétroliers, puisqu'il prend en compte les achats de ces produits effectués par des non-résidents. En second lieu, le niveau des accises et autres droits fixes est plus faible au Luxembourg que dans la moyenne des pays de la zone euro, ce qui

induit une plus forte sensibilité des prix au consommateur par rapport aux prix énergétiques de base.⁸ En troisième et dernier lieu, le mécanisme d'indexation prévalant encore actuellement au Luxembourg, qui y est appliqué de façon intégrale, « magnifie » l'incidence sur les salaires et *in fine* sur les prix des fluctuations des cours du pétrole.

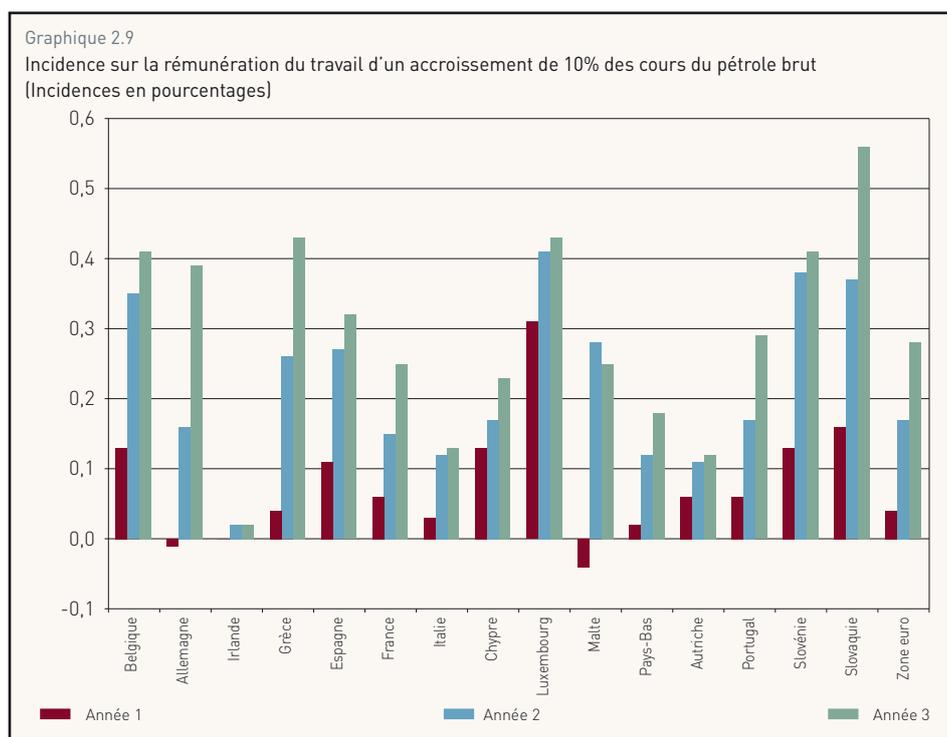


Source : ECB (2010), sur la base de l'utilisation des modèles macro-économiques respectifs des banques centrales nationales (y compris la BCL)

7 ECB (2010), Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, «Energy markets and the euro area economy», Occasional Paper Series, n°113, Juin 2010.

8 Par définition, la composante « accises » demeure inchangée en cas de hausse des prix du pétrole, au contraire des autres composantes du prix pour le consommateur final. Ce dernier prix est par conséquent moins sensible au prix de la matière première lorsque le poids relatif des accises est plus important.

Le graphique 2.9 montre d'ailleurs que le Luxembourg est le pays où les rémunérations réagissent le plus rapidement au choc pétrolier. Une telle simultanéité signifie que les entreprises doivent faire face à une augmentation de leurs coûts salariaux au moment même où elles doivent déjà supporter les conséquences du coût accru de leurs matières premières. Seul le Luxembourg est réellement confronté à un tel dilemme au sein de l'Union monétaire selon les résultats illustrés au graphique.

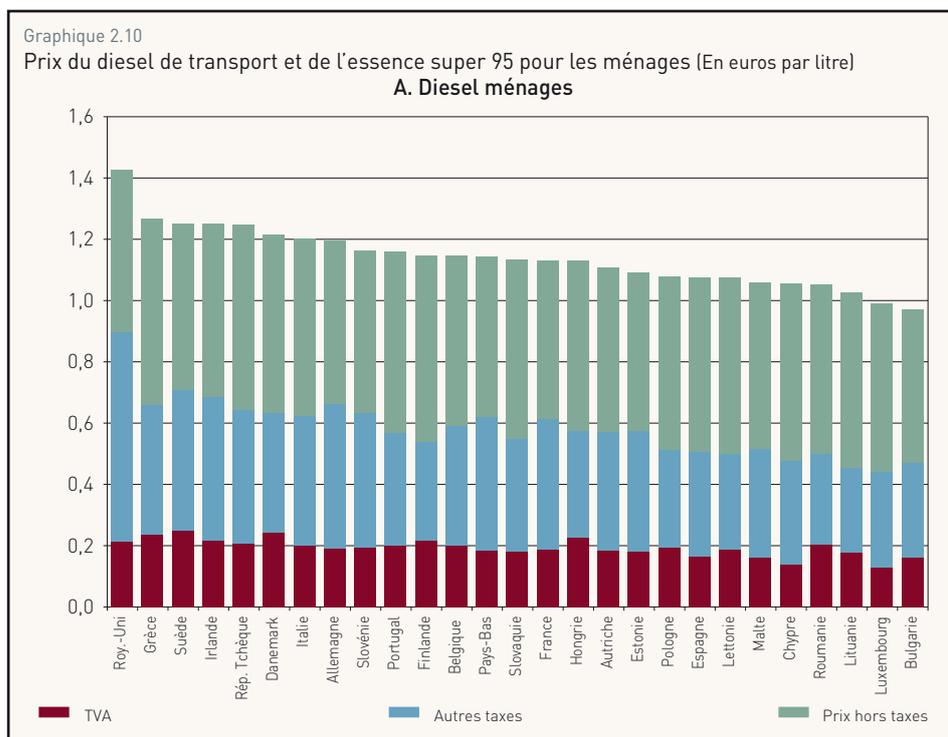


Source : ECB (2010), sur la base de l'utilisation des modèles macro-économiques respectifs des banques centrales nationales (y compris la BCL)

1.3.3 Prix de l'énergie et impact de la compétition accrue

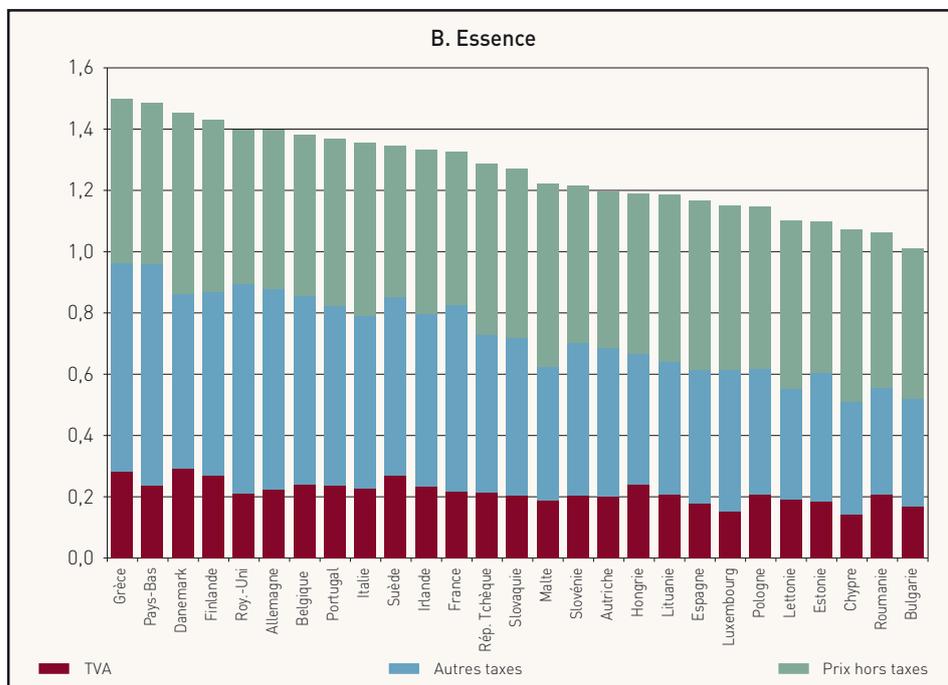
Comme l'indique le graphique 2.10 ci-dessous relatif aux ménages, le Luxembourg se signale par des prix pétroliers assez bas en comparaison européenne, à la faveur d'une fiscalité favorable et alors que les prix bruts de la matière première (en bleu) n'affichent qu'une faible variation d'un pays à l'autre. Il convient toutefois de noter que si la fiscalité sur les produits pétroliers est relativement faible au Luxembourg, elle ne peut être qualifiée d'exceptionnellement basse. De nombreux pays, dont l'Espagne, se caractérisent en effet par un « coin fiscal » équivalent, voire même plus étriqué encore.

Graphique 2.10
 Prix du diesel de transport et de l'essence super 95 pour les ménages (En euros par litre)
 A. Diesel ménages



Source : Weekly Oil Bulletin, juillet 2010.

B. Essence



Source : Weekly Oil Bulletin, juillet 2010.

Par ailleurs, les ménages luxembourgeois ne sont pas particulièrement avantagés en ce qui concerne le marché de l'électricité et surtout du gaz. L'OCDE a mis au point des indicateurs de régulation des marchés de l'énergie, qui permettent d'appréhender l'incidence de la régulation sur le niveau des prix. L'indicateur calculé pour la période 1998/1999 sur le segment électrique suggérait que ce dernier était l'un des plus

réglementés d'Europe, avec à la clef un impact de près de 17% sur les prix. L'indicateur correspondant recalculé pour la période 2006/2007 souligne cependant les progrès accomplis par le Luxembourg sur ce plan, puisque le surcroît de prix imputable à la régulation serait passé de 17% en 1998/1999 à 3% seulement en 2006/2007.

Cette diminution au fil du temps de l'incidence de la régulation sur les prix ne signifie cependant pas que dans l'absolu, l'électricité soit bon marché au Luxembourg, bien au contraire en ce qui concerne les ménages.⁹ D'autres facteurs que la régulation, en particulier la petite taille de l'économie et l'abondance de câbles de distribution souterrains très coûteux, expliquent cette situation. Selon Eurostat, le prix hors taxe de l'électricité pour une consommation domestique annuelle se situant entre 1000 et 2500 Kwh excéderait la moyenne correspondante de la zone euro à raison de quelque 33%.¹⁰ La composante «taxes» tend cependant à favoriser les consommateurs luxembourgeois. Le surcroît de prix par rapport à la zone euro n'est plus que de 12% lorsque le prix final pour le consommateur, incorporant les divers prélèvements fiscaux, est pris en considération.

Toujours selon l'étude précitée de l'OCDE, le Luxembourg serait en 2006/2007 le pays le plus régulé de la zone euro sur le segment du gaz, le surcroît de prix imputable à la seule régulation s'établissant à quelque 7%. Ces résultats semblent être contredits par de récentes données d'Eurostat sur les prix du gaz pour les ménages au sein de la zone euro. Selon ces données, les prix moyens du gaz pour les ménages se sont significativement réduits en 2009. A la faveur de cette réduction, les prix hors taxes du gaz au Luxembourg seraient inférieurs à la moyenne correspondante de la zone euro, à raison d'environ 10% pour une consommation domestique de 20 à 200 Gigajoules par an.¹¹ Cette évolution est observée dans la foulée de la loi du 1^{er} août 2007 relative à l'organisation du marché du gaz naturel, qui a accru les possibilités de choix du fournisseur.

Les prix du gaz au Luxembourg pour les consommateurs industriels moyens délivrent cependant un message différent, ce qui met en évidence la nécessité d'actions additionnelles sur ce segment industriel. Toujours selon Eurostat, au premier semestre de 2009, les prix du gaz pour des clients industriels consommant entre 10 000 et 100 000 gigajoules par an seraient nettement plus élevés au Luxembourg que dans l'ensemble de la zone euro, à concurrence de 12% (prix hors taxes). Ce surcoût atteindrait même 27% par rapport à la Belgique.

1.3.4 Diversification et sécurité de l'approvisionnement énergétique au Luxembourg

Alors que les problèmes précédemment mentionnés s'inscrivent plutôt dans une logique économique traditionnelle, postulant une relative stabilité au jour le jour, la diversification de l'approvisionnement énergétique et la sûreté physique des stocks de produits énergétiques sont des concepts qui présupposent la possible survenance d'événements sortant de l'ordinaire. Il n'est guère utile de s'étendre longuement sur la diversification, qui n'est guère prononcée. Le Luxembourg n'est assurément pas un grand producteur d'énergie primaire, comme le montre la première partie de la présente analyse. De surcroît, sa production d'électricité repose quasi intégralement sur le gaz naturel. Cette production d'électricité s'avère au demeurant insuffisante, puisque le Luxembourg doit toujours procéder à d'importants achats d'électricité à l'étranger en dépit de l'entrée en activité de la centrale Twinerg en 2002. Du fait de l'importance de ces importations, la sécurité d'approvisionnement en électricité dépend intimement du bon fonctionnement du marché électrique régional. Diverses initiatives ont vu le jour ces dernières années, afin de garantir ce bon

9 Le Luxembourg se caractérise cependant par des prix de l'électricité un peu plus bas que dans la zone euro, à raison de 12%, pour des consommateurs industriels de taille moyenne (consommation annuelle de 500 à 2 000 MWh) au premier semestre de 2009. Il s'agit de prix hors taxes.

10 Données relatives au second semestre de 2009.

11 Données au premier semestre de 2009.



fonctionnement. Il s'agit notamment du *Memorandum of Understanding* du Forum Pentalatéral de l'Énergie¹² signé à Luxembourg le 6 juin 2007, ce dernier veillant à optimiser la compatibilité des réseaux nationaux et à favoriser les échanges d'électricité entre pays (aussi sur une base intra-day). Selon l'AIE,¹³ les actuelles capacités d'interconnexion du Luxembourg paraissent suffisantes, mais certaines difficultés pourraient survenir en cas de forte augmentation de la demande d'électricité au cours des prochaines années.

La loi sur l'Organisation du marché de l'électricité, entrée en vigueur en août 2007, permet de pallier cette dernière vulnérabilité. En son article 11, elle exige en effet des entreprises du secteur la remise à l'Etat de plans à 5 ans relatifs à l'extension de leurs réseaux, ces plans devant être actualisés tous les deux ans. Les autorités peuvent de la sorte disposer d'une meilleure «vue d'hélicoptère» et ainsi prévenir l'apparition d'éventuels goulets d'étranglement.

A diverses carences sur le versant de la production s'ajoute la faible diversification de la consommation et des importations d'énergie du Luxembourg, qui sont dans une large mesure dominées par le seul pétrole sous l'influence notamment des importants achats de produits pétroliers opérés par les non-résidents.

Etant donné le peu d'emprise du Luxembourg sur la production et sur le degré de diversification de la consommation, il aurait été particulièrement indiqué de bénéficier d'importants stocks d'énergie aisément mobilisables, en particulier dans le domaine pétrolier. Cette exigence n'est que très partiellement satisfaite. Ainsi, plus de 85% des obligations de stockage requises du Luxembourg par l'AIE consistent en stocks détenus à l'étranger, qui pourraient s'avérer difficilement mobilisables dans certains cas (grèves notamment). Ces stocks sont en outre la plupart du temps détenus sous la forme de contrats de leasing à court terme, ce qui expose le Luxembourg à d'éventuelles instabilités de l'offre de pétrole. Afin de pallier le problème du stockage, les autorités se sont engagées à définir, dans le cadre du projet de plan sectoriel des zones d'activités économiques, des terrains servant à l'établissement de nouvelles capacités de stockage de pétrole (voir le programme gouvernemental de juillet 2009).

Dans le domaine du gaz naturel, le gouvernement veille à améliorer la sécurité d'approvisionnement, notamment par le biais de nouveaux raccordements du réseau de transport de gaz naturel à ceux des pays limitrophes et par la définition d'une stratégie de stockage et de mesures permettant une intégration de compresseurs dans le réseau de transport.

Notons enfin que l'apparition d'Enovos en 2009, issue de la fusion de trois acteurs historiques du secteur de l'énergie dans la Grande Région, à savoir Cegedel, Soteg et Saar Ferngas, devrait en principe favoriser la sécurité énergétique, via une meilleure intégration tant des réseaux transnationaux que des réseaux nationaux.

12 Ce Forum réunit, outre le Luxembourg, la Belgique, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas.

13 International Energy Agency, *Energy Policies of IEA Countries - Luxembourg 2008 Review*.

2 UTILITÉ DE L'INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS EN TANT QU'OUTIL D'ANALYSE CONJONCTURELLE¹⁴

L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs, menée par la BCL depuis début 2002, s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne.

L'enquête en question mesure les phénomènes conjoncturels tels qu'ils sont perçus par les consommateurs. Le questionnaire comprend quinze questions, dont douze sont posées sur une base mensuelle et trois sont posées trimestriellement.

L'enquête de conjoncture peut tout d'abord être utilisée en tant qu'outil d'analyse à des fins de prévisions économiques, en conjonction avec d'autres statistiques de nature quantitative. Nous pouvons distinguer deux types d'indicateurs susceptibles de servir de supports aux prévisions : les indicateurs précurseurs, à savoir ceux annonçant la tendance d'une variable avec un ou plusieurs trimestres d'avance, ou les indicateurs coïncidents, à savoir ceux qui annoncent la tendance d'une variable pour le même trimestre que celui auquel ils se réfèrent.

Les résultats de cette enquête peuvent également être utilisés en tant qu'indicateurs de la conjoncture actuelle et permettent à la BCL de calculer notamment l'indicateur de confiance des consommateurs. Ce dernier synthétise les réponses à quatre questions qui traitent de l'évolution de diverses variables sur les douze prochains mois. Il s'agit des questions relatives à l'évolution du chômage, la situation économique générale, la situation financière des ménages et leur capacité à épargner.

Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. De manière générale, ces pourcentages reflètent la différence entre la part des ménages qui ont signalé une amélioration et celle ayant mentionné une détérioration de la situation à laquelle se réfère la question. L'indicateur relatif au chômage constitue une exception à cet égard, puisque son augmentation signale une détérioration anticipée de la situation sur le marché du travail.

En tant qu'indicateur avancé, l'indicateur de confiance des consommateurs devrait pouvoir servir à anticiper notamment des retournements de tendance conjoncturelle. Dans le présent encadré, nous allons voir comment évoluent l'indicateur de confiance des consommateurs et ses différentes composantes et comparer leurs évolutions à celle de diverses variables économiques.

Indicateur de confiance des consommateurs et chômage

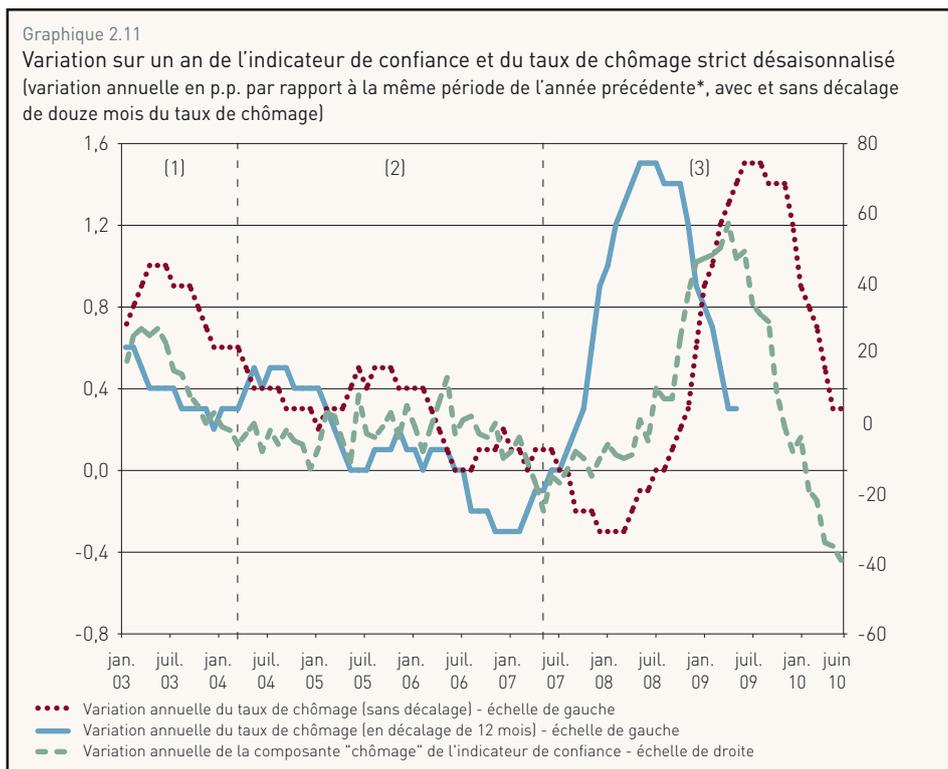
Afin de mesurer le caractère précurseur de l'indicateur de confiance, il convient de comparer à un instant t l'évolution sur un an de l'indicateur en t (par rapport à $t-1$) et l'évolution du taux de chômage un an plus tard. En effet, une hausse de la composante chômage de l'indicateur de confiance indique une détérioration de l'évolution des perspectives de chômage pour les 12 mois à venir.

L'analyse graphique montre que sur la période comprise entre janvier 2003 et juin 2010, l'indicateur de confiance est bel et bien associé à la tendance générale du taux de chômage. Le lien existant entre ces deux variables est cependant complexe et nous pouvons distinguer trois phases (graphique 2.11) :

14 Rédigé par Cindy Veiga-Nunes, Erik Walch et Muriel Nguiffo-Boyom.

Phase (1) : pendant la première phase allant de janvier 2003 à mars 2004, il semble que le caractère coïncident de l'indicateur de confiance soit plus prononcé que son caractère précurseur. En effet, l'évolution de l'indicateur de confiance reflète mieux la tendance du taux de chômage sur la même période que celle du taux de chômage en décalage de 12 mois.

Phase (2) : pendant la deuxième phase, l'analyse graphique ne permet pas vraiment de tirer des conclusions précises sur la relation entre l'évolution de l'indicateur de confiance et celle du taux de chômage.



Sources : ADEM, IGSS, Statec, BCL

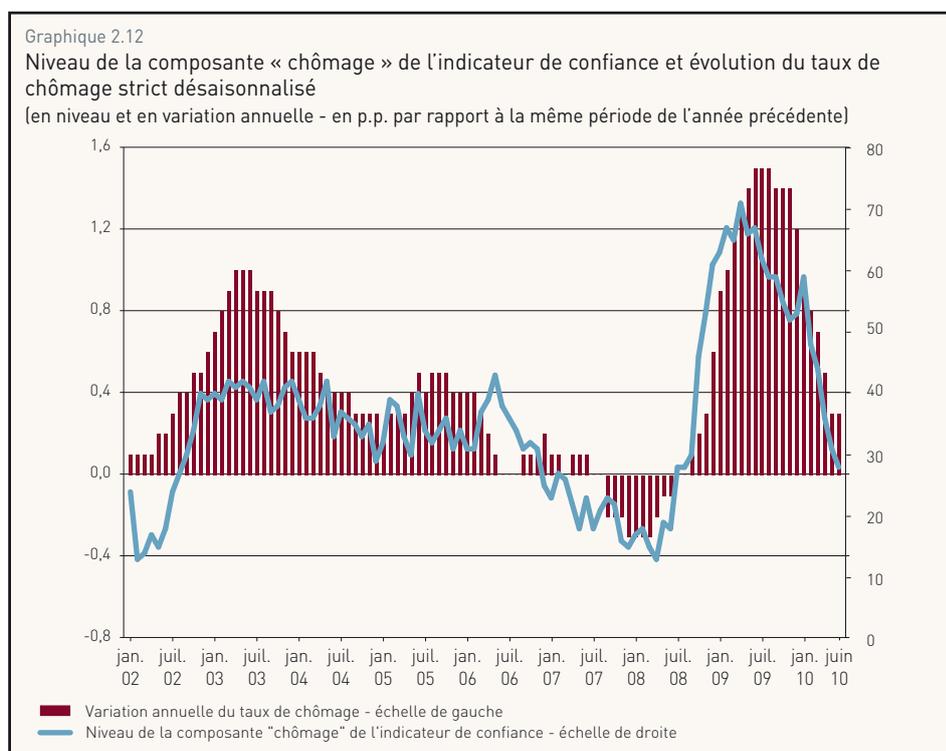
* Etant donné que l'Indicateur de confiance des consommateurs n'existe que depuis janvier 2002, pour pouvoir calculer des variations annuelles de cet indicateur, l'analyse ne peut débuter qu'en janvier 2003. De même, étant donné que l'indicateur reflète l'opinion des consommateurs en ce qui concerne l'évolution du chômage au cours des douze mois suivants, nous devons comparer le taux de variation de l'indicateur en janvier 2003 (par rapport à janvier 2002) avec l'évolution du taux de chômage entre février 2003 et février 2004. Ainsi, par exemple, pour le mois de janvier 2003 nous avons d'un côté (en rouge) l'évolution de l'indicateur au mois de janvier 2003 (par rapport à janvier 2002) et en bleu l'évolution annuelle du taux de chômage en février 2004 (par rapport à février 2003). La ligne verte décrit l'évolution annuelle du taux de chômage au cours du mois de publication de l'indicateur (sans décalage).

Phase (3) : depuis juillet et surtout novembre 2008, nous constatons que la hausse du taux de chômage n'a cessé de s'accélérer (en variation annuelle) jusqu'en septembre 2009. Du côté de l'indicateur, bien qu'il ait connu une tendance haussière à partir de mai 2007 (indiquant ainsi des perspectives plus pessimistes sur les douze mois à venir), cette hausse ne s'est réellement accélérée qu'à partir d'août 2008 (donc trois mois avant l'accélération effective du taux de chômage). Pour la période la plus récente, alors que la hausse du taux de chômage n'a commencé à décélérer qu'en juillet 2009, l'indicateur a quant à lui connu une inflexion similaire dès avril 2009, soit tout de même avec une avance de quatre mois sur la décélération de la hausse du taux de chômage, ce qui témoigne du caractère précurseur de l'indicateur du moins sur la période récente.

Le fait de prendre le taux de chômage au sens large ou strict n'affecte pas notre conclusion.

La comparaison entre la variation annuelle du taux de chômage au sens strict désaisonnalisé et l'évolution du niveau de la composante « chômage » de l'indicateur de confiance au cours d'une même période, donc sans décalage dans le temps du taux de chômage, conduit à des résultats similaires (graphique 2.12). Ainsi, nous constatons qu'entre janvier et novembre 2002, l'indicateur suit la même tendance que la variation du taux de chômage, ce qui indiquerait que l'indicateur de confiance est coïncident. Toutefois, cette conclusion est nuancée par le fait que même au cours de cette période, nous constatons un certain caractère précurseur de l'ordre d'environ quatre mois. En effet, alors que la confiance des consommateurs relative au chômage a commencé à se détériorer dès février 2002, la progression du taux de chômage n'a connu une accélération qu'en mai 2002. Le même phénomène est visible lors de la période plus récente, où l'indicateur de confiance a commencé à se détériorer dès avril 2008 alors que le chômage ne s'est accéléré qu'à partir d'août 2008, ce qui confirme les résultats livrés par le premier graphique. De même,

l'indicateur de confiance atteint un plafond dès avril 2009 alors que le taux de chômage ne commence à se stabiliser qu'en juin 2009, soit trois mois plus tard. En ce qui concerne la période intermédiaire, le lien entre l'indicateur et l'évolution du chômage apparaît moins clairement.



Sources : ADEM, IGSS, Statec, BCL

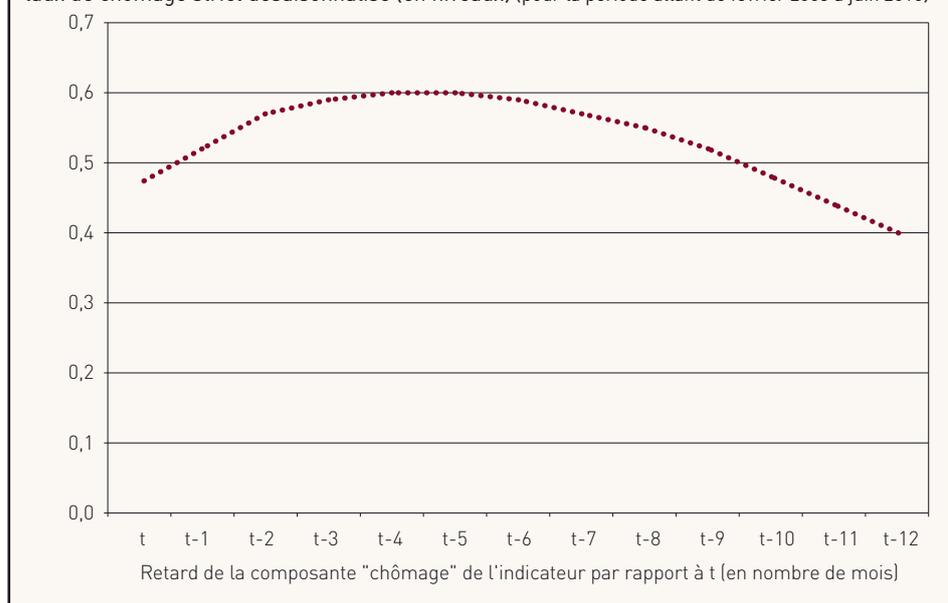
Remarque : les deux variables (variation de l'indicateur et variation du taux de chômage) sont prises à un même instant t

L'analyse du coefficient de corrélation¹⁵ montre que la corrélation est la plus élevée quand l'indicateur de confiance est retardé de quatre à cinq mois par rapport au taux de chômage, ce qui montre ainsi le caractère précurseur de l'indicateur (graphique 2.13 et tableau 2.1). De plus, ces coefficients de corrélation sont statistiquement significatifs. Par la suite, la corrélation diminue, ce qui implique que le caractère précurseur de l'indicateur s'affaiblit avec le temps.

Lorsque nous raisonnons en termes de variations mensuelles à la fois pour le taux de chômage et pour l'indicateur, le résultat est plus nuancé et statistiquement moins significatif. Nous constatons que le coefficient de corrélation est le plus élevé lorsque nous prenons la variation mensuelle de l'indicateur avec deux à six mois de décalage. Cependant, comme le démontre le tableau 2.1, le coefficient varie de manière très disparate et demeure assez bas, tout en étant statistiquement significatif.

15 Pour calculer le coefficient de corrélation, nous sommes partis des données mensuelles à la fois pour l'indicateur de confiance (composante « chômage ») et le taux de chômage. Puis nous avons calculé leurs taux de croissance mensuels respectifs (en points de pourcentage). Ensuite, nous avons calculé des coefficients de corrélation tout d'abord en prenant le taux de chômage et le niveau de l'indicateur, puis en prenant la variation mensuelle du taux de chômage et la variation mensuelle de l'indicateur. Comme l'indicateur de confiance n'existe que depuis janvier 2002, nous avons dû commencer notre analyse en février 2002 (afin de pouvoir calculer un taux de variation mensuel). Ensuite, nous avons successivement décalé la valeur de l'indicateur d'une période, jusqu'à parvenir à un décalage de douze mois (étant donné que les agents anticipent le chômage sur les douze prochains mois). Nous sommes ainsi arrivés à février 2003. Afin de ne pas biaiser l'analyse, nous avons commencé le calcul du coefficient de corrélation entre les variables pour la période allant de février 2003 à juin 2010. Ainsi, pour chaque mois inclus dans l'analyse, nous avons treize valeurs différentes de l'indicateur de confiance (c'est-à-dire celle du mois en question (t) et les douze valeurs des douze mois précédents).

Graphique 2.13
Coefficient de corrélation entre la composante « chômage » de l'indicateur de confiance et le taux de chômage strict désaisonnalisé (en niveaux) (pour la période allant de février 2003 à juin 2010)



Sources : ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL

Tableau 2.1 :

Coefficient de corrélation entre la composante « chômage » de l'indicateur de confiance et le taux de chômage strict désaisonnalisé (en niveaux et en variation mensuelle) (pour la période allant de février 2003 à juin 2010)

Retard de la composante de l'indicateur de confiance par rapport à la période t (en nombre de mois)	Coefficient de corrélation	
	Taux de chômage en t et niveau de la composante « chômage » de l'indicateur	Variation mensuelle du taux de chômage en t et variation de la composante « chômage »
t	0,47**	0,07
t-1	0,52**	0,17
t-2	0,57**	0,36**
t-3	0,59**	0,32**
t-4	0,60**	0,29**
t-5	0,60**	0,33**
t-6	0,59**	0,37**
t-7	0,57**	0,23*
t-8	0,55**	0,29**
t-9	0,52**	0,08
t-10	0,48**	0,08
t-11	0,44**	0,00
t-12	0,40**	0,06

** significatif au seuil de 1 %

* significatif au seuil de 5 %

Sources: Adem, IGSS, Statec, calculs BCL

L'analyse graphique et l'analyse du coefficient de corrélation permettent donc de conclure au caractère précurseur de l'indicateur de confiance des consommateurs par rapport à l'évolution du chômage. Une conclusion forte sur la relation entre taux de chômage et indicateur de confiance nécessiterait néanmoins une période d'analyse plus longue. De plus, il convient de signaler que depuis 2002, date à laquelle

l'indicateur de confiance a été introduit par la BCL, le taux de chômage n'a cessé d'augmenter (sauf en variation annuelle entre août 2006 et juillet 2007) de sorte qu'intuitivement, les consommateurs tendent à anticiper une hausse du chômage.

Indicateur de confiance des consommateurs et PIB réel

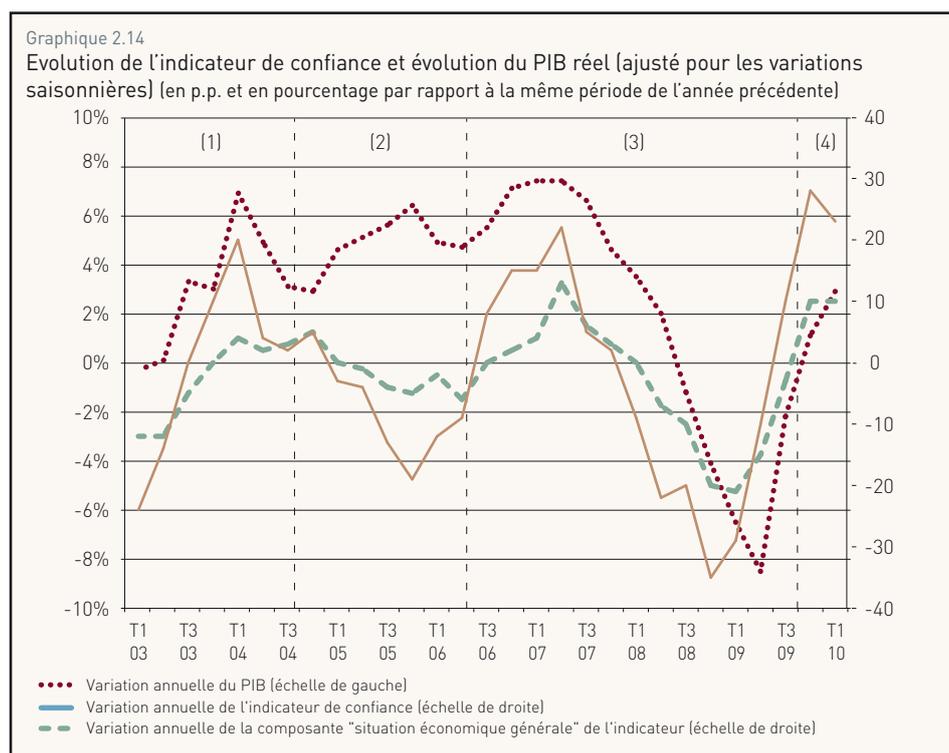
L'analyse graphique entre l'évolution de l'indicateur de confiance et celle du PIB à un même instant t montre que même si, d'une façon générale, l'indicateur de confiance semble suivre la tendance du PIB, nous pouvons distinguer quatre phases (graphique 2.14) :

Phase (1) : pendant deux années environ (du début 2003 au troisième trimestre 2004), l'indicateur de confiance reflète bien l'évolution du PIB. L'accélération du PIB jusqu'en mars 2004 trouve son reflet dans une augmentation de l'indicateur de confiance. Le ralentissement du PIB jusqu'en septembre 2004 est accompagné par une légère baisse de la confiance (au niveau de l'indicateur et de la composante « situation économique générale »).

Phase (2) : entre la fin 2004 et le deuxième trimestre 2006, malgré une croissance constante et élevée du PIB, la confiance des ménages se détériore (et s'améliore par la suite).

Phase (3) : du deuxième trimestre 2006 au quatrième trimestre 2009, la confiance des ménages donne à nouveau une image assez fidèle de la tendance du PIB : une accélération dès le deuxième trimestre 2006, un pic de croissance entre fin 2006 et le deuxième trimestre 2007, suivi d'une décélération et puis d'une récession avec, à la fin de la période observée, une amélioration de la situation conjoncturelle. Tous ces mouvements semblent avoir trouvé leur reflet dans l'indicateur de confiance, ce qui suggère que l'indicateur soit coïncident.

Phase (4) : Depuis fin 2009, alors que le PIB croît à nouveau positivement, nous constatons d'un côté une détérioration des anticipations des agents en termes de situation économique générale et une stagnation de l'indicateur de confiance total.



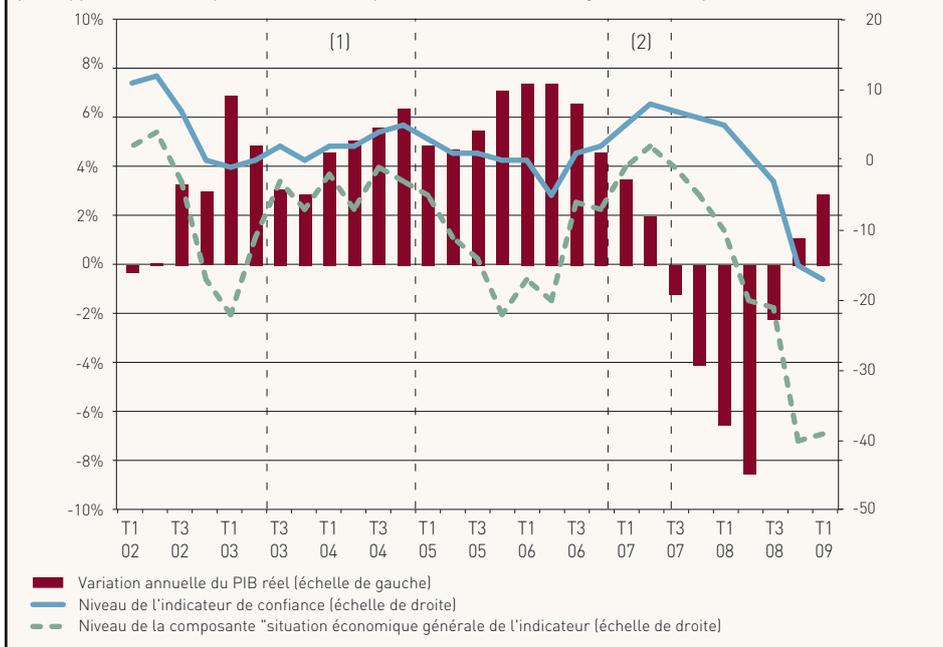
Sources : Statec, BCL, calculs BCL

Remarque : les deux variables (variation de l'indicateur et variation du PIB) sont prises à un même instant t

Pour bien identifier l'aptitude des ménages à prévoir correctement l'évolution du PIB, il convient de décaler l'indicateur de douze mois (en arrière) par rapport au PIB étant donné que les agents forment des anticipations en temps t pour les douze mois suivants.

Graphique 2.15

Niveau de l'indicateur de confiance et variation du PIB réel désaisonnalisé (en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente*, avec décalage du PIB de quatre trimestres)



Sources : Statec, BCL, calculs BCL

* Ce graphique met en relation le niveau de l'indicateur de confiance des consommateurs (et de la composante « situation économique générale ») à l'instant t et l'évolution du PIB entre t et t+1. Ainsi pour le premier trimestre 2002 par exemple, nous comparons le niveau de l'indicateur de confiance au premier trimestre 2002 avec le taux de croissance annuel du PIB réel au premier trimestre 2003 (soit l'évolution du PIB entre le premier trimestre 2002 et le premier trimestre 2003). Il s'agit ainsi de vérifier si l'indicateur de confiance (censé représenter les perspectives des consommateurs pour les douze mois à venir) est capable de prédire plus ou moins bien le PIB au cours des quatre trimestres suivants.

Sur la période allant de 2002 à début 2010, l'analyse graphique ne permet pas de dégager une tendance générale et de tirer une conclusion précise en ce qui concerne l'aptitude des agents à prédire correctement l'évolution du PIB. Toutefois, comme l'illustre le graphique 2.15, on peut distinguer deux aspects intéressants.

Tout d'abord, entre le troisième trimestre 2003 et le deuxième trimestre 2005, l'indicateur de confiance semble épouser étroitement la tendance du PIB (en décalage de douze mois), indiquant ainsi une certaine aptitude des ménages à anticiper la croissance du PIB. Ensuite, bien qu'aucune relation linéaire ne puisse être dégagée depuis fin 2005 entre l'indicateur et le PIB, entre le troisième trimestre 2007 et fin 2008, l'indicateur de confiance a diminué, ce qui indique des anticipations d'une évolution défavorable du PIB au cours des douze mois suivants, anticipations qui se sont avérées correctes.

L'analyse du coefficient de corrélation entre l'évolution du PIB et la variation (ou le niveau) de l'indicateur de confiance met en exergue divers enseignements (tableau 2.2) : que nous raisonnions en termes de variation de l'indicateur ou de niveau de l'indicateur de confiance, nous constatons que le coefficient de corrélation est le plus élevé lorsque les séries sont considérées à la même période (en t), ce qui voudrait dire que l'indicateur est plutôt coïncident (à la fois pour l'indicateur de confiance et la composante « situation économique générale »). De même, nous constatons que le coefficient diminue au fur et à mesure que l'on retarde l'indicateur de confiance (il devient même dans certains cas négatif, ce qui est assez contre-intuitif).

Tableau 2.2 :

Coefficient de corrélation entre indicateur de confiance et PIB réel ajusté pour les variations saisonnières (pour la période allant du deuxième trimestre 2003 au premier trimestre 2010)

Retard de l'indicateur de confiance (et de la composante) par rapport à l'instant t (en nombre de trimestres)	Coefficient de corrélation entre la variation trimestrielle du PIB réel et...			
	... le niveau de l'indicateur de confiance	... le niveau de la composante « situation économique générale »	... la variation trimestrielle de l'indicateur de confiance	... la variation trimestrielle de la composante « situation économique générale »
t	0,51**	0,65**	0,58**	0,46*
t-1	0,20	0,32	0,45*	0,45*
t-2	-0,09	0,00	0,22	0,22
t-3	-0,21	-0,16	-0,17	-0,17
t-4	-0,09	-0,05	0,12	0,12

** significatif au seuil de 1 %

* significatif au seuil de 5 %

Remarque : ici le raisonnement est identique à celui du coefficient de corrélation entre l'indicateur de confiance et le taux de chômage, sauf que désormais nous raisonnons en trimestres et non plus en mois.

Sources : Statec, BCL, calculs BCL

Lorsque nous raisonnons en termes de croissance annuelle du PIB et de variation annuelle de l'indicateur, le coefficient de corrélation entre les deux variables est statistiquement significatif lorsque les deux variables sont prises à un même instant t ainsi qu'avec un et deux trimestres de décalage.

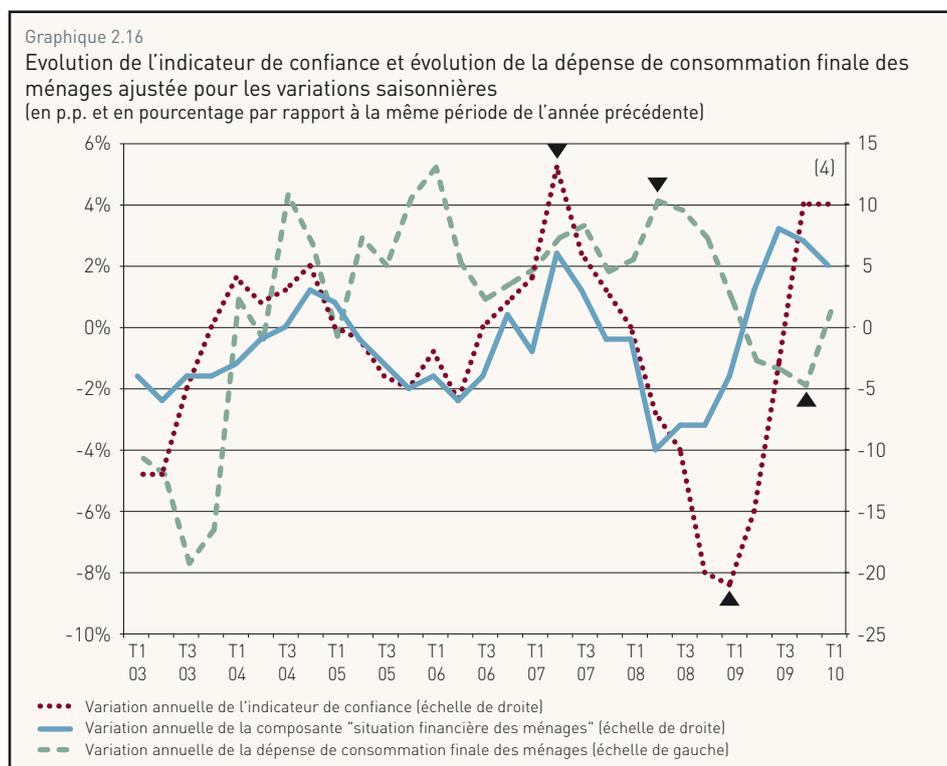
Bien que l'analyse graphique et l'étude du coefficient de corrélation suggèrent que l'indicateur de confiance soit plutôt coïncident avec l'évolution du PIB réel, ce résultat est déjà très appréciable dans une perspective de prévision. Les statistiques relatives au PIB sont en effet publiées avec environ un trimestre de décalage, de sorte que l'indicateur de confiance pourrait permettre d'anticiper les publications à raison de trois mois, certes de façon partielle puisque le coefficient de corrélation est inférieur à l'unité.

Indicateur de confiance des consommateurs et dépense de consommation finale des ménages

L'analyse graphique de la relation entre la variation de la dépense de consommation finale des ménages et la variation annuelle (par rapport à la même période de l'année précédente) de l'indicateur ne permet pas de tirer de conclusions sur la nature coïncidente ou anticipatrice de l'indicateur de confiance.

Lorsque nous analysons la relation entre la dépense de consommation finale des ménages et le niveau de l'indicateur de confiance en décalant l'indicateur de confiance dans le temps, il apparaît que l'indicateur qui semble le mieux refléter l'évolution de la dépense de consommation sur les douze prochains mois est l'indicateur de confiance des consommateurs, la composante « situation économique générale » et dans une moindre mesure la composante « situation financière des ménages ».

Comme nous pouvons le voir sur le graphique 2.16, il est difficile de déceler une quelconque relation entre l'évolution de l'indicateur de confiance et la dépense de consommation finale des ménages. Toutefois, sur la période la plus récente, il est probable que les consommateurs aient pu dans une certaine mesure anticiper l'évolution de la dépense de consommation finale des ménages. En effet, alors que les anticipations des agents ont atteint leur pic au deuxième trimestre 2007 pour se détériorer par la suite, la dépense de consommation finale des ménages n'a atteint son point de retournement qu'au cours du deuxième trimestre 2008, soit un an plus tard. De même, alors que les anticipations des agents ont cessé de se détériorer dès le deuxième trimestre 2009, la dépense de consommation n'a quant à elle atteint son point de retournement qu'à la fin de 2009. Ceci indique un certain caractère précurseur de l'indicateur.



Sources : Statec, BCL, calculs BCL

Remarque : les deux variables (variation de l'indicateur et variation de la dépense de consommation finale des ménages) sont prises à un même instant t

Le coefficient de corrélation entre la variation trimestrielle de la dépense de consommation finale des ménages et le niveau de l'indicateur est dans tous les cas extrêmement faible et donc « peu significatif ».

Par contre, l'analyse du coefficient de corrélation entre la variation trimestrielle de la dépense de consommation finale des ménages et la variation de l'indicateur et de ses composantes montre que le coefficient est le plus élevé lorsque l'indicateur de confiance et la composante « capacité à épargner » sont pris avec quatre trimestres de retard. Ce résultat indiquerait que le caractère précurseur de l'indicateur et sa composante est le plus prononcé un an en avance. L'importance du coefficient de corrélation en relation avec la capacité à épargner doit néanmoins être relativisée, étant donné que sur l'ensemble de la période analysée cette composante de l'indicateur est restée relativement stable.

Tableau 2.3 :

Coefficient de corrélation entre indicateur de confiance et dépense de consommation finale des ménages réelle ajustée pour les variations saisonnières

(pour la période allant du deuxième trimestre 2003 au premier trimestre 2010)

Retard de l'indicateur de confiance (et de la composante) par rapport à l'instant t (en nombre de trimestres)	Coefficient de corrélation entre la variation trimestrielle de la dépense de consommation finale des ménages et la...				
	... variation trimestrielle de l'indicateur de confiance	... variation trimestrielle de la composante « situation financière des ménages »	... variation trimestrielle de la composante « capacité à épargner »	... variation trimestrielle de la composante « chômage »	... variation trimestrielle de la composante « situation économique générale »
t	0,06	-0,16	0,27	-0,24	-0,17
t-1	0,01	-0,16	0,22	-0,24	-0,24
t-2	0,20	0,04	-0,42	-0,29	0,28
t-3	0,27	0,15	-0,21	-0,22	0,35
t-4	0,38*	0,33	0,44*	-0,26	0,18

** significatif au seuil de 1 %

* significatif au seuil de 5 %

Remarque : ici le raisonnement est identique à celui du coefficient de corrélation entre l'indicateur de confiance et le taux de chômage, sauf que désormais nous raisonnons en trimestres et non plus en mois.

Sources : Statec, BCL, calculs BCL

Nous remarquons également un fait plus surprenant, à savoir la valeur négative du coefficient pour les composantes « situation économique générale » et « situation financière des ménages » au temps t et t-1. Ainsi, selon ces valeurs, plus l'indicateur de confiance serait élevé (donc amélioration des perspectives) moins les ménages consommeraient, ce qui est contrintuitif. Notons cependant que ces coefficients ne sont pas significatifs. Nous remarquons également que l'indicateur en termes de perspectives de chômage est plus élevé en t-2, ce qui revient à dire que l'indicateur le plus précurseur pour la variation de la dépense de consommation finale des ménages en t serait celui de t-2 (soit six mois en avance).

Comme nous l'avons vu, alors qu'au cours de certaines périodes les anticipations des consommateurs semblent suivre le cycle économique, au cours d'autres périodes les agents semblent bien anticiper l'évolution des agrégats économiques sur les mois suivants (et notamment au cours de la période plus récente). A ce stade, il convient de rappeler que les statistiques officielles relatives au chômage et au PIB réel ou à la dépense de consommation finale des ménages sont publiées avec respectivement un (en ce qui concerne le chômage) et trois mois (pour les deux autres agrégats) de retard par rapport à la période à laquelle ils se rapportent. Ainsi, même pour les périodes pendant lesquelles l'indicateur semble suivre la même tendance que les agrégats économiques, nous ne pouvons ignorer l'existence d'un certain caractère précurseur de l'indicateur, sur une période au moins aussi longue que le décalage temporel entre la publication des statistiques et la période à laquelle celles-ci se réfèrent.

En conclusion, l'analyse graphique et l'étude du coefficient de corrélation entre l'indicateur de confiance et les différents agrégats économiques a permis de montrer que nous ne pouvons pas trancher de manière absolue sur la nature du caractère de l'indicateur de confiance des consommateurs. Néanmoins, sur certaines périodes, tout semble indiquer l'existence d'un certain caractère précurseur de l'indicateur. L'analyse des coefficients de corrélation, qui sont quelquefois statistiquement significatifs, va dans le même sens.

3 ACTUALITÉS

- | | | |
|---|---|-----|
| 1 | Communiqué de presse | 108 |
| | La pièce de collection en argent dédiée au 700 ^e anniversaire du mariage de Jean de Luxembourg avec Elisabeth de Bohême en vente à la BCL et à la Banque Nationale Tchèque | 108 |

1 COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Luxembourg, le 26 août 2010

La pièce de collection en argent dédiée au 700^e anniversaire du mariage de Jean de Luxembourg avec Elisabeth de Bohême en vente à la BCL et à la Banque Nationale Tchèque

Le 1^{er} septembre 2010, la Banque centrale du Luxembourg (BCL), conjointement avec la Česká národní banka (Banque Nationale Tchèque), mettent en circulation une pièce de collection commémorant le mariage de Jean de Luxembourg, appelé « Jean l'Aveugle » avec Elisabeth de Bohême.

Les Gouverneurs des deux banques centrales, MM. Mersch et Singer, présentent ce 1^{er} septembre les deux pièces au château de Křivoklát près de Prague en présence de personnalités des deux pays. Il s'agit d'une émission commune d'une pièce en argent libellée en euros pour la pièce luxembourgeoise et en couronnes tchèques pour la pièce tchèque. Les deux pièces présentent nombre de points communs, à l'exception de la valeur faciale et du texte descriptif.



La pièce luxembourgeoise sera présentée officiellement le 17 septembre 2010 au Luxembourg en présence du Gouverneur de la Banque Nationale Tchèque.

La pièce luxembourgeoise est mise en vente à l'espace numismatique de la BCL, situé au 43, avenue Monterey, L-2163 Luxembourg (ouverture du lundi au vendredi de 10h30 à 16h00).

La pièce luxembourgeoise présente les caractéristiques suivantes :

- à l'avant figurent une représentation du couple, Jean de Luxembourg et Elisabeth de Bohême, la mention «Anniversaire de mariage, Jean de Luxembourg + Elisabeth», l'inscription «1310-2010» ainsi que la valeur faciale «700 euro-cents».
- au revers figurent le portrait de son Altesse Royale le Grand-Duc Henri – œuvre de l'artiste luxembourgeoise Madame Yvette Gastauer-Claire, l'indication «LÉTZEBUERG», le millésime «2010» ainsi qu'un hologramme. L'hologramme représente selon l'angle d'inclinaison le lion rouge, se détachant sur le drapeau rayé horizontalement de bleu et de blanc, ainsi que le lion de couleur dorée, se détachant sur un fond azur, tels que représentés sur les armoiries de Son Altesse Royale le Grand-Duc Henri.
- frappée en qualité «Proof», la pièce a une tranche lisse, un diamètre de 34 mm, un poids de 20 g et un titre de 0,925 d'argent.



La pièce, dont le tirage maximal est limité à 3.000 exemplaires, sera vendue à partir du 1^{er} septembre 2010 au prix de 60 EUR.

Les deux pièces, luxembourgeoise et tchèque, sont présentées dans un coffret de luxe et vendues au prix de 120 EUR à l'espace numismatique de la BCL.

Les pièces peuvent également être commandées, moyennant le paiement de frais d'envoi :

- via le site de vente par Internet de la BCL : <https://eshop.bcl.lu>
- par l'envoi d'une commande au service numismatique de la BCL à
 - coins@bcl.lu
 - par fax au +352 4774-4994
 - par courrier à Banque centrale du Luxembourg
Numismatique
43, avenue Monterey
L-2163 Luxembourg



Secrétariat général
L-2983 Luxembourg
Télécopieur: (+352) 4774-4910
sg@bcl.lu



4 ANNEXES

1 Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	112
2 Circulaires de la BCL	113
3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	114
1 Statistiques de politique monétaire	114
2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	114
3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt	114
4 Développements des prix et des coûts au Luxembourg	114
5 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	114
6 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	114
7 Balance des paiements du Luxembourg	115
8 Commerce extérieur	115
9 Position extérieure globale	115
10 Avoirs de réserve	115
11 Etablissements de crédit	115
12 Activité bancaire internationale	116
13 Organismes de placement collectif	116
14 Professionnels du secteur financier	116
15 Sociétés de gestion	116
4 Publications de la BCL	117
4.1 Bulletin de la BCL	117
4.2 Rapport Annuel de la BCL	117
4.3 Cahier d'études de la BCL	117
4.4 Brochures de la BCL	117
4.5 Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	118
4.6 Publications et présentations externes du personnel de la BCL	118
4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL	118
4.6.2 Présentations externes	118
5 Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	120
6 Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	121

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 de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg

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

- 2.2 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 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 établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements d'emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change

4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG

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

5 INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE LUXEMBOURGEOISE

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

6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

- 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

7 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

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

8 COMMERCE EXTÉRIEUR

- 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

9 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

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

10 AVOIRS DE RÉSERVE

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

11 ETABLISSEMENTS DE CRÉDIT

- 11.1 Nombre et origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 11.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit
- 11.3 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
- 11.4 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
- 11.5 Bilan agrégé des établissements de crédit
- 11.6 Crédits accordés par les établissements de crédit par contrepartie et durée initiale
- 11.7 Crédits accordés par les établissements de crédit aux ménages et ISBLM de la zone euro, par type et durée initiale

- 
- 11.8 Crédits accordés par les établissements de crédit par devise
 - 11.9 Crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg
 - 11.1 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contrepartie et durée initiale
 - 11.1 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par devise
 - 11.1 Dépôts reçus par les établissements de crédit par contrepartie
 - 11.1 Dépôts reçus par les établissements de crédit par type et contrepartie

12 ACTIVITÉ BANCAIRE INTERNATIONALE

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

13 ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

- 13.1 Evolution du nombre des OPC
- 13.2 Evolution de la situation globale des OPC
- 13.3 Bilan agrégé des OPC monétaires
- 13.4 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et durée initiale
- 13.5 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par devises

14 PROFESSIONNELS DU SECTEUR FINANCIER

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

15 SOCIÉTÉS DE GESTION

- 15.1 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion

4 PUBLICATIONS DE LA BCL

4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 2010/1, mars 2010
- Revue de stabilité financière, avril 2010

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)

4.2 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Rapport annuel 2009, juin 2009
- Annual Report 2009, 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)

4.3 CAHIER D'ÉTUDES DE LA BCL

- Working Paper N° 47, August 2010
Stress Testing: The Impact of Shocks on the Capital Needs of the Luxembourg Banking Sector, by Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N° 46, July 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, by Paolo Fegatelli
- Working Paper N° 45, June 2010
Market and Funding Liquidity Stress Testing of the Luxembourg Banking Sector, by Francisco Nadal De Simone and Franco Stragiotti
- Working Paper N° 44, March 2010
The Role of Collateral Requirements in the Crisis: One Tool for Two Objectives?, by Paolo Fegatelli

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)

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)

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)

4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL

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 nonrisk-based capital requirements in the literature on bank capital regulation" *Journal of Financial Stability*, 6(2):79-84.

P. Lünemann and T. Mathä. (2010). "Consumer price behaviour in Luxembourg: evidence from micro CPI data" *Managerial and Decision Economics*. 31(2-3):177-192.

P. Lünemann and T. Mathä. (2010). "Rigidities and inflation persistence of services and regulated prices" *Managerial and Decision Economics*. 31(2-3):193-208.

4.6.2 Présentations externes

EFFAS-European Bond Commission, Frankfurt, février 2010

STATEC seminar on Leading indicators for Luxembourg, février 2010

University of Luxembourg, séminaire recherche, mai 2010

Working Group on General Economic Statistics, Madrid, mai 2010

Eurosystem Seminar on Macro-Financial Risks & Vulnerabilities in EA Countries, Frankfurt, juin 2010

DYNARE annual conference, juin 2010

National Bank of Poland Workshop on Public Finances, juin 2010

EcoMod2010 International Conference on Policy Modeling, juillet 2010

International Conference on Policy Modeling EcoMod, juillet 2010

PricewaterhouseCoopers round table «gestion des risques», septembre 2010

COMMANDE

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



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



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

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

COMMANDE / ORDER

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

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

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

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

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



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg

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

www.bcl.lu • sg@bcl.lu