



BULLETIN  
2011



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](mailto:sg@bcl.lu)

Luxembourg, le 17 mars 2011

# SOMMAIRE

## 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	13
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
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	19
1.8	Projections des experts de la BCE pour la zone euro	21
1.9	Le commerce extérieur	23
1.10	La balance des paiements	24
2	La situation économique au Luxembourg	26
2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	26
2.1.2	Les prix à la production industrielle	32
2.2	L'industrie	33
2.3	La construction	34
2.4	Le commerce et les autres secteurs	35
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	36
2.6	Le marché du travail	37
2.6.1	L'emploi	37
2.6.2	Le chômage	40
2.6.3	Les coûts salariaux	44
2.7	Le secteur financier	45
2.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	45
2.7.2	L'évolution du nombre d'établissements de crédit	46
2.7.3	La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	46
2.7.4	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	49
2.7.5	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	54
2.7.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	56
2.7.7	Les organismes de placement collectif	58
2.7.8	Les OPC monétaires	60
2.8	Le commerce extérieur	61
2.9	La balance des paiements	63
2.9.1	Le compte courant	63
2.9.2	Le compte financier	63
2.10	La croissance économique	64
2.11	Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2010	66
2.12	Les finances publiques	67

### Encadré 1.1

L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises	51
--------------------------------------------------------	----

## 2 ACTUALITÉS

1. « Vers un renforcement de la stabilité financière globale : leçons de la crise pour l'Europe »	72
1 Causes de la crise	73
2 Réactions politiques	76
3 Objectifs à plus long terme	77
3.1 Un secteur financier sain	77
3.2 Défis budgétaires	79
2. Is Inflation back?	81
The good scenario: the hump scenario is the most benign	81
The bad scenario: the complexity of inflation forecast	82
The ugly scenario: the threat of a plateau	83
Concluding remarks: Credible and effective alertness	84

## 3 ANNEXES

1 Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	88
2 Circulaires de la BCL	89
3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	89
1 Statistiques de politique monétaire	89
2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	89
3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt	89
4 Développements des prix et des coûts au Luxembourg	89
5 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	89
6 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	90
7 Balance des paiements du Luxembourg	90
8 Commerce extérieur	90
9 Position extérieure globale	90
10 Avoirs de réserve	90
11 Etablissements de crédit	90
12 Activité bancaire internationale	91
13 Organismes de placement collectif	91
14 Professionnels du secteur financier	91
15 Sociétés de gestion	91

4	Publications de la BCL	92
4.1	Bulletin de la BCL	92
4.2	Rapport Annuel de la BCL	92
4.3	Cahier d'études de la BCL	92
4.4	Brochures de la BCL	93
4.5	Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	93
4.6	Publications et présentations externes du personnel de la BCL	93
4.6.1	Publications externes du personnel de la BCL	93
4.6.2	Présentations externes	94
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	95
6	Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	96



## EDITORIAL

*Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé lors de sa réunion du 3 mars dernier de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs. Les informations devenues disponibles depuis la réunion du 3 février 2011 indiquent une hausse de l'inflation, essentiellement sous l'effet du renchérissement des matières premières. L'analyse économique montre que les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont orientés à la hausse, tandis que le rythme sous-jacent de l'expansion monétaire reste modéré. Les données économiques récentes confirment par ailleurs que la tendance de l'activité économique dans la zone euro demeure positive, malgré la persistance d'une forte incertitude. L'orientation actuellement très accommodante de la politique monétaire apporte un soutien considérable à l'activité économique.*

*Il est essentiel que la hausse récente de l'inflation n'entraîne pas de tensions inflationnistes généralisées à moyen terme. Une grande vigilance s'impose, en vue de contenir les risques à la hausse pour la stabilité des prix. Au total, le Conseil des gouverneurs reste prêt à agir de manière résolue et en temps opportun pour éviter que les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme ne se matérialisent. L'ancrage solide, sur la durée, des anticipations d'inflation est primordial.*

*Au Luxembourg, le taux d'inflation en glissement annuel s'est établi à 3,6 % en février, soit le taux le plus élevé depuis septembre 2008. Ce résultat est certes dans une grande mesure le reflet de la hausse des prix des matières premières. Il résulte cependant également de facteurs purement luxembourgeois, à savoir l'incidence du paiement de la tranche indiciaire du mois de juillet 2010 sur les prix de certains services et le relèvement des prix administrés.*

*Depuis le début de la phase III de l'UEM en 1999, le Luxembourg a enregistré un différentiel d'inflation cumulé de pratiquement 8 points de pourcentage par rapport aux trois pays limitrophes. Conjugué au mécanisme d'indexation des salaires, ce facteur a favorisé un dérapage de nos coûts salariaux unitaires. En termes nominaux, ces derniers auront depuis 2000 augmenté de quelque 37 % au Luxembourg, contre 8 % seulement en Allemagne, 25 % en Belgique et 23 % en France. Le dérapage a d'ailleurs été plus sensible au Luxembourg qu'en Grèce (36 %), en Irlande (23 %), au Portugal (25 %) et en Espagne (31 %).*

*La hausse sensible voire même vertigineuse des coûts salariaux unitaires s'est accompagnée d'un phénomène de désindustrialisation. De 1995 à 2009, l'industrie manufacturière s'est caractérisée par une stagnation de la valeur ajoutée et de l'emploi, qui n'ont en moyenne progressé que de 0,9 et 0,3 % par an, respectivement. Dans le même temps, la part de l'industrie manufacturière dans la valeur ajoutée totale est passée de 13,7 à 6,5 %. Le dérapage de notre compétitivité a de surcroît été de concert avec une hausse marquée du chômage structurel. Ainsi, le nombre de chômeurs inscrits depuis plus d'un an a augmenté de 74 % depuis septembre 2008, de sorte que ce chômage structurel représente désormais près de 40 % du total des demandeurs d'emploi. Cette part a pratiquement doublé depuis janvier 2000.*

*Dans un tel contexte, il importe que le Luxembourg adopte sans tarder des mesures décisives à un double niveau. En premier lieu, il convient de réduire à néant les différentiels d'inflation par rapport à nos principaux partenaires commerciaux, en adoptant les réformes micro-économiques qui s'imposent*

et en modérant la hausse des prix administrés et de la taxation indirecte. En second lieu, le mécanisme d'indexation des salaires doit être réformé – un indice de référence expurgé du prix des produits pétroliers pourrait constituer une piste prometteuse – voire même aboli. De plus en plus de voix s'élèvent d'ailleurs en ce sens au niveau européen. La modulation mise en place pour l'année 2011 devrait certes contribuer à contenir le dérapage de nos coûts salariaux, mais il ne s'agit là que d'une disposition « ad hoc ».

Le Programme national de réforme, dit « Luxembourg 2020 », renferme d'autres pistes de réforme a priori prometteuses. Ce Programme, dont une ébauche a été publiée en novembre 2011, a fait l'objet d'un débat d'orientation au Parlement le 9 mars dernier et sa version définitive sera remise à la Commission européenne en avril. Il prévoit notamment de relier la durée de vie active à la longévité, de faciliter la diversification économique, de diminuer le taux de décrochage scolaire, de rehausser le nombre de diplômés de l'enseignement supérieur, de lancer un plan visant à renforcer l'emploi des seniors et enfin d'augmenter l'effort national de recherche et développement. La BCL ne peut qu'adhérer à de tels objectifs, qui devraient contribuer à relancer le potentiel productif du Luxembourg. Ces objectifs doivent cependant être poursuivis de manière cohérente et résolue, faute de quoi ils constitueront autant de vœux pieux.

Une réforme approfondie des régimes de pension est tout à fait impérieuse. Elle serait en droite ligne avec les objectifs du Programme national de réforme visant à relancer le taux d'emploi des seniors et à allonger la vie active. Le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures en la matière le 17 mars 2011. Je m'abstiendrai cependant de commenter à chaud une réforme qui n'a pas encore fait l'objet d'une présentation suffisamment précise. D'autant que divers détails, dont le traitement des pensions anticipées, vont faire l'objet de discussions avec les partenaires sociaux.

Les réserves de pension semblent actuellement assez plantureuses. Une telle situation, découlant de la forte hausse du nombre de frontaliers enregistrée au cours des trois dernières décennies, est cependant trompeuse. Les réserves actuelles ne couvriraient que très partiellement les engagements de pension futurs. Comme l'ont indiqué des travaux effectués par la Commission en collaboration avec d'autres institutions dont l'IGSS, le Luxembourg est au sein de l'Union européenne le pays où les dépenses de pension devraient augmenter le plus sensiblement d'ici 2060. La « facture » estimée, avant l'annonce du 17 mars il est vrai, se montait à quelque 15 points de PIB. Une hypothèque d'une telle ampleur demande une réaction à la fois rapide et décisive.

La réforme des pensions est très emblématique du nouveau cadre de gouvernance qui se met actuellement en place à l'échelle européenne. Cette réforme se situe en effet à la charnière du Programme national de réforme d'une part et de l'actualisation du Programme de Stabilité d'autre part. Or en vertu du « Semestre européen », ces deux documents seront pour la première fois présentés de concert en avril. Cette nouvelle pratique permettra de mieux apprécier la cohérence d'ensemble de la politique économique et de vérifier de façon précise la compatibilité de la politique nationale avec les enjeux européens. La Commission et le Conseil devront d'ailleurs fournir une évaluation des différents programmes nationaux.

Le « Semestre européen » va s'accompagner d'une refonte du Pacte de Stabilité et de Croissance, qu'il convient de renforcer très significativement par rapport à la réforme de 2005. Pour rappel, cette dernière avait très malencontreusement édulcoré le Pacte. Le Conseil des gouverneurs de la BCE s'était alors résolument opposé à cet affaiblissement. Les faits lui ont amplement donné raison.



*Un autre aspect primordial de la réforme de la gouvernance européenne est la surveillance étroite de la compétitivité et des déséquilibres macroéconomiques, qui serait assurée à travers un nouveau mécanisme de surveillance macro-économique. Un tel mécanisme se baserait notamment sur l'évolution de la balance des paiements, des coûts salariaux unitaires et de l'endettement des principaux secteurs de l'économie.*

*Tant la refonte du Pacte de Stabilité que la nouvelle procédure visant à prévenir les déséquilibres macro-économiques exigent un renforcement de l'appareil statistique. Les carences statistiques se sont avérées plus que dommageables dans le cas grec. Par ailleurs, le mécanisme de surveillance macro-économique nécessitera la disponibilité de statistiques précises sur les actifs et engagements des ménages, tant dans une optique de flux que de stocks. Il s'agit là d'une nouvelle donne, qui nécessitera à brève échéance une publication des comptes financiers de l'ensemble des pays de l'Union, y compris le Luxembourg. Les premiers résultats des comptes financiers, qui auraient normalement dû être diffusés voilà de nombreuses années, seront présentés par le Statec et la BCL le 18 avril 2011.*

Yves Mersch



**1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE**

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	13
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
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	19
1.8	Projections des experts de la BCE pour la zone euro	21
1.9	Le commerce extérieur	23
1.10	La balance des paiements	24
2	La situation économique au Luxembourg	26
2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	26
2.1.2	Les prix à la production industrielle	32
2.2	L'industrie	33
2.3	La construction	34
2.4	Le commerce et les autres secteurs	35
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	36
2.6	Le marché du travail	37
2.6.1	L'emploi	37
2.6.2	Le chômage	40
2.6.3	Les coûts salariaux	44
2.7	Le secteur financier	45
2.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	45
2.7.2	L'évolution du nombre d'établissements de crédit	46
2.7.3	La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	46
2.7.4	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	49
2.7.5	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	54
2.7.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	56
2.7.7	Les organismes de placement collectif	58
2.7.8	Les OPC monétaires	60
2.8	Le commerce extérieur	61
2.9	La balance des paiements	63
2.9.1	Le compte courant	63
2.9.2	Le compte financier	63
2.10	La croissance économique	64
2.11	Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2010	66
2.12	Les finances publiques	67



Encadré 1.1

L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises

51

## 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

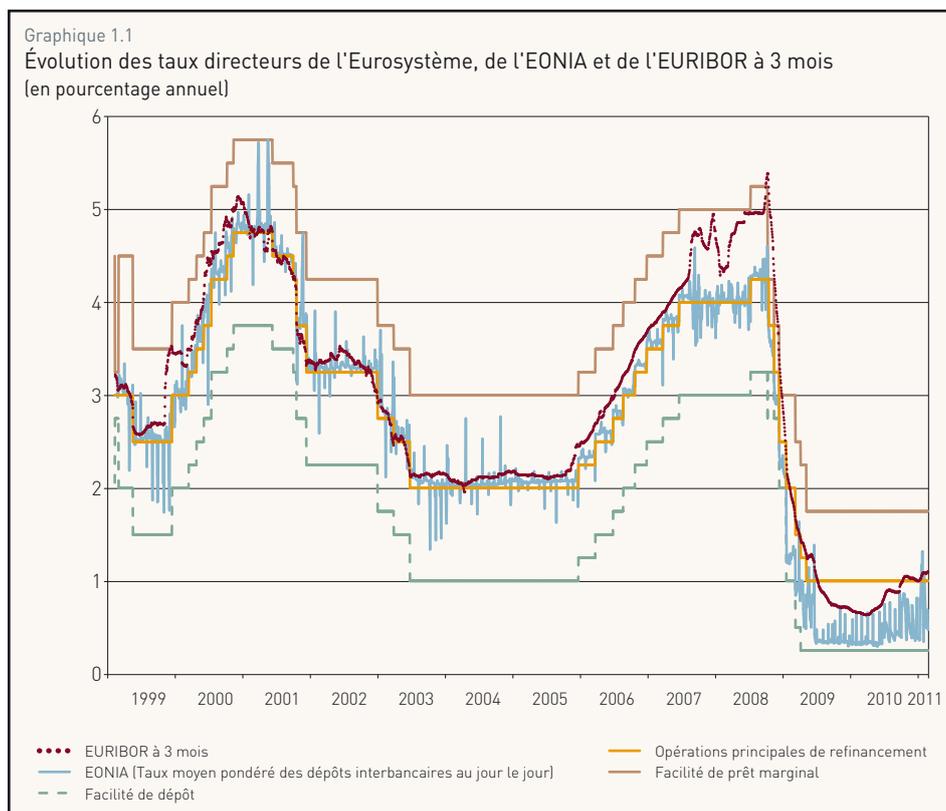
### 1.1 LES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME ET LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont inchangés depuis mai 2009. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 1,00 %, tandis que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,25 % et 1,75 %.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé en mars de continuer à conduire les opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la sixième période de constitution de réserves de 2011, le 12 juillet 2011. Cette procédure sera également maintenue pour les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, qui continueront d'être effectuées aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2011. Le taux fixe de ces opérations sera identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours. De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit intervenir le 27 avril, le 25 mai et le 29 juin 2011 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations d'une durée de trois mois sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée des opérations à plus long terme.

La BCE et la Banque d'Angleterre ont mis en place, en décembre 2010, un dispositif temporaire d'échange de devises (accord de swap). Dans le cadre de cet accord, la Banque d'Angleterre pourrait fournir, le cas échéant, jusqu'à 10 milliards de livres sterling à la BCE en échange d'euros. L'accord viendra à expiration fin septembre 2011. La BCE a également décidé, en coordination avec la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse, de proroger au 1<sup>er</sup> août 2011 les accords de swap de liquidité avec le Système fédéral de réserve et de continuer à conduire des opérations d'apport de liquidité en dollars d'une durée de sept jours. Comme les précédentes, ces opérations de l'Eurosystème revêtiront la forme d'opérations de pension contre remise de garanties éligibles et seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

L'inflation s'est progressivement accrue dans la zone euro, s'inscrivant à 2,2 % en décembre 2010 et à 2,3 % en janvier 2011. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH a progressé de 2,4 % en rythme annuel en février 2011. Les projections de mars 2011 établies par



Sources : BCE, Bloomberg



les services de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 2,0% et 2,6% en 2011 et entre 1,0% et 2,4% en 2012. Par rapport aux projections de décembre 2010, les fourchettes de prévision ont été révisées à la hausse. Cette évolution découle essentiellement de la hausse considérable des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Le Conseil des gouverneurs tient à souligner que les anticipations d'inflation à moyen et long terme doivent demeurer solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, les données et les résultats d'enquête publiés récemment continuent de confirmer la tendance positive au début de l'année en cours. La progression trimestrielle du PIB en volume s'est élevée à 0,3% aux troisième et quatrième trimestres 2010. Selon les projections macroéconomiques de mars 2011 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre 1,3% et 2,1% en 2011 et entre 0,8% et 2,8% en 2012. Par rapport aux projections de décembre 2010 établies par les services de la BCE, les chiffres inférieurs de ces deux fourchettes ont été révisés à la hausse. Cette révision reflète non seulement l'amélioration des perspectives d'évolution des exportations de la zone euro, mais aussi de la demande intérieure.

S'agissant de l'analyse monétaire, la croissance de l'agrégat large (M3) et celle du crédit confirment le diagnostic d'un rythme d'expansion monétaire sous-jacent encore modéré et de tensions inflationnistes à moyen et long terme qui devraient rester contenues. En décembre 2010 et en janvier 2011, le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 1,7% et 1,5% respectivement. La progression annuelle des prêts au secteur privé s'éleva à 1,9% en décembre et à 2,4% en janvier.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat étroit (M1) a de nouveau fléchi pour s'établir à 3,2% en janvier 2011, reflétant la faible rémunération actuelle des dépôts à vue. Parallèlement, la pente de la courbe des rendements s'est encore légèrement accentuée, impliquant une nouvelle diminution de l'attractivité des dépôts à court terme inclus dans M3 par rapport à des actifs à plus long terme mieux rémunérés non compris dans l'agrégat large.

Quant aux contreparties de M3, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non-financières est devenue positive en janvier (0,4%, par rapport à -0,2% en décembre). La progression des crédits à l'habitat est passée de 3,7% en décembre à 3,9% en janvier et celle des crédits à la consommation de -1,0% à -0,8%.

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

Suite à la baisse observée au cours de l'année 2009, l'ensemble des taux d'intérêt offerts par les banques de la zone euro aux ménages et aux sociétés non financières présente des évolutions contrastées au cours de l'année 2010.

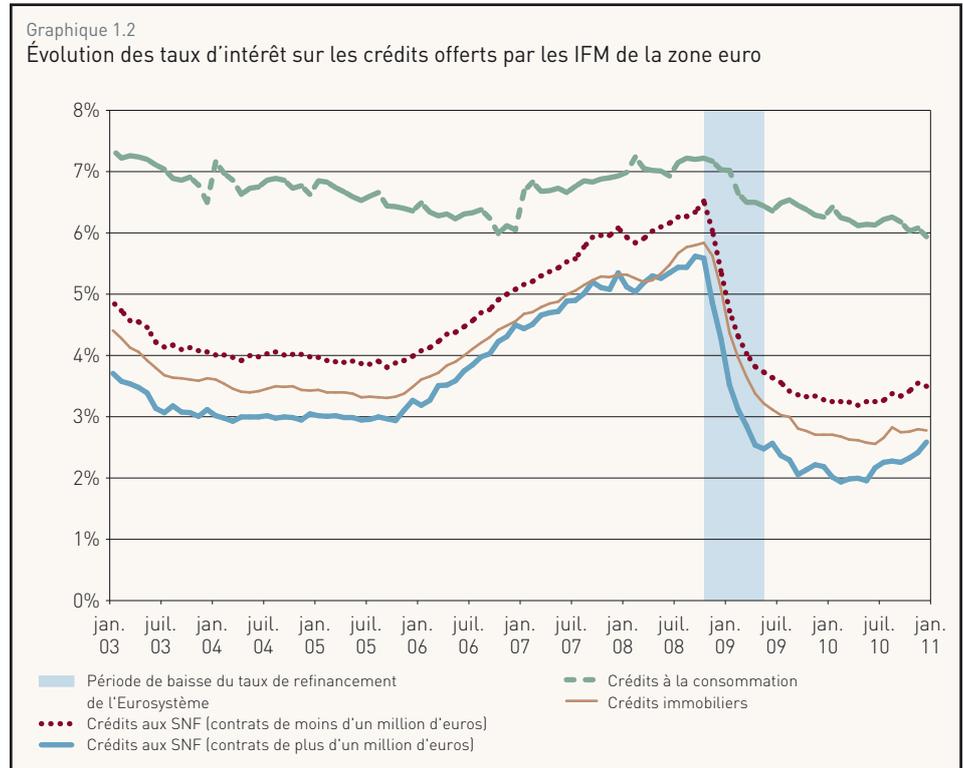
Le coût des crédits immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro était en légère hausse, passant de 2,71% en décembre 2009 à 2,78% en décembre 2010. Suite à une forte hausse observée entre juin et août 2010 (+ 27 points de base), les taux des crédits immobiliers à taux variable se sont stabilisés au cours du dernier trimestre de 2010.

Le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans (cette période de fixation est retenue afin de pouvoir faciliter la comparaison avec les données luxembourgeoises), a affiché un recul de 32 points de base entre décembre 2009 (6,26%) et décembre 2010 (5,94%). Par nature, contrairement aux crédits immobiliers, les crédits à la consommation font rarement l'objet d'un nantissement. La prime de risque intégrée au coût de cette catégorie de contrats reste ainsi plus élevée.

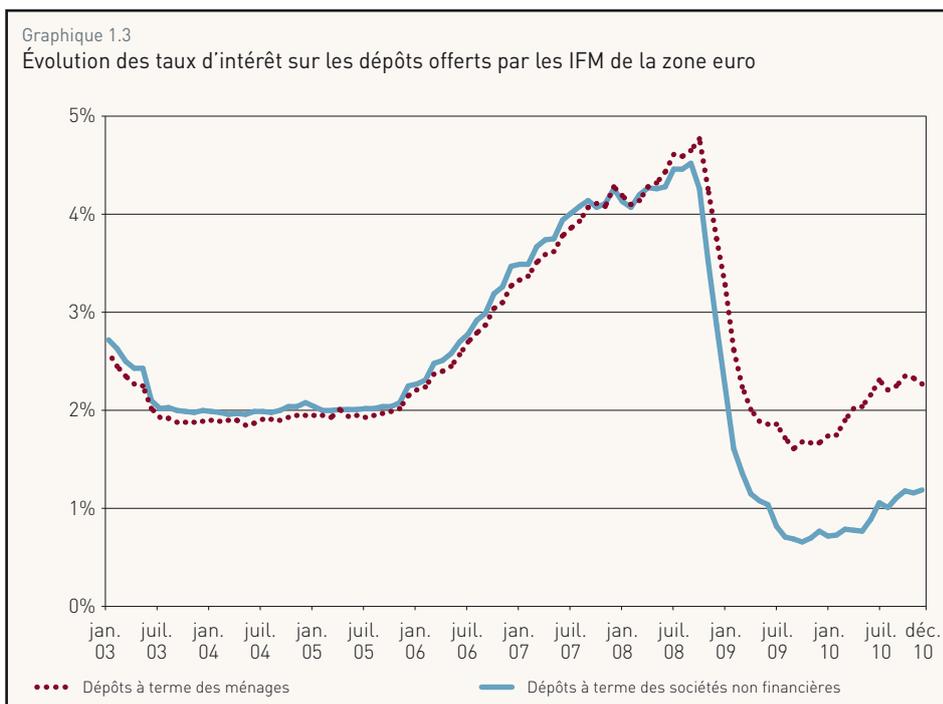
En ce qui concerne les taux d'intérêt offerts aux sociétés non financières à taux variable ou dont la période de fixation du taux est inférieure ou égale à un an, ils étaient en hausse de 22 points de base entre décembre 2009 et décembre 2010 (de 3,28% à 3,50%) pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros, et de 40 points de base (de 2,19% à 2,59%) pour la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros.

Au passif, les taux des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an des ménages sont passés de 1,67% en décembre 2009 à 2,27% en décembre 2010, soit une hausse de 60 points de base. Suite à une forte baisse en 2009, les taux des dépôts à terme des ménages suivent une tendance haussière au cours de l'année 2010.

Enfin, les taux des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an des sociétés non financières ont évolué entre 0,77% en décembre 2009 et 1,19% en décembre 2010, soit une hausse de 42 points de base. Ces derniers suivent également une tendance haussière au cours de l'année 2010.



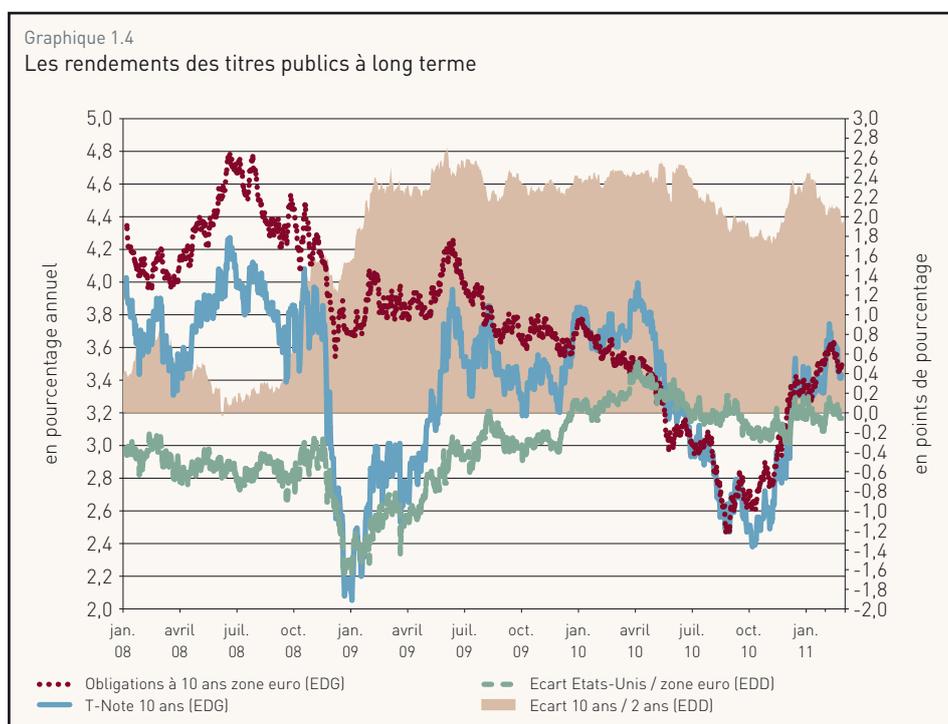
Source : BCE



Source : BCE

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

Malgré la volatilité persistante qui a caractérisé les marchés obligataires depuis la fin du mois de novembre 2010, les rendements des Bons du Trésor à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis ont dans l'ensemble connu une tendance haussière pour s'établir respectivement à 3,49 % et 3,43 % au 28 février 2011. La publication d'indicateurs macroéconomiques rassurants sur le plan de la reprise économique et l'apaisement des inquiétudes relatives à la propagation de la crise de la dette dans certains pays de la zone euro ont notamment ravivé l'appétit pour le risque des opérateurs de marché au cours de cette période. Le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis s'est quant à lui resserré, pour revenir à un niveau proche de la parité et ce en dépit des mesures d'assouplissement quantitatif mises en œuvre par la Réserve fédérale américaine.



Sources : BCE, Bloomberg

Du côté de la zone euro, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans s'est légèrement réduit en raison, notamment, de la remontée des taux courts inhérente aux anticipations de hausse des taux d'intérêt par la BCE. Après le regain de tension observé au cours des mois d'octobre et de novembre 2010, les écarts de rendements des différents pays de la zone euro se sont quant à eux maintenus à un niveau historiquement élevé en fin de période. Malgré les rachats de titres effectués par l'Eurosystème sur les marchés secondaires et le relatif succès remporté par les émissions de titres de l'Espagne, de l'Italie et du Portugal, l'apaisement des inquiétudes relatives aux risques de contagion de la crise de la dette des pays périphériques

de la zone euro demeurerait suspendue aux attentes des opérateurs de marché concernant les détails du mécanisme européen de stabilité (MES), qui remplacera le fonds européen de stabilité financière (FESF) et le mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) à partir de 2013.

### 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 dans l'ensemble connu une tendance haussière, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 affichant respectivement des gains de 12,2 %, 12,4 % et 6,9 % entre le 30 novembre 2010 et le 28 février 2011.

La poursuite du rebond observé sur les marchés boursiers s'est globalement inscrite dans un environnement favorable, marqué par la publication d'indicateurs macroéconomiques satisfaisants et l'annonce de résultats supérieurs aux attentes de la part des entreprises. L'injection de liquidités supplémentaires par la Fed dans le cadre de son programme d'achats de titres publics, avec une rallonge de 600 milliards de dollars jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2011, et le regain d'appétit pour le risque des opérateurs de

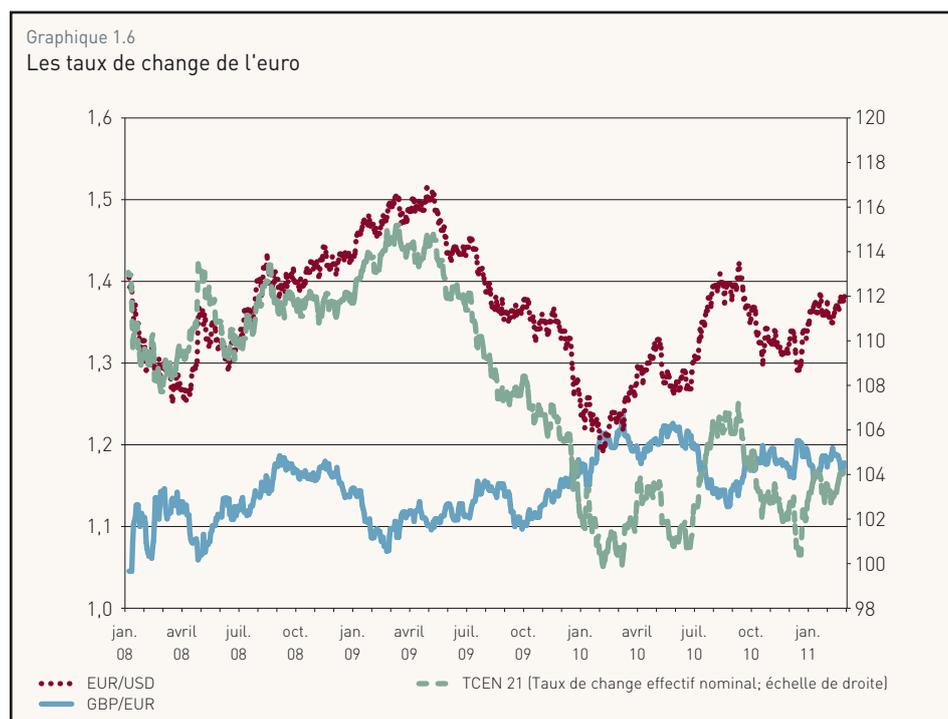
marché ont également permis d'alimenter cette tendance haussière. En fin de période, les inquiétudes relatives à l'instabilité politique dans les pays arabes et leur impact sur l'évolution du cours du pétrole ont toutefois pesé sur l'évolution des principaux indices boursiers.



## 1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a gagné près de 2% entre le 30 novembre 2010 et le 28 février 2011 en raison, notamment, de l'évolution du cours de la monnaie unique par rapport au dollar américain.

Au cours de la période étudiée, la monnaie unique s'est appréciée de près de 6,3% vis-à-vis du billet vert, poursuivant ainsi la tendance qui avait été amorcée depuis le mois de juin 2010. Cette évolution a dans l'ensemble été suscitée par les divergences d'anticipations quant à l'orientation de la politique monétaire de la Fed et de la



BCE et par l'apaisement relatif des inquiétudes concernant les risques de contagion de la crise des dettes souveraines de certains pays membres de la zone euro. Au 28 février 2011, l'euro s'échangeait ainsi contre 1,38 USD, soit à un niveau supérieur de 4 % à sa moyenne de 2010.

Depuis la fin du mois de novembre 2010, l'euro s'est également apprécié de respectivement 1,8 % et 3,9 % par rapport à la livre sterling et au yen alors qu'il connaissait dans le même temps une dépréciation de 1,6 % vis-à-vis du franc suisse. 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 couronne estonienne a ainsi continué de s'échanger à un niveau proche du cours pivot de 15,6466 EEK/euro, cours qui a servi de référence comme taux de conversion lors du passage à l'euro de l'Estonie le 1<sup>er</sup> janvier 2011. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) se sont pour leur part distinguées par un mouvement d'appréciation par rapport à la monnaie unique marqué, notamment, par une revalorisation de plus de 4 % de la couronne suédoise.

## 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 -0,6 % en juillet 2009 à +0,9 % en fin 2009 pour se hisser à 2,3 % en janvier 2011, son niveau le plus élevé depuis novembre 2008. Une accélération supplémentaire à 2,4 % au mois de février est envisagée selon l'estimation préliminaire d'Eurostat. En moyenne annuelle, le taux d'inflation s'est chiffré à 1,6 % en 2010.

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

Source : Eurostat

Le renversement de la tendance des prix à la consommation depuis la mi-2009 résulte presque exclusivement de la sensible progression du cours du pétrole et de l'accélération subséquente des prix de l'énergie. Le taux de variation annuel de la composante énergie s'est ainsi progressivement accéléré, passant de -14 % en juillet 2009 à 1,8 % en décembre 2009 et autour de 12 % en janvier 2011. Dans une première étape, l'impact inflationniste en provenance des prix de l'énergie s'est limité aux effets directs, car le recul de l'inflation des autres biens et services s'est poursuivi jusqu'au début de 2010. La période de désinflation s'est néanmoins achevée vers la mi-2010 et depuis lors le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est à nouveau orienté à la hausse. Il s'est hissé progressivement de 0,8 % au deuxième trimestre 2010 à 1,2 % en janvier 2011. Ce retournement s'est aussi généralisé, même si les mouvements des composantes ne sont pas parfaitement synchronisés. Si les prix des biens alimentaires et des biens industriels non-énergétiques ont déjà subi une accélération au deuxième trimestre, la remontée de l'inflation des prix des services ne s'est amorcée qu'au troisième trimestre.

Le renversement de la tendance inflationniste sous-jacente est vraisemblablement imputable à plusieurs facteurs, en l'occurrence des effets indirects et retardés de la progression soutenue du prix du pétrole depuis plus de deux ans, l'envolée des prix des matières premières agricoles depuis le début 2010, des

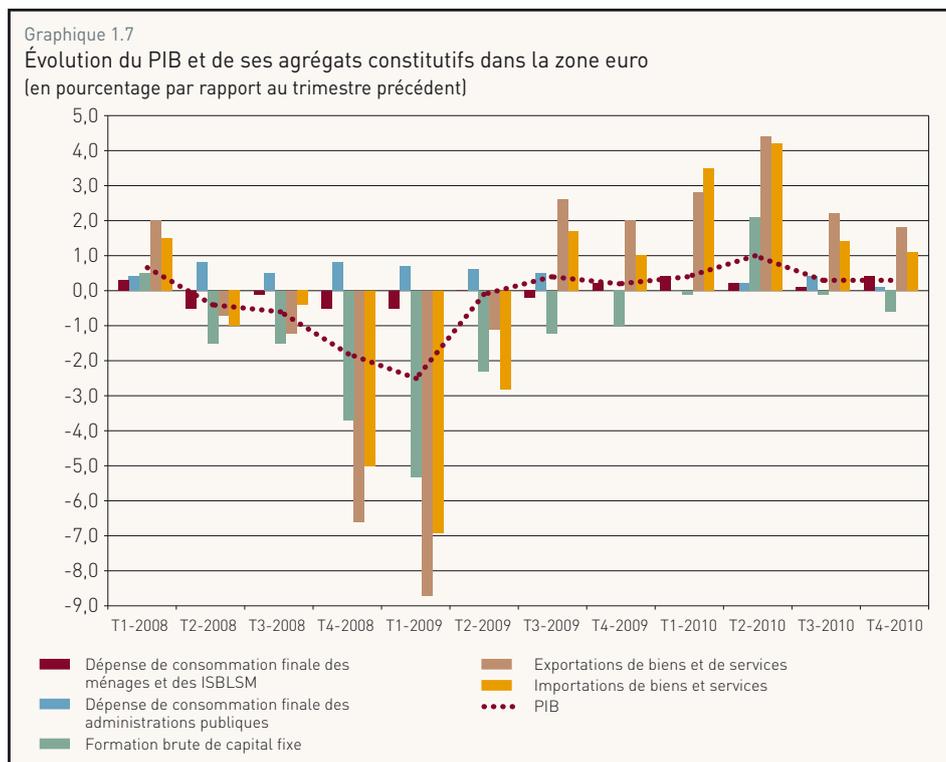
conditions cycliques plus clémentes ainsi qu'un relèvement de la taxation indirecte dans plusieurs pays de la zone euro.

Selon les récentes projections des services de la BCE, la progression de l'inflation se poursuivrait en moyenne en 2011 par rapport à 2010. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 2,0% à 2,6% en 2011, contre 1,6% en 2010. Pour 2012, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 1,0% et 2,4%. Comparé à l'exercice de décembre 2010, ces projections ont été sensiblement revues à la hausse, en raison notamment de l'envolée récente du prix du pétrole.

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

La plus récente estimation pour le quatrième trimestre 2010 fait état d'un accroissement du PIB réel de 0,3% en glissement trimestriel et de 2,0% en rythme annuel. Malgré une certaine stabilisation de la croissance économique en comparaison avec le trimestre précédent, le repositionnement de l'activité économique de la zone euro sur un sentier de croissance semble se confirmer.

En glissement annuel, la croissance économique s'est accélérée dans la plupart des Etats membres de la zone euro en fin d'année 2010, à l'exception de la Belgique, la France, le Portugal et la Slovaquie, où la progression annuelle du PIB a légèrement décéléré<sup>1</sup>. Par ailleurs, la situation économique a poursuivi sa dégradation en Grèce (-6,6% de progression annuelle au quatrième trimestre 2010 contre -5,7% le trimestre précédent). En termes trimestriels et selon les données disponibles à la date de rédaction de ce bulletin, seuls le Portugal et la Grèce ont enregistré des taux de croissance négatifs (avec respectivement -0,3% et -1,4%) par rapport au trimestre précédent. Par ailleurs, à l'exception de l'Espagne, des Pays-Bas et de la Slovénie, l'ensemble des pays ont enregistré soit une stabilisation, soit une légère décélération de leur taux de croissance trimestriel.



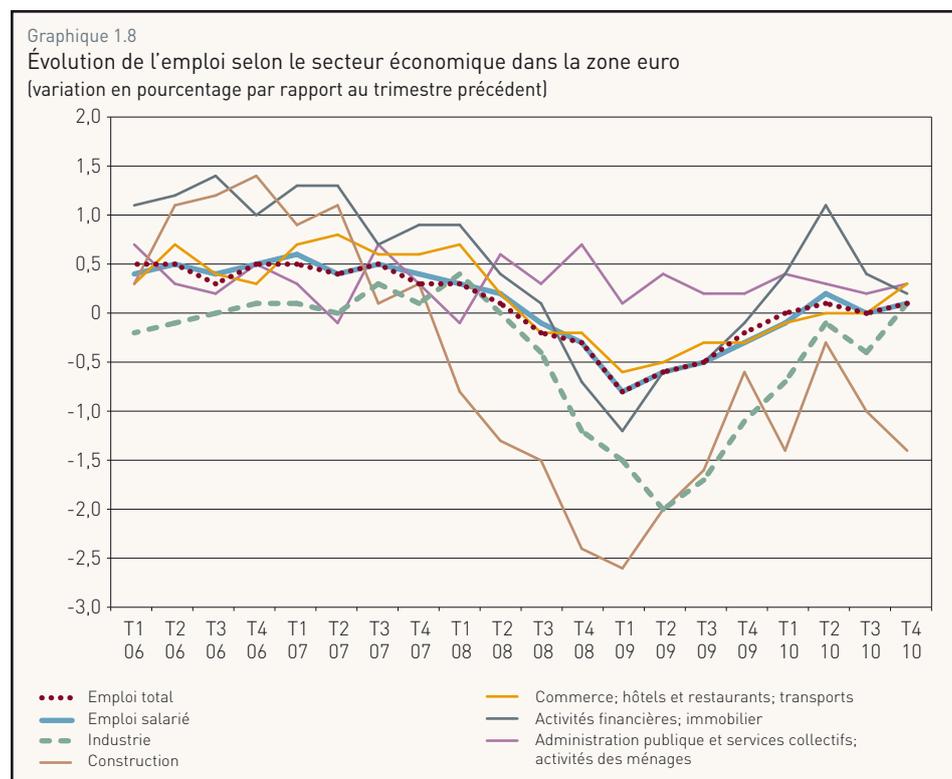
L'examen de la décomposition du PIB sous son optique dépenses indique que l'ensemble des composantes de la demande ont évolué positivement au quatrième trimestre 2010 par rapport au même trimestre de l'année précédente. La plus forte progression a été enregistrée du côté du commerce extérieur, dont la contribution à la croissance a été positive en raison d'une évolution légèrement plus dynamique des exportations (11,7%) que des importations (10,5%). En glissement trimestriel, à l'exception de

<sup>1</sup> En ce qui concerne l'Irlande, Malte et le Luxembourg, les chiffres pour le quatrième trimestre 2010 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce bulletin.

l'investissement et de la consommation privée, l'ensemble des composantes ont enregistré une croissance positive, bien qu'en légère décélération par rapport au trimestre précédent. Par ailleurs, alors que l'investissement a légèrement baissé pour le deuxième trimestre consécutif (-0,6%), la consommation privée a vu sa croissance s'accélérer (0,4% contre 0,1% le trimestre précédent et 0,2% au quatrième trimestre 2009).

D'un point de vue sectoriel et en glissement annuel, la croissance économique était essentiellement attribuable au regain de dynamisme observé dans le secteur industriel (6,1%) et dans une moindre mesure à la croissance enregistrée dans le secteur «activités financières et services aux entreprises» (2,0%) et le secteur «commerce, hôtels et restaurants, transports» (1,6%). L'activité dans le secteur de la construction a poursuivi sa baisse au quatrième trimestre 2010 (-3,5%). En glissement trimestriel, l'activité économique a évolué positivement dans l'ensemble des branches à l'exception de la construction (-1,7%). La détérioration de la situation dans ce secteur est probablement en partie liée aux conditions météorologiques particulièrement mauvaises en fin d'année 2010. L'activité a par ailleurs poursuivi sa tendance ascendante dans le secteur industriel (1,4% contre 0,3% le trimestre précédent).

En écho à la reprise conjoncturelle, les premiers signes d'une stabilisation sur le marché du travail semblent se confirmer en ce début d'année. De fait, pour la première fois depuis fin 2008, l'emploi salarié et l'emploi total ont légèrement augmenté en glissement annuel au quatrième trimestre 2010 (de respectivement 0,3% et 0,2%). Par ailleurs, en comparaison par rapport au troisième trimestre 2010, la croissance de l'emploi salarié et de l'emploi total s'est établie à 0,1%.



Source : Eurostat

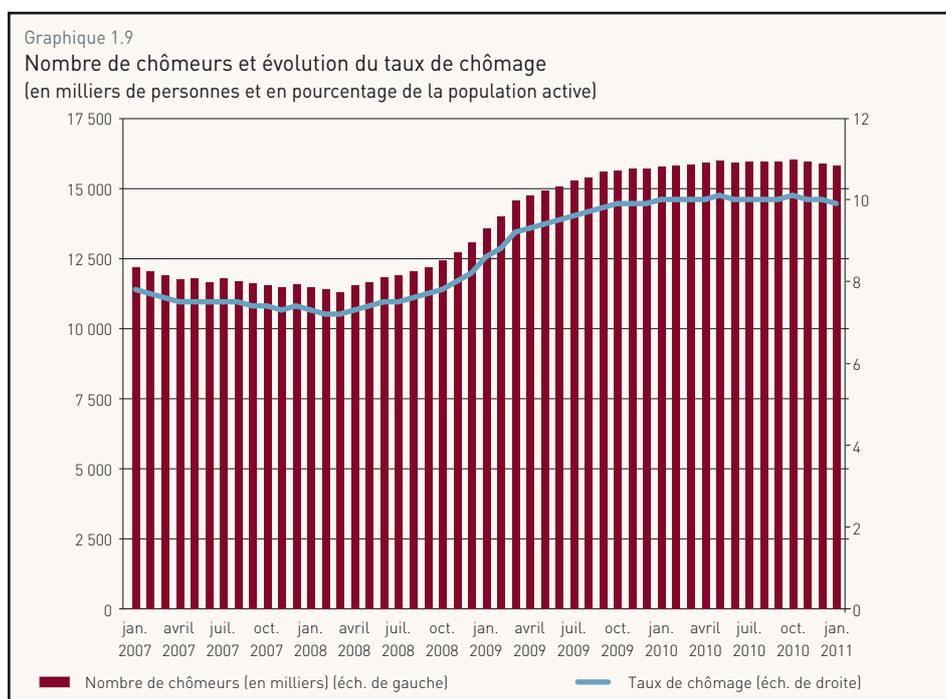
D'un point de vue sectoriel, au quatrième trimestre 2010, seul le secteur de la construction a enregistré une baisse l'emploi salarié (-1,4% en glissement trimestriel et -4,1% en glissement annuel). La poursuite de la dégradation de l'emploi dans le secteur de la construction est sans doute en partie liée aux conditions météorologiques qui ont été particulièrement mauvaises fin 2010. Par ailleurs, pour la première fois depuis la généralisation de la crise, le secteur industriel a connu une légère hausse de l'emploi salarié au quatrième trimestre 2010 en comparaison avec le trimestre précédent. Bien que l'emploi salarié dans le secteur industriel continue d'évoluer négativement par rapport au même trimestre de l'année précédente, on constate une nette décélération de cette tendance négative.

L'amélioration des perspectives sur le marché du travail trouve son reflet également du côté du taux de chômage, qui s'est établi à 9,9% de la population active en janvier 2011, en baisse de 0,1 p.p. par rapport au mois précédent. Après avoir augmenté de 2,3 p.p. entre septembre 2008 et janvier 2010, le taux de chômage de la zone euro a stagné tout au long de l'année 2010 autour des 10,0%-10,1%. En jan-

vier 2011, le nombre de chômeurs s'est établi à 15,8 millions de personnes, en quasi-stabilisation par rapport à la même période de l'année précédente. On constate par ailleurs une forte décélération de la tendance négative observée jusqu'en décembre 2010. Cette amélioration des perspectives sur le front du chômage est visible dans la plupart des pays de la zone euro. Ainsi, au mois de janvier 2011, à l'exception de Chypre, l'ensemble des membres de la zone euro ont enregistré une stagnation voire même une légère baisse de leur taux de chômage par rapport au mois précédent<sup>2</sup>. En glissement annuel, la situation est plus contrastée. Alors que sept Etats membres de la zone euro ont connu une baisse de leur taux de chômage (l'Autriche, la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, la Finlande, la France, Malte et les Pays-Bas), celui-ci s'est aggravé dans les dix pays restants. Malgré l'embellie constatée sur le marché du travail, la situation demeure préoccupante dans certains pays européens, en particulier l'Espagne où le taux de chômage s'est établi à 20,4 % en janvier 2011, la Slovaquie (14,6 %), l'Irlande (13,6 %) et le Portugal (11,2 %).

L'analyse de l'évolution du coût du travail au cours du quatrième trimestre 2010 dans la zone euro confirme la poursuite d'une certaine modération salariale. La progression annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 1,7 % au quatrième trimestre 2010 quasiment stable rapport au trimestre précédent (1,6 %).

De plus, étant donné que la productivité du travail (par personne employée) a poursuivie sa tendance haussière au cours du dernier trimestre 2010 (malgré une légère décélération par rapport au trimestre précédent) et a augmenté légèrement plus vite que le coût salarial moyen, les coûts salariaux unitaires ont sensiblement baissé au quatrième trimestre 2010 en glissement annuel.



Sources : Eurostat, Eurosysteme

## 1.8 PROJECTIONS DES EXPERTS DE LA BCE POUR LA ZONE EURO

Les récentes projections de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre 1,3 % et 2,1 % en 2011 et entre 0,8 % et 2,8 % en 2012. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2010 établies par les services de l'Eurosysteme, les chiffres inférieurs de ces deux fourchettes ont été révisés à la hausse, reflétant l'amélioration des perspectives d'évolution de l'économie mondiale – donc des exportations de la zone euro – ainsi que de la demande intérieure. Les projections de mars 2011 établies par les services de la BCE sont assez proches des prévisions des organisations internationales.

<sup>2</sup> A la date de rédaction de ce bulletin, les dernières données disponibles pour la Grèce font référence au mois de septembre 2010. Elles indiquent une poursuite de la dégradation du chômage.

Tableau 1.2

## Projections macroéconomiques pour la zone euro (en taux de variation annuel)

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

Source : BCE

Après la progression de 0,3% en glissement trimestriel enregistrée par le PIB en volume de la zone euro au troisième trimestre comme au quatrième trimestre 2010, les données statistiques et les résultats d'enquêtes publiés récemment continuent de confirmer la tendance positive de l'activité économique au sein de la zone euro au début de l'année 2011. Dans les mois à venir, les exportations de la zone euro devraient continuer de bénéficier de la reprise en cours de l'économie mondiale. En parallèle, au vu du niveau relativement élevé de confiance des chefs d'entreprise de la zone euro, la demande intérieure privée devrait contribuer de plus en plus à la croissance, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire et les mesures adoptées pour améliorer le fonctionnement du système financier. Toutefois, le redressement de l'activité devrait être légèrement freiné par le processus d'ajustement des bilans dans différents secteurs. Au total, la croissance du PIB de la zone euro évoluerait entre 1,3% et 2,1% en 2011 et entre 0,8% et 2,8% en 2012. Le taux de croissance potentielle devrait, en rythme annuel, être significativement plus faible que les taux observés avant la crise et l'écart de production devrait se réduire sur l'horizon de projection.

Pour ce qui est des risques entourant les projections de la BCE, le Conseil des gouverneurs estime qu'ils sont globalement équilibrés, dans un contexte d'incertitude élevée. Certes, le commerce mondial pourrait continuer à progresser plus rapidement que prévu, soutenant par là même les exportations de la zone euro. En outre, la forte confiance affichée par les chefs d'entreprise pourrait apporter à l'activité économique intérieure de la zone euro un soutien plus important qu'on ne le prévoit actuellement. Néanmoins, des risques à la baisse sont liés aux tensions persistantes sur certains compartiments des marchés financiers et à leurs répercussions potentielles sur l'économie réelle de la zone euro. Des risques à la baisse ont trait également à de nouveaux renchérissements des matières premières, compte tenu en particulier du regain de tensions géopolitiques, ainsi qu'à des pressions protectionnistes et 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 2,0% et 2,6% pour 2011 et entre 1,0% et 2,4% pour 2012. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2010 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes de progression de l'IPCH ont été révisées à la hausse. Cette évolution est imputable essentiellement à la hausse considérable des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Il convient de souligner que les projections se fondent sur les contrats à terme sur matières premières à mi-février 2011, et ne prennent donc pas en compte les augmentations les plus récentes des cours du pétrole. Par ailleurs, il faut noter que les projections tablent sur la poursuite d'un processus modéré de fixation des salaires et des prix intérieurs.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme sont orientés à la hausse. Ils tiennent, en particulier, à des hausses plus importantes que prévu des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie. En outre, les majorations de la fiscalité indirecte et les relèvements des prix administrés pourraient être plus importants que prévu actuellement, en raison de l'assainissement budgétaire auquel il faudra nécessairement procéder au cours des prochaines années. Enfin, les risques sont également liés à des tensions plus importantes que prévu sur les prix intérieurs, dans le contexte de

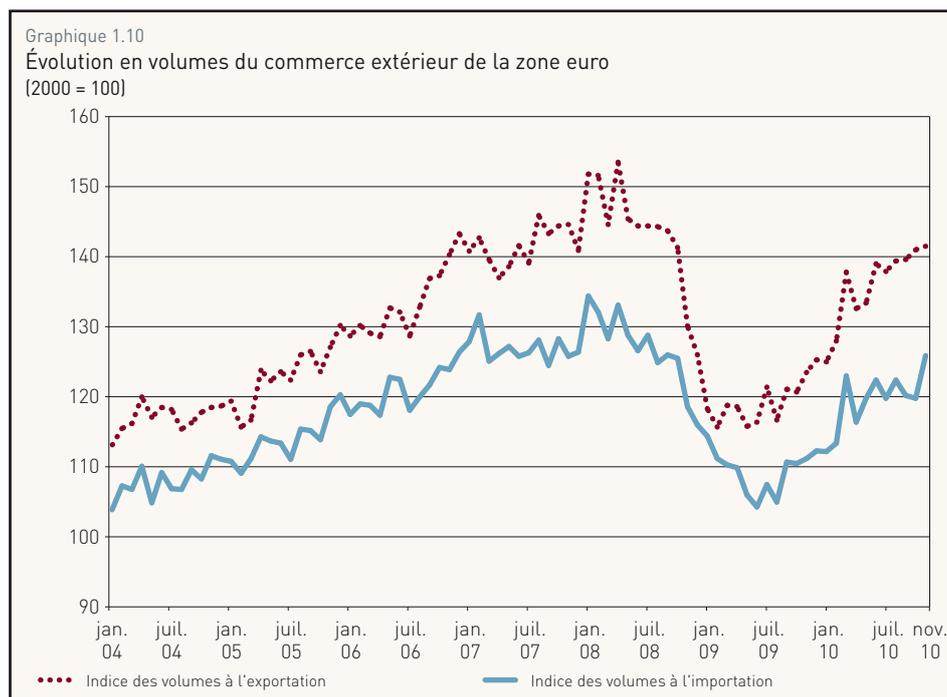
la reprise actuelle de l'activité. Le comportement des agents impliqués dans le processus de fixation des prix et des salaires ne devrait pas entraîner d'effets de second tour généralisés découlant de la hausse des prix des matières premières.

## 1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Après s'être fortement contracté au cours de l'année 2009, le commerce extérieur de la zone euro a connu une croissance soutenue sur toute l'année 2010. Les exportations et les importations de biens ont ainsi progressé de respectivement 20 % et de 21,6 % par rapport à leurs niveaux de l'année 2009, pour atteindre 1 534,7 et 1 534 milliards d'euros en 2010. Les données trimestrielles montrent que les taux de croissance (par rapport au même trimestre de l'année précédente) des exportations et des importations de biens sont redevenus positifs depuis le premier trimestre 2010, après cinq trimestres de baisses successives. Malgré cette évolution positive des échanges, le solde du commerce extérieur de la zone euro s'est fortement dégradé en dégageant un excédent à peine positif (0,7 milliard d'euros) sur toute l'année 2010, comparé à un surplus de 16,6 milliards en 2009. Cette évolution est consécutive à une détérioration des termes de l'échange résultant de la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières.

L'évolution des indices moyens des prix met en évidence une croissance plus rapide des valeurs unitaires à l'importation (+10 % sur les onze<sup>3</sup> premiers mois de 2010) qu'à l'exportation (+4,5 %). Les termes de l'échange se sont par conséquent détériorés de 5,5 % sur les onze premiers mois de 2010. Ce résultat s'explique essentiellement par

une hausse du prix de l'énergie et des autres matières premières. La répartition du solde commercial par principales catégories de biens indique ainsi une hausse de 24 % du déficit des combustibles minéraux, lubrifiants et produits annexes, qui a atteint 255 milliards d'euros sur toute l'année 2010, contre 206 milliards en 2009. Le déficit dans les matières brutes non comestibles (hors carburants) s'est lui aussi fortement accru (+73 %, à 34 milliards d'euros sur toute l'année 2010). Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans les produits manufacturés est en hausse de 17 %, pour s'établir à 262 milliards d'euros sur toute l'année 2010.

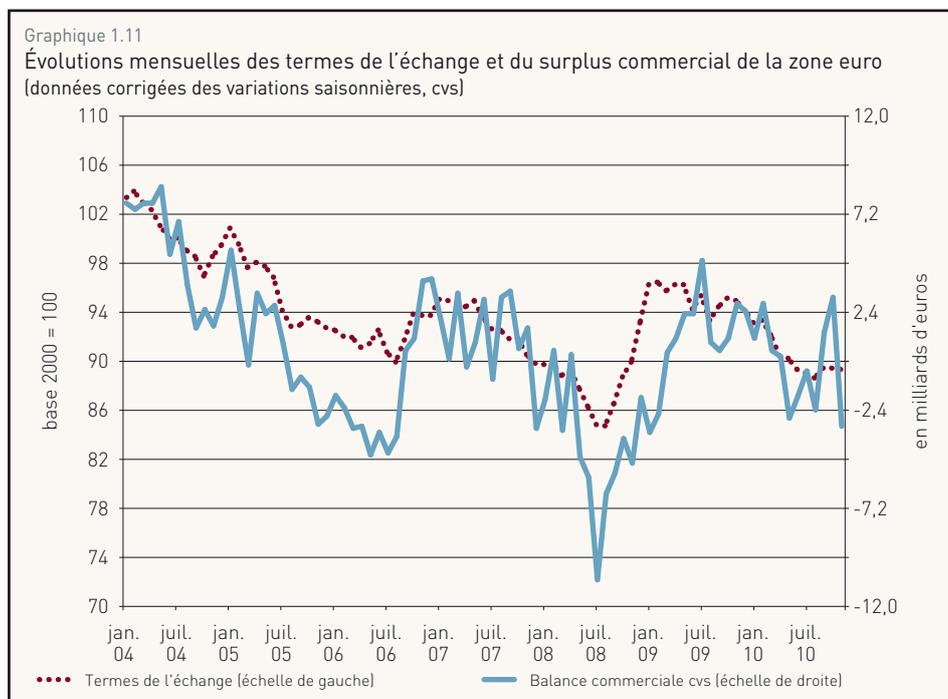


L'évolution des indices des volumes du commerce montre une hausse marquée à la fois des volumes à l'exportation et à l'importation à partir du troisième trimestre de 2009, après la chute brutale enregistrée entre le dernier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, période pendant laquelle la crise financière internationale s'était intensifiée (voir graphique). Sur les onze<sup>4</sup> premiers mois de 2010, l'indice moyen des

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

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

volumes exportés s'est ainsi accru de 14 % contre 9,5 % pour les volumes importés. Malgré cette importante progression, les volumes exportés et importés restent bien en deçà de leurs sommets atteints avant la crise (voir graphique).



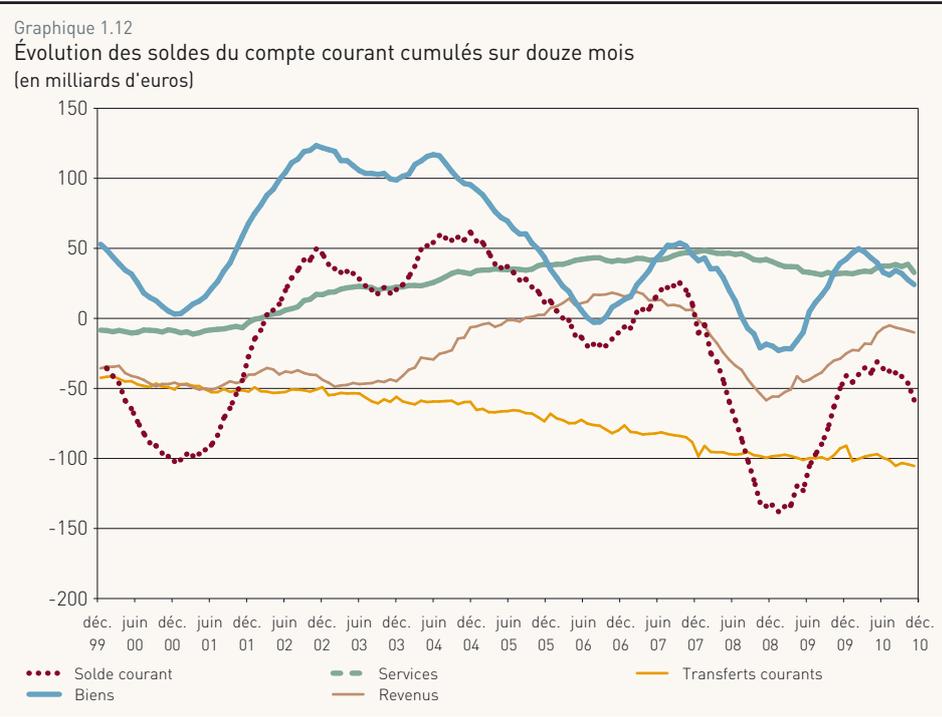
Source : Eurostat

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: les États-Unis (+45 %, à 53 milliards sur toute l'année 2010), la Suisse (+42 %, à 20 milliards) et la Turquie (+102 %, à 17 milliards). L'excédent commercial vis-à-vis des autres pays membres de l'UE (principalement le Royaume-Uni) n'a par contre progressé que légèrement (+4 %, à 69 milliards d'euros sur toute l'année 2010). Les déficits commerciaux se sont alourdis dans les échanges avec la Chine (+28 %, à 114 milliards sur toute l'année 2010), la Russie (+28 %, à 43 milliards) et les pays membres de l'OPEP (23 milliards).

## 1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

Au cours de l'année 2010, la balance courante de la zone euro s'est soldée par un déficit de 58 milliards d'euros (0,6 % du PIB), soit une hausse de 17 % par rapport à l'année 2009. Ce développement est le résultat des détériorations survenues dans les soldes des marchandises et des transferts courants, qui ont toutefois été partiellement compensées par une amélioration du solde des revenus. L'excédent des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante de la zone euro, s'est contracté de 39 % pour retomber à 24 milliards sur toute l'année 2010. Ceci est notamment dû à une hausse plus importante des importations que des exportations, sous l'effet du renchérissement du prix des produits pétroliers et des autres matières premières (cf. section 1.1.9 ci-dessus). A cela s'ajoute la contribution négative de la balance des transferts courants, dont le déficit s'est accru de 13 % pour atteindre 105 milliards d'euros sur toute l'année 2010. Ces deux évolutions négatives ont été néanmoins compensées en partie par une forte contraction du déficit des revenus, qui a chuté de 65 % à 10 milliards sur toute l'année 2010. Cette diminution marquée s'explique en grande partie par les niveaux relativement bas des taux de rendement. Quant à l'excédent des services, il est demeuré quasiment stable à 33 milliards d'euros sur toute l'année 2010.

Dans le compte financier, les flux de capitaux se sont soldés par des entrées nettes en hausse à 68 milliards d'euros sur toute l'année 2010 contre 31 milliards en 2009. Dans un contexte où les entrées nettes liées aux achats de titres de dette de la zone euro se sont fortement réduites, le solde positif du compte financier s'explique largement par une forte réduction des sorties au titre de prêts et dépôts classiques.



Source : BCE

## 2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

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

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

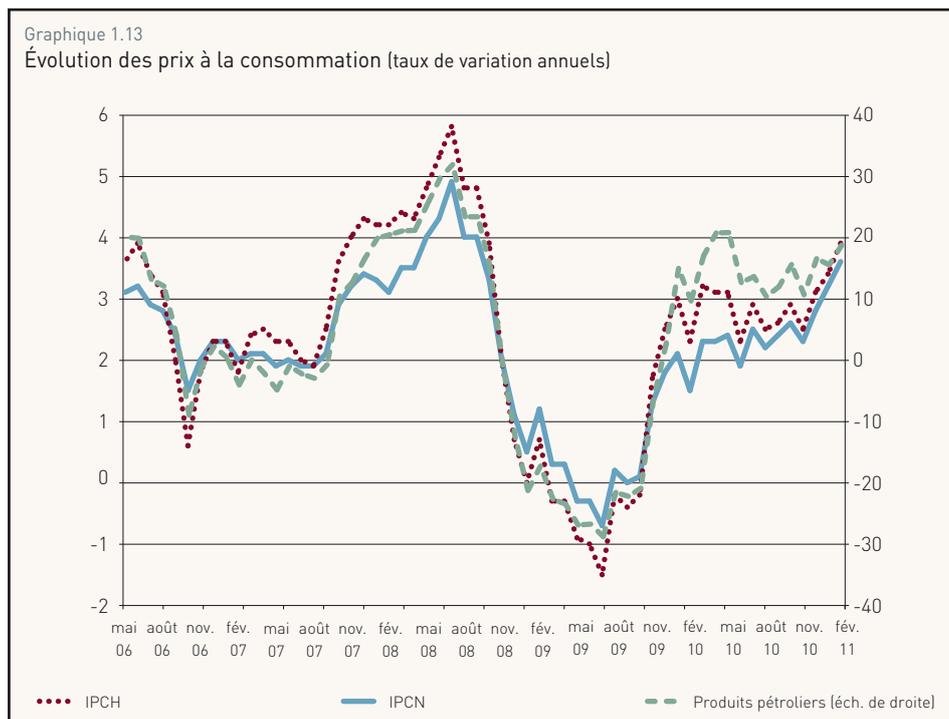
En 2010, l'inflation globale s'est établie à un niveau élevé et elle s'est caractérisée par une accélération graduelle et continue tout au long de l'année. Le taux de variation annuel de l'IPCN est passé de 2,1 % en janvier à 2,5 % en juillet pour terminer l'année à 2,8 %. L'accélération s'est poursuivie par la suite et le taux d'inflation s'est hissé à 3,6 % en février 2011, soit environ 1,0 p.p. de plus que l'inflation dans la zone euro. En moyenne annuelle, les prix ont progressé de 2,3 % en 2010.

L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a été supérieure à celle mesurée par l'IPCN mais avec un profil intra-annuel plus stable. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCH est passé de 3,0 % en janvier 2010 à 2,9 % en juillet pour s'établir à 3,1 % en fin d'année. En février 2011 toutefois, le taux a atteint 3,9 %. En moyenne annuelle, les prix calculés selon la variante IPCH auraient progressé de 2,8 % en 2010.

L'évolution défavorable de l'inflation globale, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, résulte à la fois de l'accélération de l'inflation des produits énergétiques et du revirement de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie.

Les produits pétroliers ont affiché un recul particulièrement important vers la mi-2009. Le recul des taux de variation annuels des prix des produits pétroliers s'est cependant modéré par la suite, pour se transmuter en une variation positive en fin d'année 2009 (voir graphique). Cette accélération s'est accentuée au début de l'année 2010 et le taux de variation annuel s'est ensuite maintenu à un niveau élevé. En moyenne annuelle, la progression des prix des produits pétroliers a été pratiquement de 15 % en 2010.

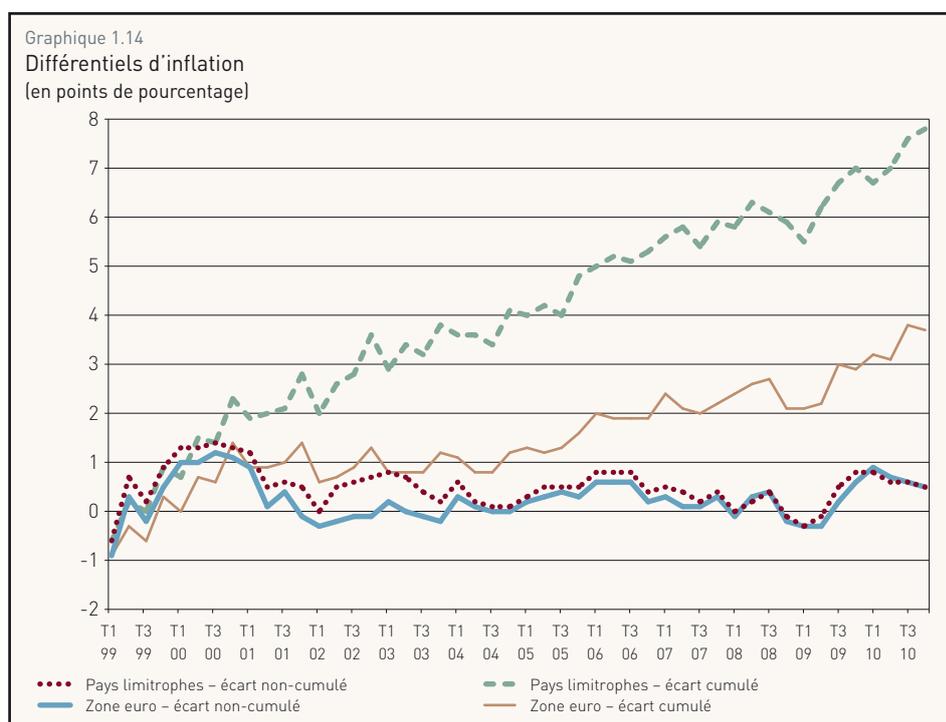
Parallèlement, l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques a reculé lors de la première moitié de l'année, pour se redresser par la suite. Ainsi, le taux de variation annuel a baissé de 1,7 % de fin 2009 à 1,0 % au deuxième trimestre 2010 pour s'établir à nouveau à 1,7 % en fin d'année 2010. Cette accélération s'est poursuivie par la suite et le taux s'est hissé à 2,4 % en février 2011. Le regain d'inflation résulte principalement de l'incidence du paiement de la tranche indiciaire du mois de juillet 2010 sur les prix de certains services ainsi que du relèvement des prix administrés. Ces derniers ont progressé de plus de 2 % sur base mensuelle en juillet 2010, principalement à cause de la hausse des tarifs communaux pour l'alimentation en eau et de



Source : Statec

la reprise des eaux usées. Depuis décembre 2009, les tarifs de ces deux composantes ont progressé en moyenne de 37 % et de 82 %. En janvier 2011, la hausse des prix administrés a été de 3,0 %, entre autres en raison de l'adaptation de la participation financière des patients aux soins de santé dans le contexte de la récente réforme du système de santé.

Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes<sup>5</sup> sont redevenus défavorables au deuxième semestre 2009. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au quatrième trimestre 2010 ont atteint respectivement 3,7 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 7,8 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

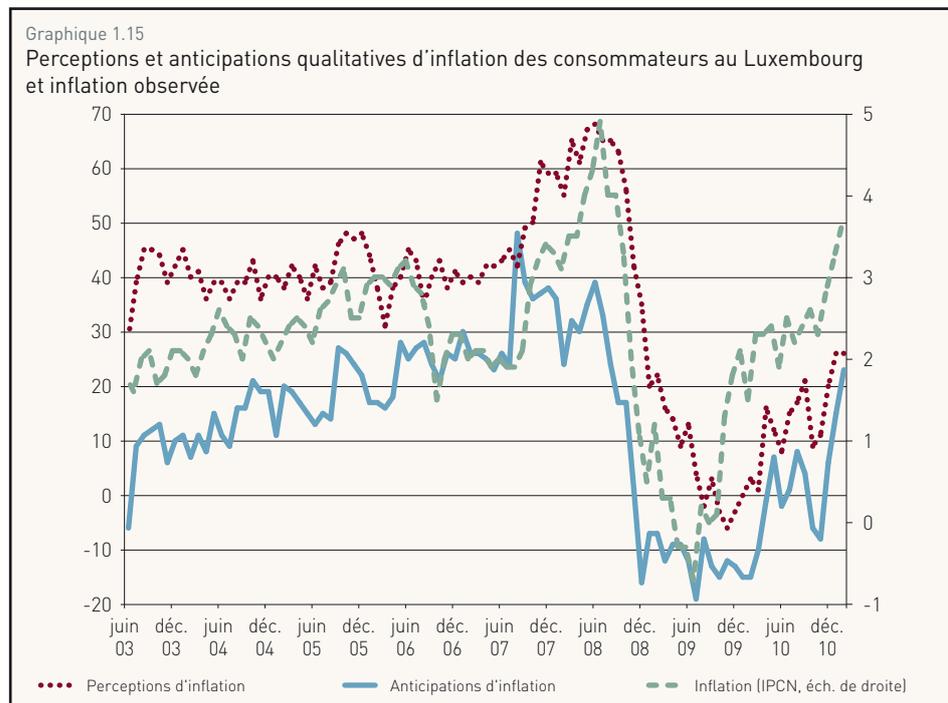


Sources : Statec, Eurostat, calculs BCL

Selon l'enquête de conjoncture de la BCL<sup>6</sup>, les consommateurs ont perçu la remontée importante de l'inflation globale avec un retard de plusieurs mois. Ainsi, les perceptions qualitatives d'inflation des ménages ne se sont redressées que vers la fin 2009 et les anticipations – après plusieurs tentatives abrogées – n'ont rebondi de manière conséquente que vers la fin de l'année 2010. En ce qui concerne ces dernières, et contrairement aux deux années précédentes, il semble que les consommateurs écartent désormais toute possibilité de baisse générale des prix. En février 2011, avec l'ascension du prix du pétrole, les deux indicateurs ont atteint leur niveau le plus élevé depuis le tournant de l'année 2008/2009.

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

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



Sources : BCL, Statec

## Projections d'inflation

### Hypothèses

Mi-février 2011, l'euro cotait aux environs de 1,37 USD/EUR, ce qui correspond pratiquement aux hypothèses de l'exercice datant de décembre 2010<sup>7</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 100\$/bl et les marchés à terme anticipent une progression supplémentaire de ce prix, qui s'établirait à un niveau proche de 103\$/bl au premier trimestre 2012. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollars augmenterait de 24 % en 2011 après son bond de 36 % en 2010. Par rapport à l'exercice de décembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en dollars ont été revues à la hausse de l'ordre de 14 %. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 1.3  
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2009	2010	2011	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1
Prix du pétrole (Brent) en \$	62	80	101	87	99	102	102	102	103
Taux de change \$/€	1,39	1,33	1,37	1,36	1,36	1,37	1,37	1,37	1,37
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-33	36	24	26	32	20	26	17	2

Source : BCL

L'inflation à l'exclusion de l'énergie, qui s'est nettement accélérée depuis la mi-2010, pourrait continuer sa progression dans le court terme avant de se modérer graduellement par après. Cette poussée inflationniste additionnelle semble d'autant plus probable que plusieurs facteurs inflationnistes qui ont émergé récemment ont tardé à affecter les prix à la consommation. Ils risquent donc de se manifester au cours des prochains mois.

<sup>7</sup> Voir BCL, Bulletin 2010/3, pp.28-31

A l'heure actuelle, l'envolée des prix des matières premières agricoles ne s'est pas encore répercutée en une hausse des prix des biens alimentaires traités à l'exclusion du tabac. Il est admis qu'un tel impact se manifesterait au cours du premier semestre 2011. Un indice composite des prix de matières premières indique que le niveau des prix s'est fortement accéléré depuis ses creux de début 2009 et a nettement dépassé les maxima de début 2008. Les prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents indiquent aussi que les prix persisteraient aux niveaux élevés sur le reste de l'horizon de projections. Les matières premières ne comptent certes que pour une partie infirme du prix de vente final des biens à la consommation. Leur hausse pourrait aussi être absorbée par une compression des marges de profit<sup>8</sup> et ceci à différentes étapes de la chaîne de production. Mais un ajustement des prix à la consommation devient d'autant plus probable que les prix des matières persistent à un niveau élevé et que les producteurs sont simultanément confrontés à une hausse de leurs coûts salariaux. Une tendance à la hausse de ces prix a d'ailleurs été récemment observée en Allemagne et en Belgique. 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 de 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. D'autres composantes telles que le café, le sucre ou le chocolat pourraient aussi être affectés. Leurs pondérations dans l'IPC sont néanmoins négligeables, ce qui éviterait un impact sensible sur l'indice global même en cas de forte progression du prix de ces composantes.

La détente de l'inflation des biens industriels non-énergétiques s'est vraisemblablement achevée. Leur taux d'inflation pourrait au mieux se stabiliser au cours des prochains mois. Si récemment les facteurs déterminants de l'évolution de ce taux étaient encore orientés à la baisse, ils ont tous dépassé leur 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 – exprimé en euros – a plus que doublé depuis la fin 2008. L'ampleur de la répercussion des coûts de production sur les prix à la consommation sera fonction de la demande à laquelle les entreprises seront confrontées. La reprise conjoncturelle – au Luxembourg comme dans la zone euro – a été plus forte qu'attendue et les répercussions positives sur le marché de l'emploi se sont manifestées. La reprise du volume de travail, à travers la baisse du chômage partiel et la hausse de l'emploi, sera de nature à soutenir la demande domestique. Le Luxembourg importe principalement des biens industriels non-énergétiques et leur taux d'inflation au Luxembourg dépend par conséquent aussi de l'inflation importée. En général, l'inflation importée est susceptible de s'accélérer en 2011. Selon les plus récentes projections des services de la BCE, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre 2,0% et 2,6% en 2011 contre 1,6% en 2010. Par rapport à l'exercice de décembre, ces projections ont été fortement ajustées à la hausse.

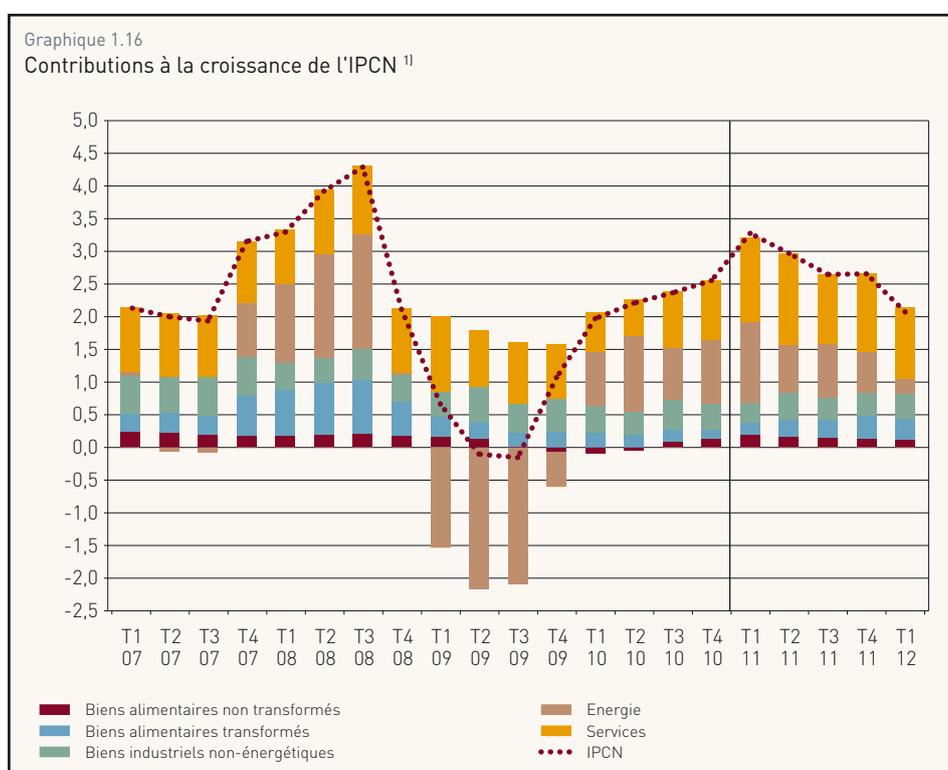
L'inflation des services s'accélérait fortement sous l'effet conjoint de la progression des coûts salariaux et des hausses des prix administrés. En ce qui concerne les salaires, ils ont d'abord été augmentés de 2,5% au mois de juillet 2010 avec l'échéance d'une tranche indiciaire<sup>9</sup>. Puis, le salaire minimum a été ajusté à concurrence de 1,9% au 1<sup>er</sup> janvier 2011. En dépit des effets retardés de la récession de 2008/2009, 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, le rehaussement très marqué des prix administrés en juillet 2010 et janvier 2011 va induire au cours des prochains mois un puissant effet de base, qui ne manquera pas d'affecter à la hausse les taux d'inflation subséquents. En conséquence, l'inflation des services s'accélérait en moyenne à 3,1% en 2011.

8 On a constaté que la forte baisse des prix des matières premières agricoles en 2008 ne s'est pas répercutée en une baisse des prix à la consommation 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.

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

## 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, devrait s'estomper au cours des prochains trimestres. Si les prix des produits pétroliers devaient encore progresser au cours des prochains mois et s'approcher de leurs niveaux de la mi-2008, 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 13% au premier trimestre 2011 à environ 2% un an plus tard. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, positive tout au long de 2010, le resterait sans discontinuer jusqu'à l'issue de 2011, avant de s'estomper par après (voir le graphique). En moyenne annuelle, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à environ 9% en 2011. Par rapport à l'exercice de décembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été fortement ajustées à la hausse.



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.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures s'est légèrement détérioré. En moyenne, le taux d'inflation afférent pourrait passer de 1,2% au premier trimestre de 2010 à 2,3% lors de la même période en 2011 pour converger vers 2,1% à la fin de 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 précédent, ces projections ont été adaptées marginalement. La hausse plus importante qu'anticipé des prix administrés a été compensée par une absence d'impact du choc des prix des matières premières agricoles sur les prix des biens alimentaires.

Avec un taux de 3,6% en février 2011, l'inflation mesurée par l'IPCN global a vraisemblablement atteint un sommet. A partir du mois de mars, elle devrait à nouveau reculer, tout en demeurant à un niveau élevé. Le taux d'inflation moyen s'établirait aux environs de 3% au premier trimestre avant de s'estomper vers 2,7% dans la deuxième moitié de l'année et de reculer plus fortement au début de 2012. Cette baisse plus franche à un horizon d'un an est en grande partie attribuable à des effets de base très favorables sur les prix des produits pétroliers. En moyenne annuelle, l'inflation globale s'accroîtrait fortement en 2011, pour s'établir à respectivement 2,9% pour l'IPCN et 3,2% pour l'IPCH. Ces taux dépasseraient nettement à la fois la moyenne historique, l'inflation dans les pays limitrophes et l'inflation de la zone euro. Par rapport à l'exercice précédent, le scénario de l'inflation globale s'est fortement dégradé sous l'effet d'un scénario du prix du pétrole nettement plus défavorable.

Tableau 1.4

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

	2010	2011	2010-2 <sup>e</sup> sem	2011-1 <sup>er</sup> sem	2011-2 <sup>e</sup> sem
IPCN	2,3	2,9 (0,6)	2,5 (-)	3,1 (0,5)	2,7 (0,6)
IPCN hors énergie	1,5	2,2 (0,1)	1,7 (-)	2,3 (-)	2,1 (0,2)
IPCH	2,8	3,2 (0,7)	2,8 (0,1)	3,4 (0,7)	3,1 (0,7)
IPCH énergie	11,7	8,7 (5,5)	10 (0,6)	10 (5,8)	7,5 (5,2)
IPCH hors énergie	1,7	2,5 (0,1)	1,8 (-)	2,5 (-)	2,5 (0,1)
Impact des mesures gouvernementales <sup>1)</sup> sur l'IPCN, en p.p.	0,4	0,8			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en p.p.	0,6	1,0			

Source : BCL

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

En vertu de nos projections d'inflation, le paiement de la prochaine tranche indiciaire sur base du mécanisme automatique serait dû pour mai 2011, soit deux mois plus tôt qu'anticipé lors de l'exercice précédent. L'accord entre partenaires sociaux – conclu lors de réunions bilatérales entre le gouvernement et les syndicats puis entre le gouvernement et le patronat – prévoit que le paiement de cette tranche indiciaire soit repoussé jusqu'en octobre 2011. *Ceteris paribus* et sur base de ces projections d'inflation, cette mesure contribuerait à contenir la progression des salaires nominaux de l'ordre de 1,0 p.p. en 2011.

Les projections d'inflation désagrégées ne couvrent que le court terme. Au-delà du premier trimestre 2012, des calculs simplistes permettent néanmoins de dégager quelques pistes. En supposant par exemple un niveau inchangé des hypothèses techniques relatives au taux de change et au prix du pétrole, l'inflation globale pourrait à nouveau reculer en 2012. La contribution des prix de l'énergie – largement positive en 2011 – se dissiperait à partir du deuxième trimestre 2012. Dans ce cas de figure, la dynamique de l'inflation globale serait aussi dictée par la dynamique de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie.

En vertu de ce scénario, le paiement de la tranche indiciaire subséquente serait dû pour le deuxième trimestre 2012, donc plusieurs mois plus tôt qu'envisagé en décembre 2010<sup>10</sup>. Il en résulterait une accélération très nette de la dynamique des salaires en 2012, et une variation de plus de 1 p.p. par rapport au scénario antérieur. La modulation du mécanisme d'indexation pour l'année 2011 a permis de temporiser les effets de la hausse récente du prix du pétrole sur la progression de salaires. En raison de son caractère temporaire toutefois, elle n'arriverait pas à contrer efficacement ces effets. Il est admis que le choc sévère sur le prix du pétrole persisterait au-delà de 2011, de sorte que la modulation reporterait uniquement à l'année 2012 l'impact sur l'échelle mobile des salaires. Il en résulterait des implications défavorables pour l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie. Le paiement de deux tranches indiciaires serait superposé sur une période de plusieurs mois et il serait à la base d'un rehaussement plus marqué des prix des services, amplifiant de ce fait les effets directs résultant du choc initial de la hausse du prix du pétrole.

Selon le Conseil des gouverneurs de la BCE, il s'agit d'éviter absolument un tel scénario. Ces effets – dits de second tour – perpétuent le choc initial et ils risquent de donner une dynamique auto-entretenu aux prix à la consommation – une spirale prix-salaires – qui pourrait s'avérer difficile à rompre. Un raisonnement analogue est sous-jacent au nouveau dispositif de surveillance macroéconomique, qui sera bientôt d'application au niveau européen. Si celui-ci ne peut influencer ex ante la formation des salaires, il veillera tout de même de près aux évolutions divergentes des prix et des coûts dans tous les pays de la zone euro. Ex post, le Conseil européen pourra aussi demander aux gouvernements des ajustements qu'il juge nécessaires. Finalement, dans ce double contexte préventif, l'extension de la modulation du mécanisme

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

de l'indexation automatique des salaires à l'année 2012 et également au-delà serait un strict minimum que le gouvernement devrait envisager. Celle-ci avait d'ailleurs été discutée lors des réunions bipartites au printemps 2010 sans que les partenaires sociaux n'aient pu s'accorder sur les modalités.

### Analyse des risques

Les projections précitées ont été préparées sur base des hypothèses techniques datant de la mi-février et elles sont cohérentes avec les projections macroéconomiques des services de la BCE. Cependant, depuis la finalisation de cet exercice, les bouleversements politiques dans plusieurs pays arabes ont poussé considérablement à la hausse le prix du pétrole. Début mars, le prix du Brent cotait aux environs de 115 \$/bl contre à peu près 100\$/bl vers la mi-février.

Une mise à jour des projections d'inflation sur base du seul impact de l'ajustement des hypothèses du prix du pétrole sur la composante énergie impliquerait une détérioration supplémentaire des projections d'inflation. Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH seraient revus à la hausse de 0,4 p.p. et de 0,6 p.p., pour atteindre respectivement 3,3 % et 3,8 % en 2011. Ces révisions potentielles constitueraient aussi une borne inférieure de l'impact total, car, compte tenu de l'ampleur de la hausse du prix du pétrole, des effets indirects sur les prix des autres biens et services deviendraient également plus probables. Par rapport au scénario de base précité, l'échéance de la tranche indiciaire de 2012 serait encore une fois avancée de deux mois, poussant davantage les salaires à la hausse et amplifiant de la sorte les effets de second tour.

#### 2.1.2 Les prix à la production industrielle

Le retournement à la baisse des prix à la production industrielle, qui avait débuté en août 2008, 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. Depuis le quatrième trimestre de 2009, les prix à la production de l'industrie considérée globalement se sont redressés parallèlement au raffermissement de la demande mondiale en produits industriels.

Les données les plus récentes, relatives au quatrième trimestre de l'année 2010, montrent une baisse des prix des biens industriels du fait notamment du repli des prix dans les secteurs des biens intermédiaires et énergétiques. Une analyse plus détaillée indique qu'un sous-secteur en particulier a vu ses prix nettement reculer au quatrième trimestre. Il s'agit du secteur des produits sidérurgiques, tubes et autres produits de première transformation de l'acier.

Au total, les prix à la production industrielle se sont redressés en moyenne sur l'ensemble de l'année 2010, à hauteur de 3,7%.

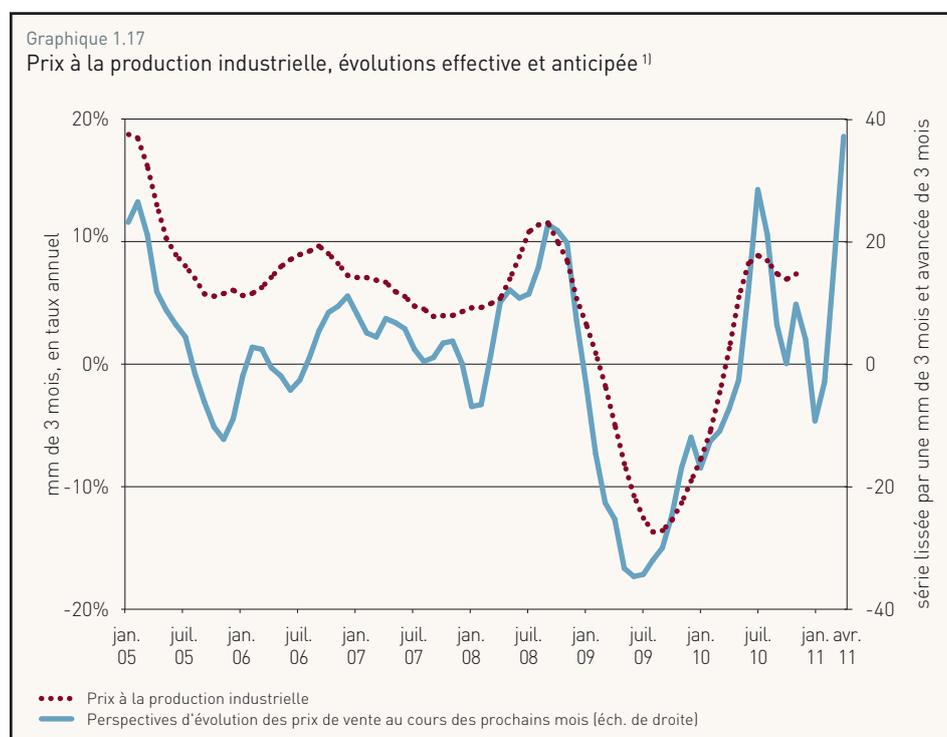
Tableau 1.5

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

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

Source : STATEC

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 d'opinion relatif aux évolutions anticipées des prix à la production dans l'industrie est apparu très volatil. Il n'en reste pas moins qu'en février 2011, il continuait à évoluer à des niveaux extrêmement élevés. Aussi, il semblerait que le recul observé des prix à la production au quatrième trimestre 2011 ne soit que temporaire. Par ailleurs, les tensions politiques et sociales qui ont émergé au Maghreb et au Moyen-Orient depuis le début de l'année ont conduit le cours du baril vers des niveaux extrêmement élevés. Ces événements, s'ils se prolongeaient, devraient mettre fin à la baisse du prix de l'énergie observée au cours de ces derniers trimestres.



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, n'est retenue que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

## 2.2 L'INDUSTRIE

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

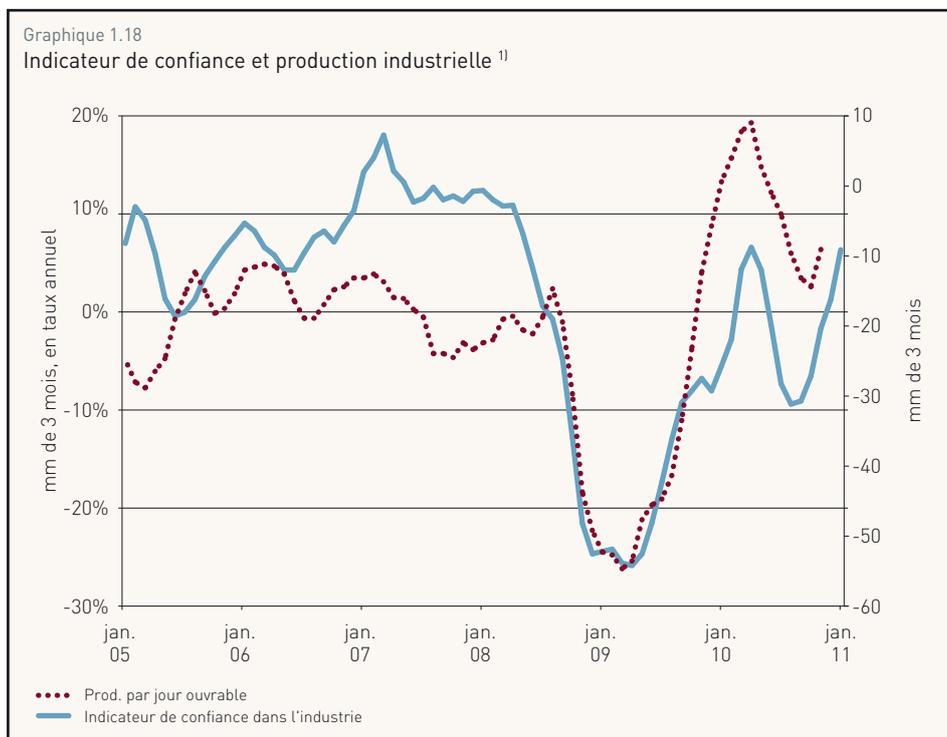
Tableau 1.6

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

	2009	2010	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-15,9	10,2	-16,5	2,8	15,6	14,5	5,2	6,2
Pjo - Biens intermédiaires	-16,6	10,0	-17,4	12,8	23,3	16,6	-0,1	2,2
Pjo - Biens d'équipement	-29,9	12,8	-31,9	-22,2	-0,7	17,9	22,1	12,4
Pjo - Biens de consommation	-5,3	11,8	-5,7	7,0	17,2	6,2	11,0	13,6
Pjo - Energie	-2,7	11,8	-2,3	0,7	9,2	22,9	4,1	12,1
Pjo - Industrie hors sidérurgie	-14,8	9,6	-15,7	-0,6	13,4	12,2	6,5	6,7
Pjo - Sidérurgie	-24,2	15,8	-22,8	46,1	36,9	35,7	-5,7	1,7

Source : STATEC

Graphique 1.18

Indicateur de confiance et production industrielle <sup>1)</sup>

Sources : Statec, calculs BCL

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

Sur l'ensemble de l'année 2010, la croissance de l'activité industrielle a été nettement plus dynamique au Luxembourg que dans la zone euro, où la production n'a progressé que de 7,1% (contre 10,2% au Luxembourg). Il n'en reste pas moins que le niveau de la production industrielle du Luxembourg se situe fin décembre 2010 à un niveau qui reste de 7% inférieur au point observé en août 2008, tout comme la zone euro sur la même période.

D'après les récentes enquêtes mensuelles de conjoncture dans l'industrie, il semblerait que l'embellie du moral des industriels soit de retour. L'indicateur de confiance dans l'industrie, qui s'était fortement dégradé au troisième trimestre 2010, est à nouveau favorablement orienté depuis octobre dernier. Depuis le mois de décembre 2010, il évolue au-des-

sus de sa moyenne historique [-13,1]. Les plus récentes enquêtes trimestrielles dans l'industrie indiquent quant à elles que le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) a nettement progressé en janvier, alors qu'il avait reculé en octobre mettant ainsi fin à cinq trimestres consécutifs de hausse. Le TUC s'établit désormais à 82,0% au Luxembourg (contre 80% dans la zone euro), soit légèrement en dessous de sa moyenne historique, qui est estimée à 83% (81,2% pour la zone euro) par la Commission européenne.

### 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, avant d'afficher des résultats décevants en 2010. Le niveau de la production a en moyenne quasiment stagné en 2010 par rapport à 2009 et ce en dépit d'un redressement des heures travaillées. Les plus récentes enquêtes de conjoncture dans le secteur de la construction semblent indiquer, malgré une volatilité accrue sur la période récente, que la confiance des entrepreneurs a cessé de s'améliorer depuis octobre dernier.

Dans le secteur résidentiel, les permis de construire de logements ont reculé de 21,0% au quatrième trimestre de l'année 2010. Sur cette même période, les autorisations de construction de maisons individuelles et maisons à appartements ont diminué de respectivement 11,2% (après +28,9% au troisième trimestre) et de 25,3% (après -12,6% au troisième trimestre). Sur l'ensemble de l'année 2010, les permis ont progressé de manière dynamique sur le segment des maisons individuelles (+32,9%) tandis qu'ils ont reculé pour les maisons collectives (-11,7%). Au total, sur l'ensemble de l'année 2010, le nombre total de permis de bâtir enregistre une quasi-stabilisation par rapport à la même période un an plus tôt en se situant à 3551.

Dans le même temps, les plus récentes statistiques relatives aux prix de vente des appartements indiquent qu'au troisième trimestre 2010, les prix des appartements ont augmenté de 1,2% par rapport au trimestre précédent. Ainsi, fin septembre 2010, le prix des appartements se situait à un niveau de 4,8% supérieur à celui que l'on observait un an auparavant.

Les statistiques bancaires, quant à elles, indiquent que l'encours des crédits immobiliers accordés aux ménages a enregistré une hausse régulière dans un passé récent, oscillant autour de 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. Sur l'ensemble de l'année 2010, le nombre de nouveaux crédits accordés a baissé de 15,8% par rapport à la même période en 2009.

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

	2009	2010	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Chiffre d'affaires - Total	12,0	2,9	2,4	29,1	-2,4	1,3	15,5	-1,4
Production par jour ouvrable -Total	1,1	0,2	5,6	3,1	-1,3	4,0	1,6	-3,8
Heures travaillées	-0,9	1,2	3,5	-5,0	-2,6	9,1	-6,0	4,9
Permis de bâtir <sup>1)</sup>	-8,5	0,3	-2,8	-4,4	40,4	13,7	-3,8	-21,0
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	6,4	7,0	5,8	6,7	6,9	7,0	6,6	7,4
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	34,2	-15,8	41,7	70,0	6,4	-9,6	-31,4	-19,7
Taux hypothécaires	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9

Source : STATEC

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

## 2.4 LE COMMERCE ET LES AUTRES SECTEURS

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

Les plus récentes statistiques, plus encourageantes, indiquent que sur les onze premiers mois de l'année 2010, le chiffre d'affaires a nettement progressé dans le commerce de détail (+11,3%) et le commerce de gros hors automobiles et motocycles (+23,4%). Dans le secteur des services, les évolutions apparaissent aussi encourageantes sur les onze premiers mois de l'année. Ainsi, le chiffre d'affaires a progressé de 24% dans les transports aériens, de 7% dans la « programmation, conseil et autres activités informatiques » et de 7,9% dans les activités juridiques, comptables et conseil de gestion ».

Dans le secteur automobile, les statistiques font apparaître un redressement plus modéré du chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile sur les onze premiers mois de l'année 2010 (+3,6%). Les immatriculations automobiles ont baissé de 7,8% sur l'ensemble du quatrième trimestre 2010 (par rapport au trimestre correspondant un an plus tôt), après avoir enregistré un léger repli au troisième. Il semblerait que la non-reconduction par le gouvernement des régimes d'aides financières CAR-e au-delà du 31 juillet 2010 ait contribué au dynamisme des immatriculations au premier semestre 2010 et aux baisses observées depuis lors. Au total, les immatriculations automobiles au Luxembourg ont tout de même progressé de 4,8% sur l'ensemble de l'année 2010, alors que la zone euro dans son ensemble affiche une baisse d'environ 5,5% sur la même période (-23,2% en Allemagne et -2,2% en France).

Selon les dernières statistiques, les immatriculations ont enregistré en janvier une nouvelle baisse au Luxembourg par rapport au même mois de l'année passée (-5,2%).

Tableau 1.8

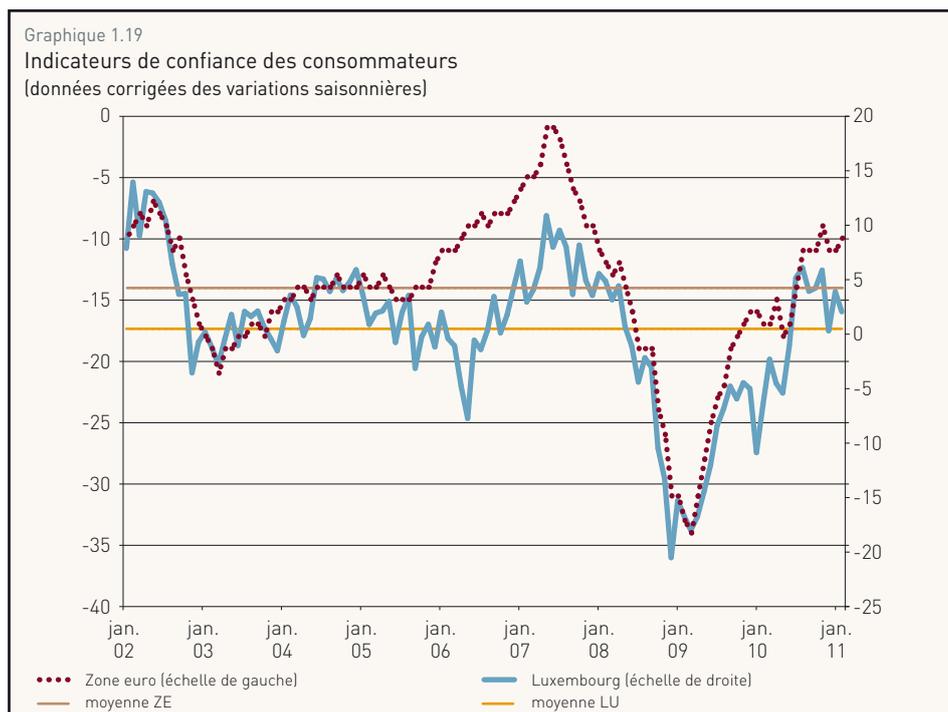
Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs\* (en taux de variation annuel)

	2009	2010	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Immatriculations de voitures	-9,3	4,8	-11,8	-0,7	11,0	13,0	-1,2	-7,8
Commerce et réparation d'automobiles et de motos	-9,8	-	-14,0	-6,0	-3,3	10,7	6,2	-
Commerce de gros hors automobiles et motos	-20,7	-	-29,0	-3,9	14,2	35,1	25,6	-
Commerce de détail	0,1	-	-1,5	9,7	11,1	11,8	11,4	-
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et des ventes de cms)	-0,4	-	-2,1	4,1	3,0	2,7	3,8	-
Hôtels et restaurant	-2,1	-	-1,9	-2,3	1,1	0,3	1,4	-
Transport aérien	-23,1	-	-23,9	-18,0	13,6	38,2	21,7	-
Transport par eau	-16,5	-	2,8	-22,4	6,9	22,5	-25,4	-
Transport terrestre	-6,8	-	-12,2	1,3	-3,0	8,4	5,2	-
Services auxiliaires des transports	-19,5	-	-24,7	-12,1	20,6	36,1	41,6	-

Source : STATEC

\* En valeur.

## 2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS



Sources : BCL et Commission européenne

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs<sup>11</sup> du Luxembourg au second semestre 2007 a coïncidé avec l'apparition des turbulences financières. L'indicateur de confiance des consommateurs a atteint son minimum historique en décembre 2008. Ensuite, il a été favorablement orienté jusqu'à la fin de l'année 2010, même si ses évolutions au mois le mois sont apparues nettement plus volatiles que celles observées au niveau de la zone euro. Les données récentes indiquent que la progression de la confiance des consommateurs semble avoir marqué une pause depuis décembre dernier au Luxembourg et dans la zone euro.

La plus récente enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date de février 2011. Elle indique que l'indicateur de confiance, après correction des variations saisonnières, a faiblement reculé.

<sup>11</sup> L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

Les composantes de l'indicateur ont affiché des évolutions contrastées en février. Les anticipations des consommateurs relatives à la situation économique générale au Luxembourg se sont nettement améliorées par rapport à janvier. En revanche, la composante « situation financière des ménages » s'est quelque peu repliée en février, tandis que celle relative à leur capacité d'épargner a enregistré une forte baisse. La composante relative à l'évolution future du chômage n'a enregistré aucune variation en février.

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)

	Indicateur de confiance des consommateurs	Anticipations sur les douze prochains mois				
		Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages	
2009	février	-17	-33	70	-6	43
	mars	-18	-36	70	-6	41
	avril	-17	-34	75	-3	46
	mai	-14	-29	66	-4	40
	juin	-12	-23	64	-3	41
	juillet	-8	-19	57	-1	43
	août	-7	-17	53	1	41
	septembre	-5	-13	54	2	45
	octobre	-6	-12	53	-1	42
	novembre	-5	-8	52	0	43
	décembre	-5	-11	58	-1	49
	2010	janvier	-11	-17	62	1
février		-6	-14	52	1	39
mars		-2	-7	48	1	45
avril		-5	-7	41	-3	33
mai		-5	-25	31	-10	44
juin		-1	-12	26	-7	40
juillet		5	-9	19	-4	52
août		6	-1	18	-1	43
septembre		4	-7	18	3	38
octobre		4	-1	22	-5	46
novembre		6	1	24	0	46
décembre		0	-1	35	-6	43
2011	janvier	4	-2	30	-4	52
	février	2	2	30	-5	41

Source : BCL

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

## 2.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

### 2.6.1 L'emploi

Le repositionnement de la conjoncture sur un sentier de croissance commence à porter ses fruits sur le front de l'emploi. De fait, après avoir subi de plein fouet les conséquences de la crise, la progression annuelle de l'emploi total s'est accélérée tout au long de 2010 pour atteindre 2,4% en janvier 2011. De même, l'emploi salarié a progressé de 2,6% en janvier 2011 par rapport au même mois de l'année précédente et s'est établi à 344 718 salariés (après 0,3%, soit 336 078 un an plus tôt).

Tableau 1.10

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

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

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

\* Les données concernant l'emploi pour les mois de novembre 2010 à janvier 2011 sont des estimations.

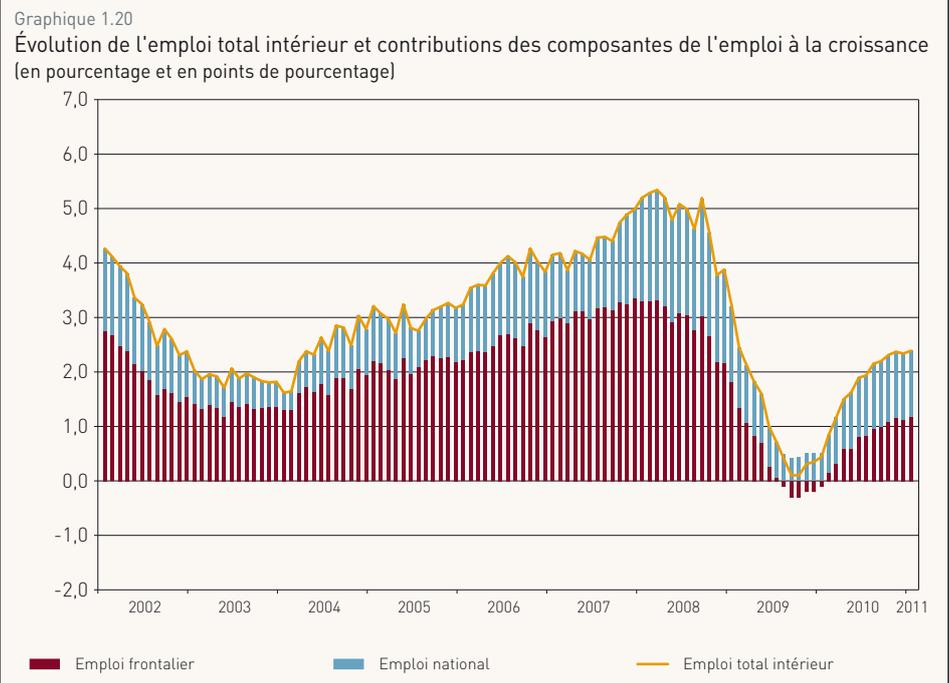
Le regain de dynamisme observé du côté de l'emploi a abouti à la création nette de plus de 8 500 postes entre janvier 2010 et janvier 2011, soit la meilleure performance enregistrée depuis début 2009. Tout en demeurant largement en deçà de sa moyenne historique<sup>12</sup>, le poids des salariés frontaliers dans les postes nouvellement créés (en net) a progressivement augmenté tout au long de l'année 2010, pour s'établir à 49% en janvier 2011. Comme le témoigne le graphique suivant, après avoir évolué négativement au cours de la deuxième moitié de 2009, la contribution de l'emploi frontalier à la croissance de l'emploi n'a cessé de s'améliorer par la suite pour atteindre 1,2p.p. en ce début d'année 2011. Selon les dernières estimations, la progression annuelle de l'emploi frontalier s'est établie à 2,9% en janvier 2011, contre 2,1% du côté de l'emploi résident.

L'évolution favorable de l'emploi frontalier trouve son reflet du côté du travail intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés non-résidents. Les données disponibles à ce stade font état d'une progression annuelle de 5,3% de l'emploi intérimaire entre novembre 2009 et novembre 2010, soit l'équivalent d'une hausse de 332 emplois. Le nombre d'intérimaires s'est établi à 6 631 en novembre 2010, contre seulement 6 299 un an plus tôt et 5 497 en janvier 2010. Par rapport au mois d'octobre 2010 on constate néanmoins une baisse du nombre d'intérimaires de l'ordre de 14,2%, soit l'équivalent de 1 095 personnes. Les mois à venir permettront de déterminer si cette récente baisse est liée à des effets saisonniers ou si au contraire elle signale une éventuelle décélération de l'emploi.

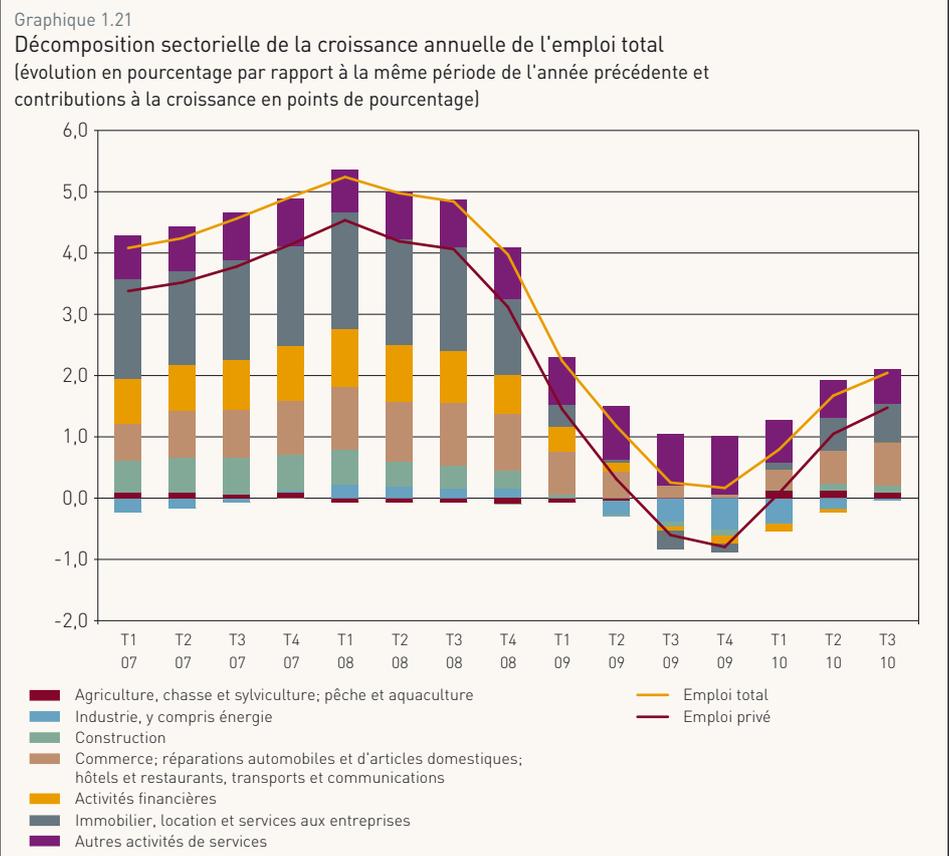
12 Entre janvier 1998 et septembre 2008, les frontaliers représentaient en moyenne 67% des créations nettes d'emplois.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle qu'au troisième trimestre 2010, la croissance annuelle de l'emploi (2,0%) a essentiellement trouvé son origine dans le secteur du commerce et assimilés (expliquant 0,7 p.p. de la progression annuelle de l'emploi au cours du trimestre sous revue). Par ailleurs, les secteurs « autres activités de services » et « immobilier, location et services aux entreprises » ont pour leur part chacun contribué à hauteur de 0,6 p.p. à la croissance annuelle de l'emploi. Il convient de noter que l'évolution enregistrée par le secteur « immobilier, location et services aux entreprises » est probablement en grande partie liée à la forte hausse de l'emploi intérimaire.

Par rapport au même trimestre de l'année précédente, à l'exception de l'industrie (-0,3%) l'emploi a évolué favorablement dans l'ensemble des secteurs économiques. A noter également que l'emploi a cessé de se dégrader dans le secteur financier (0,0%). Par rapport au trimestre précédent, la progression de l'emploi total s'est établie à 0,2% au troisième trimestre 2010. La baisse de l'emploi dans les « autres activités de services » (-0,4%) a été compensée par une légère hausse de l'emploi dans le secteur commercial (0,6%), le secteur de l'immobilier (0,4%) ainsi que dans l'industrie (0,3%) où l'emploi augmente légèrement pour le deuxième trimestre consécutif. Par ailleurs, le secteur « activités financières » enregistre pour le quatrième trimestre consécutif une stagnation de l'emploi (0,0%).



Sources : ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL



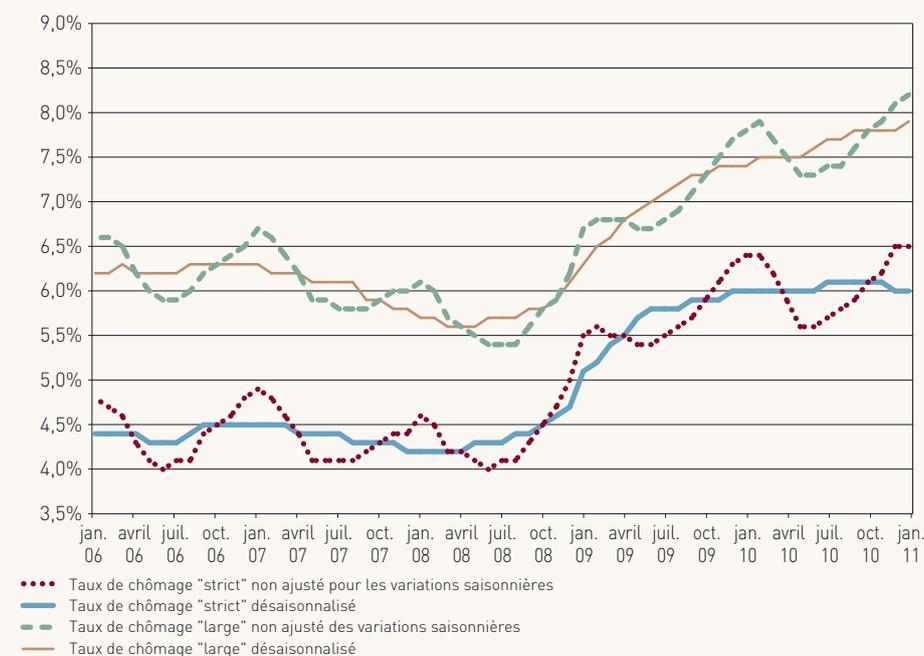
Sources : Statec, calculs BCL

Remarque : les données ne sont pas ajustées pour les variations saisonnières

## 2.6.2 Le chômage

Graphique 1.22

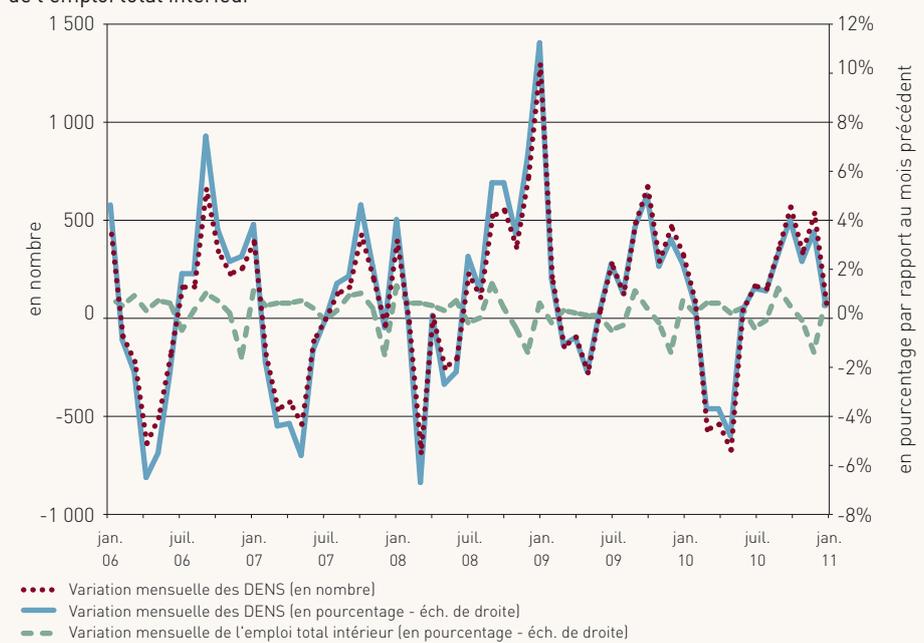
Taux de chômage « strict » et taux de chômage « large »



Sources : ADEM, IGSS, Statec

Graphique 1.23

Évolution mensuelle du nombre de demandes d'emploi non satisfaites (DENS) et de l'emploi total intérieur



Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

En écho à la reprise graduelle de l'emploi, la situation sur le front du chômage est entrée dans une phase de quasi-stabilisation au cours des derniers mois. En effet, selon les plus récentes estimations, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé s'est établi à 6,0% en janvier 2011. Depuis le mois de décembre 2009, le taux de chômage désaisonnalisé stagne autour des 6,0%-6,1%, ce qui corrobore une certaine stabilisation de la situation fondamentale.

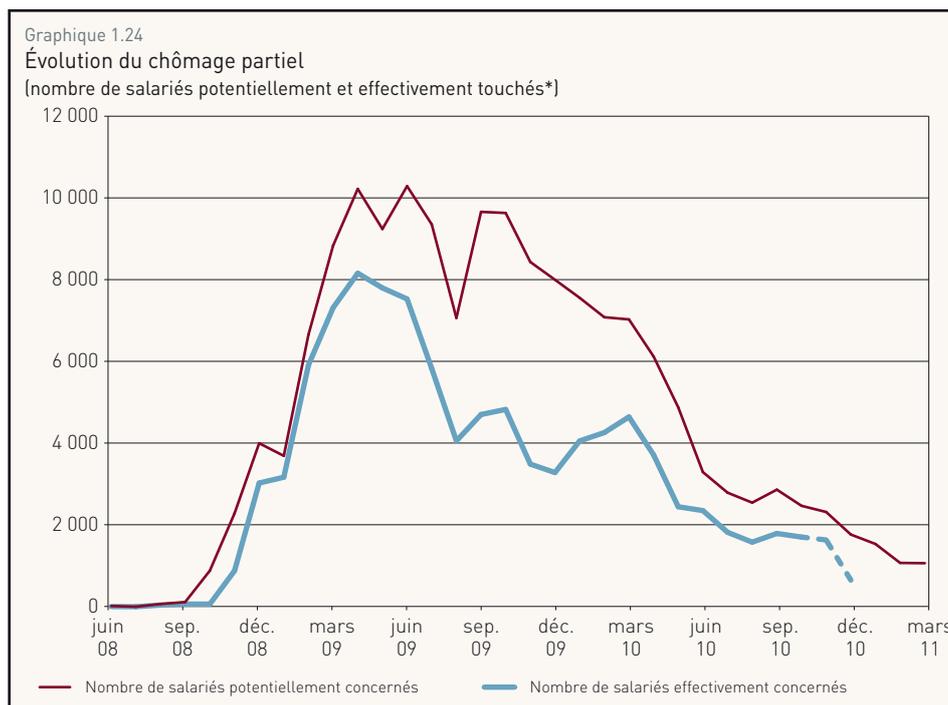
Nonobstant cela, le taux de chômage « strict » non-ajusté pour les variations saisonnières a poursuivi sa tendance ascendante entamée à nouveau depuis le mois de juillet 2010, pour s'établir à 6,5% en janvier 2011. Dès lors, selon les données provisoires, 15 641 personnes étaient inscrites en tant que demandeurs d'emploi auprès de l'ADEM en ce début d'année. Par rapport à la même période de l'année précédente, cela revient à une augmentation de 3,3%, soit l'équivalent de 504 personnes. Par ailleurs, le record historique précédent, qui avait été atteint en février 2010 (15 222 demandeurs d'emploi) a été dépassé pour le deuxième mois consécutif.

A ce stade, il convient néanmoins de relativiser ces évolutions *a priori* négatives et de les replacer dans leur contexte. De fait, comme en témoigne le graphique suivant, les fins d'années – et notamment les mois de décembre – sont en général caractérisées par une baisse significative de l'ensemble des composantes de l'emploi intérieur et par une hausse concomitante du chômage. Ceci s'explique en particulier par le fait que de

nombreux contrats de travail, notamment dans l'emploi intérimaire, arrivent à leur terme en fin d'année. De plus, il est possible qu'il existe un léger décalage temporel entre la baisse de l'emploi et la hausse du nombre de chômeurs en raison de la date d'inscription auprès de l'ADEM, ce qui explique la poursuite de la hausse du chômage au mois de janvier 2011. Les prochains mois permettront de déterminer si la récente accélération du chômage est due à des effets purement saisonniers et temporaires ou si celle-ci est susceptible de persister dans le temps. Comme indiqué précédemment, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé demeure quant à lui stable à 6,0% en ce début d'année 2011.

De son côté, le taux de chômage « large » ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 7,9% au mois de janvier 2011, en hausse de 0,5p.p. par rapport à la même période de l'année précédente. Cette évolution s'explique essentiellement par la forte progression enregistrée du côté des mesures de soutien à l'emploi. De fait, le nombre de chômeurs bénéficiant d'une telle mesure s'est établi à 4 154 en janvier 2011, en hausse de 23,7% (soit l'équivalent de 796 personnes) par rapport à janvier 2010. En ce début d'année, les demandeurs d'emploi bénéficiant de telles mesures étaient répartis comme suit dans les différentes mesures existantes : 25,8% étaient affectés à des mesures spéciales destinées à des demandeurs d'emplois non indemnisés par l'ADEM et pris en charge par des associations sans but lucratif, 20,8% étaient affectés à des contrats d'initiation-emploi destinés aux jeunes chômeurs, 14,7% étaient affectés à des mesures de formation et 12,8% faisaient l'objet d'affectations temporaires (incluant des travaux d'utilité collective et des stages en entreprise). Les 25,8% restants étaient répartis entre les mesures de soutien restantes.

La tendance baissière empruntée du côté du chômage partiel, en particulier au cours de la deuxième moitié de l'année 2010 semble témoigner d'une certaine amélioration de la situation sur le marché du travail. Au mois de mars 2011, le nombre de demandes introduites par les entreprises s'est établi à 30 (dont 23 ont été avisées favorablement par le Comité de conjoncture). Les demandes d'autorisation ont ainsi été divisées par trois en l'espace d'un an. Par ailleurs, au mois de mars 2011, 1 066 salariés étaient potentiellement concernés par des mesures de chômage partiel contre 7 029 un an auparavant. La ventilation sectorielle des demandes de chômage partiel révèle qu'en mars 2011, ces demandes proviennent essentiellement du secteur industriel (de l'industrie manufacturière) et dans une moindre mesure de la construction, du secteur commercial<sup>13</sup> ainsi que du secteur « transports et entreposage ».

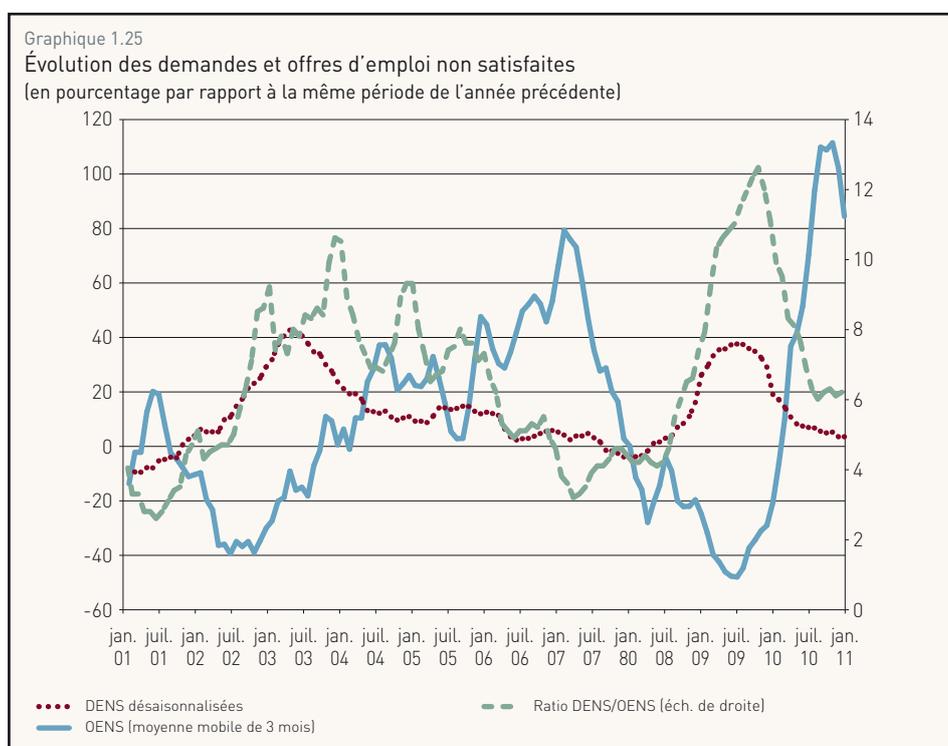


Source : Comité de conjoncture

\* Les données en pointillé correspondent à des données provisoires. Cependant, une révision ne pourra se faire qu'à la hausse.

<sup>13</sup> Ces demandes de chômage partiel proviennent du secteur « Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles » ainsi que du sous-secteur « Commerce de gros, à l'exception des automobiles et des motocycles ».

Selon la base de données mensuelle de l'IGSS, la durée moyenne de travail a augmenté en glissement annuel de 0,4% au troisième trimestre 2010, après avoir augmenté de 1,3% (également en variation annuelle) au cours du trimestre précédent et avoir légèrement baissé au premier trimestre 2010 (-0,8%). Ces chiffres font référence au nombre d'heures travaillées en moyenne par salarié et par mois. En raison d'une rupture statistique engendrée par l'introduction du Statut Unique au 1<sup>er</sup> janvier 2009 et afin de pouvoir faire des comparaisons entre les différentes années, ces chiffres incluent également les heures rémunérées mais non effectuées<sup>14</sup>. Dans la limite des informations disponibles, en corrigeant la durée moyenne de travail du nombre d'heures rémunérées mais non effectuées, on peut estimer le nombre d'heures effectivement prestées par les salariés (incluant les heures supplémentaires). Ces chiffres corrigés font état d'une baisse du nombre d'heures travaillées par salarié et par mois de 1,0% au premier trimestre 2010 suivi d'une hausse de 0,9% au deuxième et d'une légère augmentation de 0,2% au troisième trimestre 2010 (en variation par rapport à la même période de l'année précédente). Les données préliminaires relatives au quatrième trimestre 2010 pointent vers une baisse de la durée moyenne de travail en variation annuelle.



Sources : ADEM, calculs BCL

Remarque : les chiffres relatifs aux DENS sont ajustés pour les variations saisonnières. De plus, afin de tenir compte d'effets saisonniers, nous avons calculé une moyenne mobile de trois mois pour les OENS.

Dans ce contexte, les offres d'emploi non satisfaites (OENS) ont augmenté graduellement en 2010, après s'être largement détériorées au cours de l'année précédente. De fait, 1 959 emplois ont été proposés en moyenne au cours de l'année 2010 (après 1 270 postes offerts en moyenne l'année précédente). En janvier 2011, les offres d'emploi se sont établies à 2 410, soit à un niveau proche de ceux enregistrés avant la crise. Dans le même temps, bien que la dégradation constatée du côté des demandes d'emploi non satisfaites (DENS) se soit fortement ralentie au cours des derniers mois, celles-ci continuent d'évoluer à des niveaux historiquement élevés. Le ratio entre les DENS et les OENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre et la demande de travail. Les plus récentes données révèlent une

amélioration de ce ratio. En moyenne, en 2010, un emploi a été offert pour sept candidats potentiels inscrits à l'ADEM, contre un poste offert pour dix chômeurs au cours de l'année précédente.

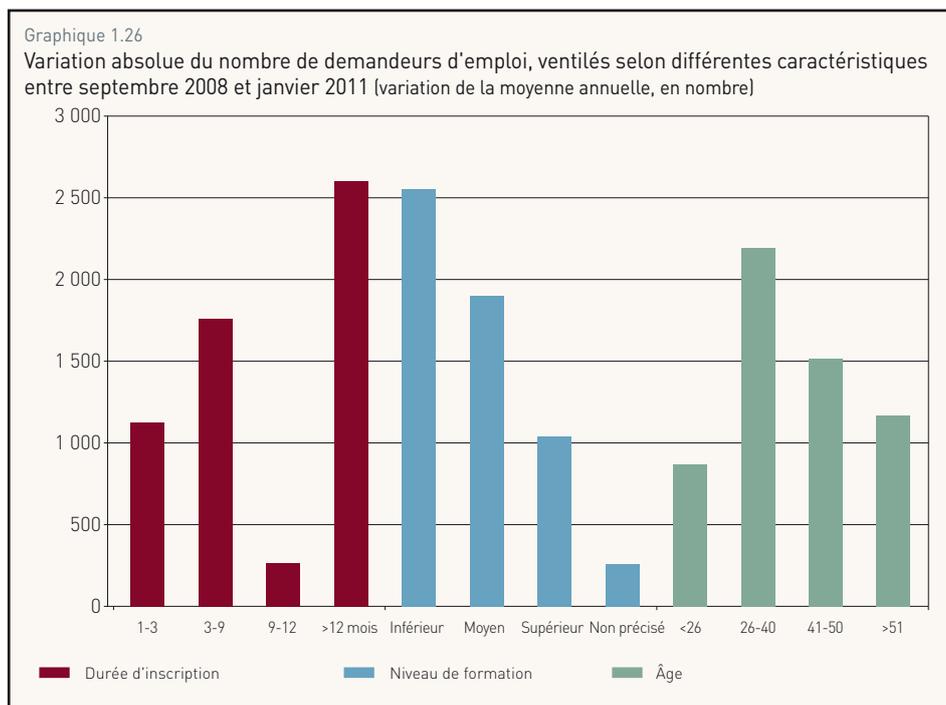
L'analyse sectorielle révèle que l'inadéquation demeure importante dans les professions suivantes : «travailleurs des transports» (19 chômeurs potentiellement intéressés pour une offre), «artisans, ouvriers (alimentaire, chimie, production, machiniste)» (16/1), «vendeurs», «autres services» ainsi que «agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés» (15/1), «artisans, ouvriers (précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois et bâtiments)» (14/1) et «travailleurs des communications»

14 Ces heures rémunérées mais non effectuées incluent les incapacités de travail pour cause de maladie, les congés pour raisons familiales, les congés d'accompagnement ainsi que les congés pour cause d'accident.

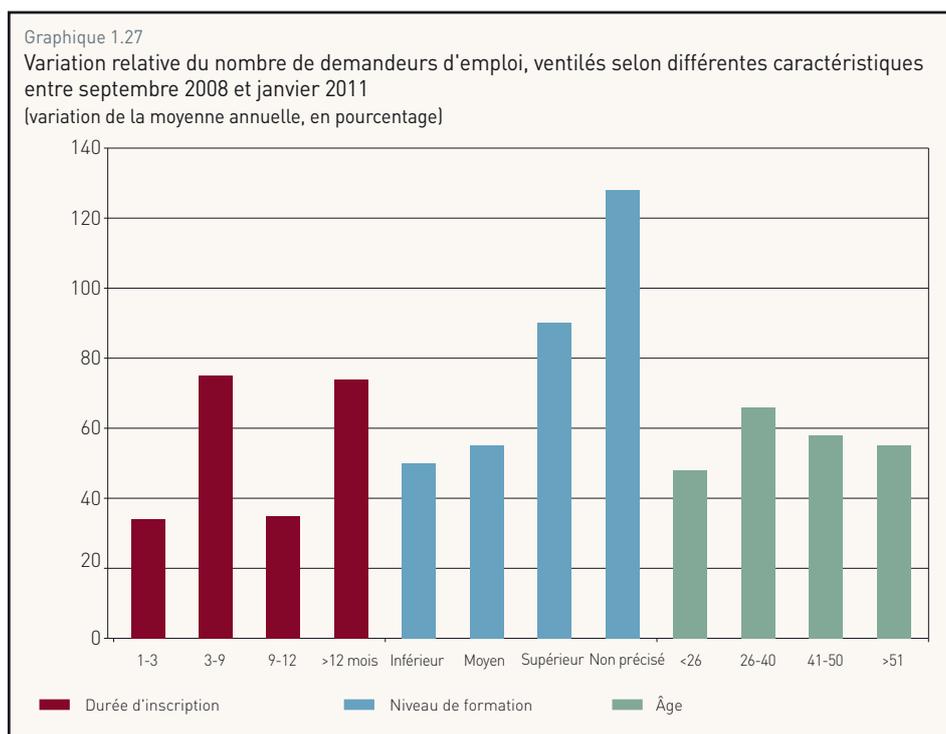
(10/1). Au contraire, les secteurs ou les métiers qui présentent les meilleures performances en matière d'adéquation entre l'offre et la demande de travail au cours de la période sous revue sont les suivants : «hôtellerie et restauration» (6/1), «employés de bureau» (5/1) ainsi que «professions libérales, techniciens et assimilés» et «directeurs et cadres administratifs supérieurs» (3 demandes d'emploi potentielles pour 1 offre).

En dépit du fait que l'appariement entre l'offre et la demande de travail se soit amélioré au cours des derniers mois, l'inadéquation demeure importante. Les difficultés à sortir du chômage peuvent être liées aux caractéristiques individuelles et professionnelles des demandeurs d'emploi. De fait, la crise a particulièrement touché les travailleurs *a priori* plus vulnérables.

Entre septembre 2008 et janvier 2011, le nombre de chômeurs bénéficiant d'un niveau de qualification inférieur a augmenté de 50,1%, soit l'équivalent de 2 550 personnes, pour s'établir à 7 743 chômeurs. Bien qu'en termes relatifs, la crise ait particulièrement touché les demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de qualification supérieur, en valeur absolue, leur nombre a augmenté de manière moins importante. Parallèlement, le nombre de chômeurs âgés a également fortement progressé suite à la crise (de 54,6%, soit l'équivalent de 1 167 personnes) pour s'établir à 3 303 chômeurs en janvier 2011. De surcroît, 64,6% des chômeurs âgés de plus de 51 ans sont au chômage depuis plus de 12 mois. De son côté, le chômage de longue durée a augmenté 74,1% et s'est établi à 6 111 personnes en janvier 2011 et représente ainsi près de 40,0% du total des demandeurs d'emploi.



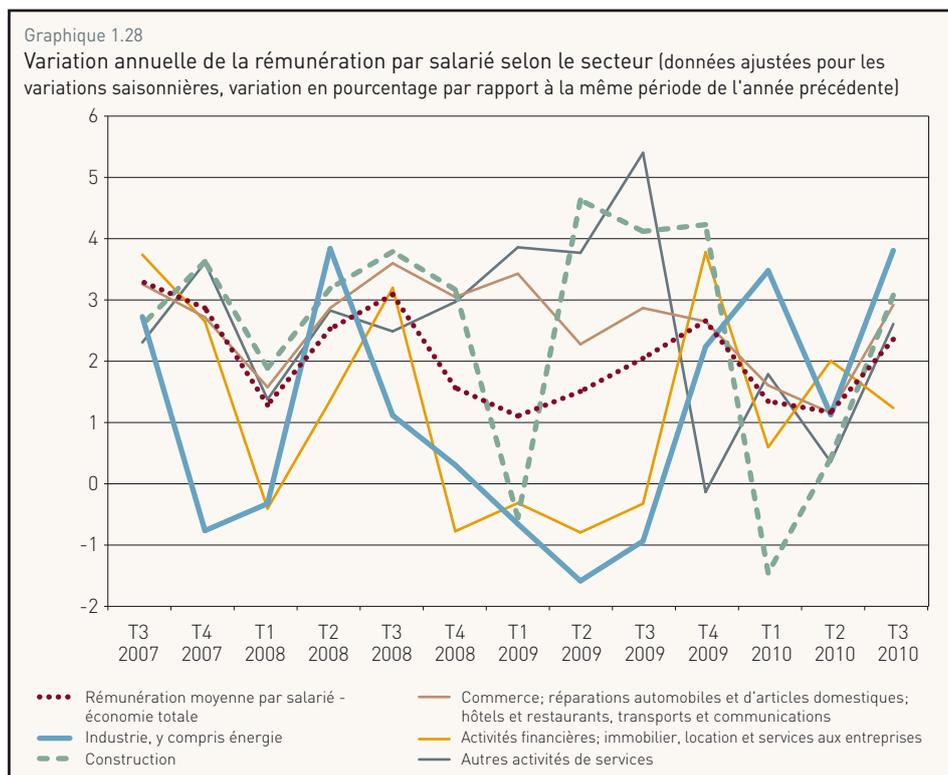
Sources : ADEM, calculs BCL



Sources : ADEM, calculs BCL

Les mois à venir permettront de savoir si la reprise de l'emploi permettra d'enrayer la récente hausse du chômage, qui dès lors serait de nature conjoncturelle ou si au contraire cette hausse est susceptible d'alimenter le chômage structurel.

### 2.6.3 Les coûts salariaux



Sources : Statec, calculs BCL

La plus récente estimation de la comptabilité nationale met en lumière une accélération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié au troisième trimestre 2010. De fait, selon les plus récentes estimations, le coût salarial moyen a progressé de 2,4% au troisième trimestre 2010, après 1,2% le trimestre précédent et 2,0% au cours de la même période de l'année précédente. La progression trimestrielle de la rémunération par tête de 2,0% entre le deuxième et le troisième trimestre 2010 confirme le renchérissement du coût salarial.

En comparaison avec la même période de l'année précédente, le coût salarial moyen a connu une accélération dans l'industrie et le secteur «activités financières; immobilier, location et services aux entreprises» au cours du

troisième trimestre 2010 (avec respectivement 3,8% et 1,2% contre -0,9% et -0,3% un an plus tôt). Par ailleurs, malgré une légère décélération de la croissance annuelle de la rémunération par tête dans la construction et les «autres activités de services», ces secteurs continuent d'enregistrer des taux de croissance élevés avec respectivement 3,1% et 2,6% au troisième trimestre 2010.

Tableau 1.11  
Evolution de la rémunération par tête selon le secteur (données ajustées pour les variations saisonnières)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent					Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente				
	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
Industrie, y compris énergie	-1,0	1,2	1,3	-0,3	1,6	-0,9	2,2	3,5	1,1	3,8
Construction	-0,3	1,1	-3,2	2,9	2,3	4,1	4,2	-1,5	0,4	3,1
Commerce; réparations automobiles et d'articles domestiques; hôtels et restaurants, transports et communications	1,3	-0,2	0,1	0,0	3,0	2,9	2,7	1,6	1,2	2,9
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	1,7	0,6	-2,5	2,3	1,0	-0,3	3,8	0,6	2,0	1,2
Autres activités de services	1,1	-3,1	2,2	0,2	3,4	5,4	-0,1	1,8	0,4	2,6
Rémunération moyenne par salarié - économie totale	0,8	0,0	-0,5	0,9	2,0	2,0	2,7	1,3	1,2	2,4

Source : Statec, calculs BCL

Les résultats de l'indicateur de court terme issu des données mensuelles de l'IGSS témoignent également d'une accélération des coûts salariaux au troisième trimestre 2010. De fait, la progression annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 3,0% au troisième trimestre 2010, stable par rapport au taux observé un an plus tôt mais en accélération par rapport au deuxième trimestre 2010 (1,1%)<sup>15</sup>. On constate ainsi un renversement de la tendance constatée depuis la généralisation de la crise, à savoir une certaine modération salariale. Le paiement de la tranche indiciaire en juillet 2010 a probablement été le facteur déterminant dans l'accélération du coût salarial moyen. Par ailleurs, l'ajustement de 1,9% du salaire social minimum et des pensions au 1<sup>er</sup> janvier 2011<sup>16</sup> ainsi que la hausse des cotisations patronales de 0,1 point de pourcentage risquent de peser fortement sur l'évolution du coût salarial moyen dans les mois à venir.

Selon les chiffres les plus récents de la comptabilité nationale trimestrielle, le coût salarial unitaire (réel et ajusté pour les variations saisonnières) aurait baissé de 5,6% au troisième trimestre 2010 en glissement annuel, après une baisse de 7,0% le trimestre précédent. Cependant, cette baisse du coût unitaire réel doit être fortement relativisée. En effet, dans le sillage de la crise, la croissance annuelle du coût salarial unitaire réel s'était fortement accélérée, pour s'établir à 10,8% au deuxième trimestre 2009 et à 5,2% au troisième trimestre, soit très largement au-dessus de la moyenne enregistrée au cours des années précédentes.

## 2.7 LE SECTEUR FINANCIER

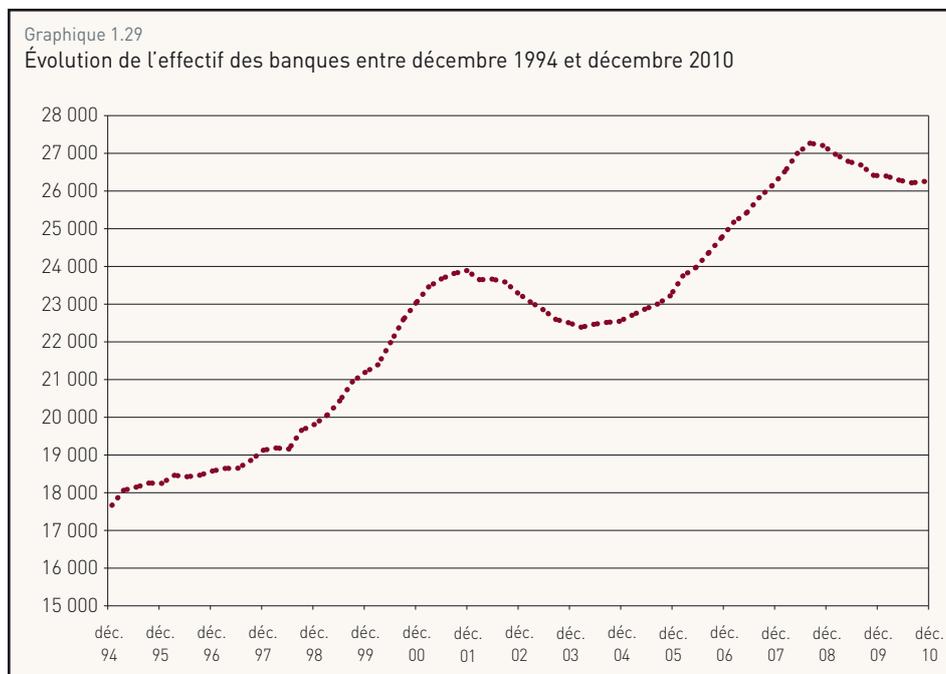
### 2.7.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Le secteur bancaire luxembourgeois, qui était créateur net d'emplois depuis la fin du premier semestre 2004, a vu ses effectifs reculer de 3,6% en deux ans, entre décembre 2008 et décembre 2010, soit une perte de 953 emplois.

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

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

Le dernier trimestre de l'année 2010 enregistre pourtant une hausse de 37 emplois par rapport au troisième trimestre de l'année.



Source : BCL

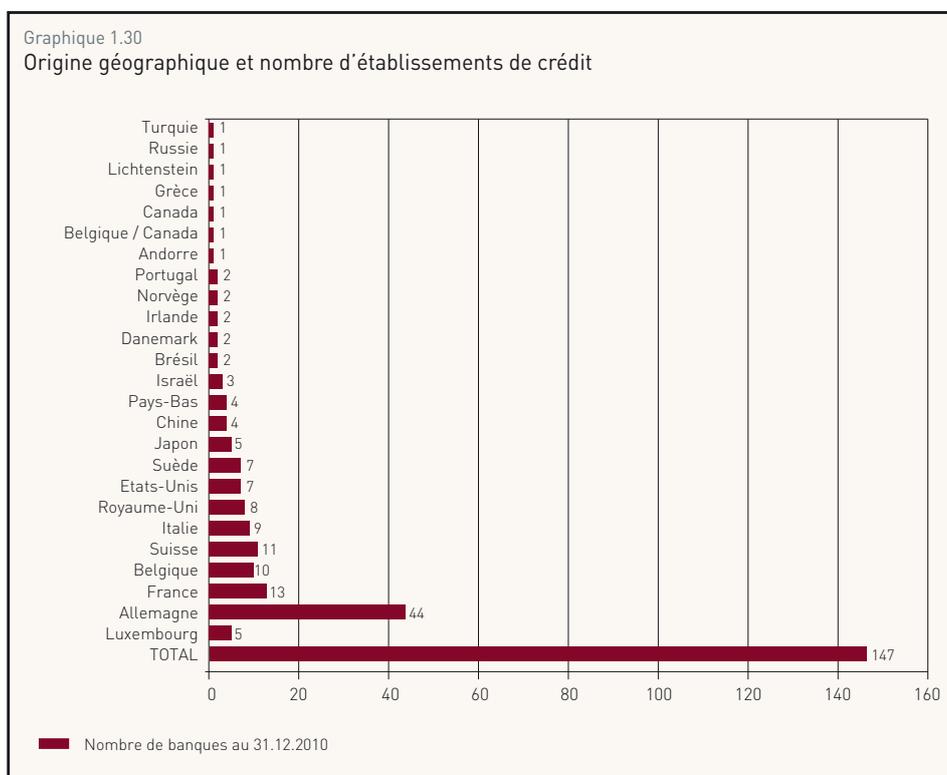
<sup>15</sup> L'indicateur de court terme de l'IGSS confirme l'évolution du coût salarial moyen telle que retracée par la comptabilité nationale. Ces chiffres sont néanmoins à interpréter avec prudence puisqu'il s'agit de chiffres non-ajustés pour les variations saisonnières.

<sup>16</sup> L'ajustement des pensions au coût de la vie se fera progressivement. Cet ajustement aura lieu en deux tranches, à savoir +0,95% au 1<sup>er</sup> janvier 2010 et +0,95% au 1<sup>er</sup> janvier 2011.

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

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

Le dernier trimestre 2010 a été caractérisé par deux fusions, un retrait et une constitution résultant du retrait.



Source : CSSF

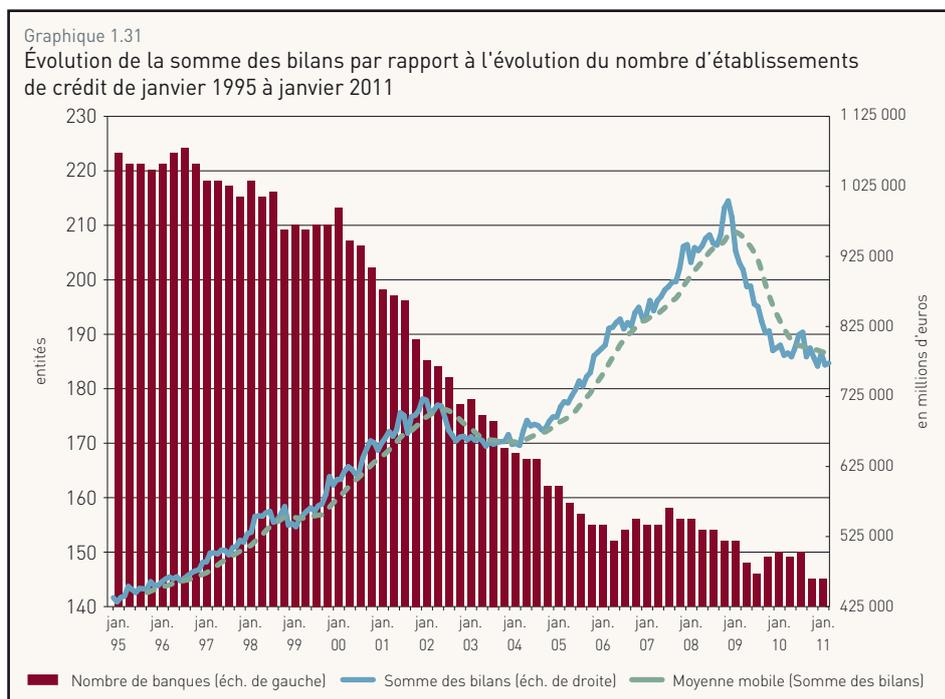
Le nombre d'établissements de crédit a donc diminué de deux unités entre début octobre et fin décembre 2010, passant de 149 à 147 unités. Les deux fusions observées montrent, par ailleurs, que le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire se poursuit.

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 5 banques luxembourgeoises, 10 banques belges, 13 banques françaises, 11 banques suisses et 9 banques italiennes.

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

Le graphique 1.31, qui reprend en bleu l'évolution de la somme des bilans des banques, montre un recul du volume des activités au cours des années 2002 et 2003, puis une hausse entre fin 2004 et octobre 2008, suivie d'une baisse jusqu'en mars 2010. Il apparaît que les mois d'avril à juin 2010 se sont caractérisés par une légère hausse de la somme des bilans, qui ne s'est pas poursuivie. Au mois de décembre, la somme des bilans est de 769 256 millions d'euros

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



Source : BCL

## Actif

Entre les mois de décembre 2009 et de décembre 2010, la somme des bilans des établissements de crédit s'est contractée de 3,5%, passant de 797 461 à 769 256 millions d'euros. Le portefeuille de titres des banques ainsi que les créances interbancaires expliquent cette baisse. Les créances sur la clientèle et les autres actifs sont par contre en hausse, par rapport à l'année précédente.

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

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

Au cours de l'année 2010, les créances sur la clientèle ont augmenté de 1,6 %, pour s'élever à 191 174 millions d'euros au 31 décembre 2010. Le volume des crédits accordés aux résidents luxembourgeois a augmenté de 12 % au cours de la période, tandis que le volume des crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro a baissé de 4,3 %. Fin décembre 2010, les créances sur la clientèle représentent 24,9 % de l'actif des établissements de crédits.

L'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une évolution fortement positive entre décembre 2009 et décembre 2010, passant de 20 497 à 26 353 millions d'euros. La vente de produits dérivés par les banques est relativement contracyclique. Un contexte d'incertitude sur les marchés financiers incite en effet les investisseurs à se protéger contre les risques et donc à acquérir des produits dérivés ayant pour objet cette protection. Notons cependant qu'entre le troisième et le quatrième trimestre 2010, l'encours des autres actifs a diminué de 10 %. Le poids relatif des autres actifs reste modeste, ils représentent, à la fin de l'année, 3,4 % 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 <sup>1)</sup>
	12/2009	09/2010	12/2010	12/2009 – 12/2010		09/2010 – 12/2010		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	374 389	362 410	364 047	-10 342	-2,8	1 636	0,5	47,3
Créances sur la clientèle	188 149	190 736	191 174	3 024	1,6	438	0,2	24,9
Portefeuille titres	214 425	197 156	187 683	-26 743	-12,5	-9 473	-4,8	24,4
Autres actifs	20 497	29 274	26 353	5 856	28,6	-2 921	-10,0	3,4
Total de l'actif	797 461	779 576	769 256	-28 205	-3,5	-10 320	-1,3	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 décembre 2009 et décembre 2010, les encours de dettes interbancaires ont diminué de 22 350 millions d'euros (soit de 6 %), atteignant ainsi 348 243 millions d'euros. Les positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg, qui a réduit son apport de liquidités aux banques depuis septembre 2009, quand les concours aux établissements de crédit de la zone euro représentaient 18 448 millions d'euros, contre 2 769 millions d'euros fin décembre 2010. Les dépôts interbancaires représentent près de la moitié (45,3 %) du passif du bilan des banques.

Les dettes envers la clientèle ont faiblement diminué entre décembre 2009 et décembre 2010, pour atteindre 265 804 millions d'euros. La diminution des dépôts de la clientèle non bancaire est essentiellement due à la clientèle étrangère résidant dans les autres pays membres de la zone euro. Le refinancement des banques reste cependant toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle non bancaire, qui représentent un poids relatif de 34,6 % de la somme du passif.

Entre décembre 2009 et décembre 2010, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 11,8 %. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, les positions en titres faisant l'objet de fluctuations dues à la valorisation comptable des titres. De plus, avec un encours de 72 278 millions d'euros à la fin de l'année, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (9,4 % de la somme du passif).

A la fin de l'année 2010, 82 931 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Comme les autres actifs, les autres passifs sont influencés par les normes IAS/IFRS appliquées depuis janvier 2008. Les autres passifs sont en hausse de 5,9% entre les mois de décembre 2009 et de décembre 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 <sup>1)</sup>
	12/2009	09/2010	12/2010	12/2009 – 12/2010		09/2010 – 12/2010		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	370 593	342 068	348 243	-22 350	-6,0	6 174	1,8	45,3
Dettes envers la clientèle	266 619	267 209	265 804	- 815	-0,3	-1 405	-0,5	34,6
Dettes représentées par un titre	81 914	78 251	72 278	-9 636	-11,8	-5 973	-7,6	9,4
Autres passifs	78 336	92 048	82 931	4 596	5,9	-9 116	-9,9	10,8
Total du passif	797 461	779 576	769 256	-28 205	-3,5	-10 320	-1,3	100,0

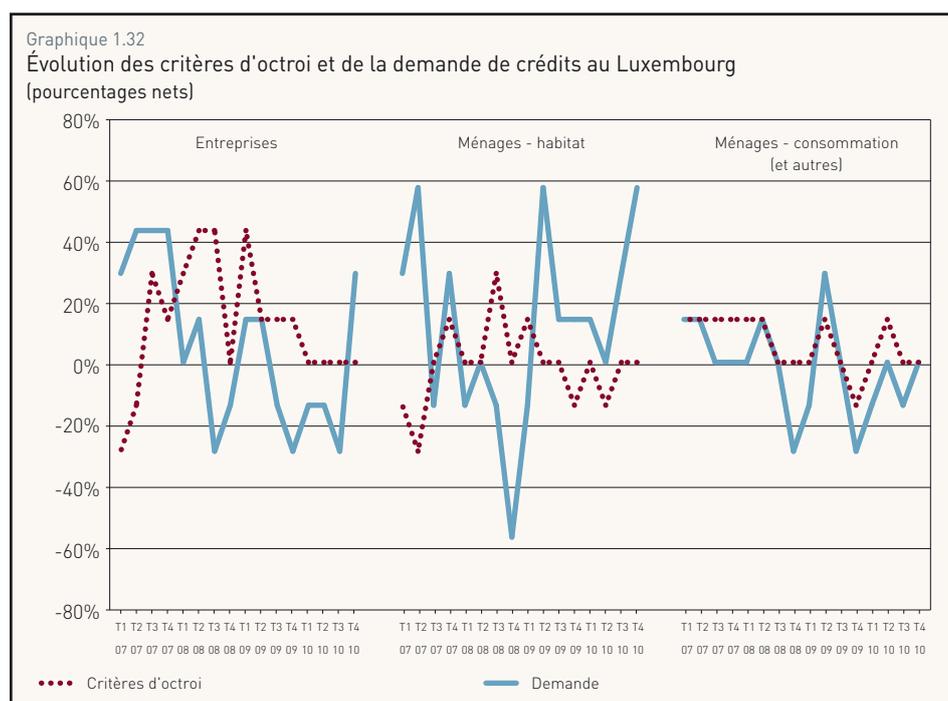
Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

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

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

Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. Pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et la part de 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 la part de 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.



Source : BCL



Les résultats les plus récents couvrent le quatrième trimestre 2010. Généralement, les résultats luxembourgeois relatifs à l'évolution des critères d'octroi des crédits sont en ligne avec ceux de la zone euro dans son ensemble, à l'exception des crédits immobiliers pour lesquels les résultats luxembourgeois sont plus propices. Les résultats relatifs à la demande sont également plus ou moins en ligne dans les deux échantillons. L'enquête se rapportant au quatrième trimestre comprenait également deux questions supplémentaires sur l'accès au financement du marché.

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

**Entreprises:** Les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises sont restés inchangés au quatrième trimestre, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble. Durant l'année passée entière, les critères d'attribution sont restés inchangés<sup>17</sup> au Luxembourg, alors que dans la zone euro dans son ensemble la tendance baissière des pourcentages nets s'est poursuivie aux troisième et quatrième trimestres. Dans la dernière enquête, la baisse des pourcentages nets dans la zone euro découle de plusieurs facteurs et notamment d'une évolution moins défavorable des risques spécifiques concernant le secteur ou les entreprises.

Si les critères d'octroi sont restés inchangés, les banques de l'échantillon agrégé ont toutefois signalé une détérioration des marges sur les prêts plus risqués. Au Luxembourg, deux des sept banques ont indiqué avoir augmenté leurs marges sur les prêts plus risqués.

Pour ce qui est de la demande nette, les évolutions récentes sont plutôt favorables dans la zone euro ainsi qu'au Luxembourg. En effet, la demande nette – positive depuis le troisième trimestre 2010 – a continué sa tendance haussière dans la zone euro. La hausse enregistrée au dernier trimestre est principalement imputable à un besoin de financement accru qui découle de la restructuration de dettes des entreprises et de la gestion de stocks et des fonds de roulement. Au Luxembourg, la demande nette s'est inscrite à +29 %, après s'être repliée au trimestre précédent. Il s'agit de la première hausse depuis le deuxième trimestre 2009 et de la hausse la plus importante depuis fin 2007. Néanmoins, l'évolution des éléments explicatifs sous-jacents est relativement hétérogène.

**Ménages (habitat):** En ce qui concerne l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits à l'habitat accordés aux ménages, les critères d'octroi sont restés inchangés au Luxembourg, alors qu'un durcissement net a été enregistré au niveau de la zone euro. Le rebond des pourcentages nets dans la zone euro, de 1 % au troisième trimestre à 11 % au quatrième, est dû à un mélange de facteurs (perceptions de risque des banques, coûts des ressources et contraintes de bilan). Le durcissement s'est surtout traduit sur la marge perçue sur les prêts risqués.

Du côté de la demande, une hausse importante est discernable tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble. Cette évolution serait, pour partie, attribuable à une amélioration des perspectives sur le marché du logement.

**Ménages (consommation et autres):** Les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) accordés aux ménages sont restés inchangés au Luxembourg. Ils se sont marginalement durcis dans la zone euro (+2 %).

La demande nette est restée inchangée au Luxembourg, alors qu'elle s'est inscrite en baisse dans l'échantillon agrégé. Néanmoins, la baisse de la demande nette dans la zone euro est marginale (-2 %).

<sup>17</sup> Les critères sont inchangés si les pourcentages nets s'inscrivent à zéro.

**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 se sont améliorées davantage au quatrième trimestre, bien que légèrement. 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. Les banques de l'échantillon de la zone euro ont signalé que les conditions d'accès se sont détériorées pour le marché monétaire à court terme d'une durée supérieure à une semaine, ainsi que pour le marché des titres de créance. Les conditions d'accès sont restées plus ou moins inchangées en ce qui concerne le marché monétaire à très court terme (durée inférieure ou égale à un an) et les marchés de la titrisation. Pratiquement 60% 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 1.1

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

Le présent encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits au Luxembourg, publié en décembre 2010 (voir Bulletin 2010/03).

Les sources exploitées ci-dessous ainsi que dans le cadre des publications antérieures comprennent les données bilantaires des institutions financières monétaires (collecte *BSI*), la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données *MIR*) qui couvre aussi les volumes de crédits nouvellement accordés, ainsi que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*BLS*) qui fournit des indications sur l'évolution de l'offre et de la demande de crédits. Les résultats *BLS* les plus récents datent du dernier trimestre 2010. Pour ce qui est des collectes *BSI* et *MIR*, les plus récentes données disponibles datent de janvier 2011.

Plusieurs ajustements statistiques ont été effectués, tant pour le calcul des taux de croissance annuels que pour les variations mensuelles des encours. Les séries ne sont pas ajustées pour les effets saisonniers. À noter que les séries représentées dans les graphiques sont des moyennes mobiles sur trois mois.

### LES CRÉDITS AUX MÉNAGES

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

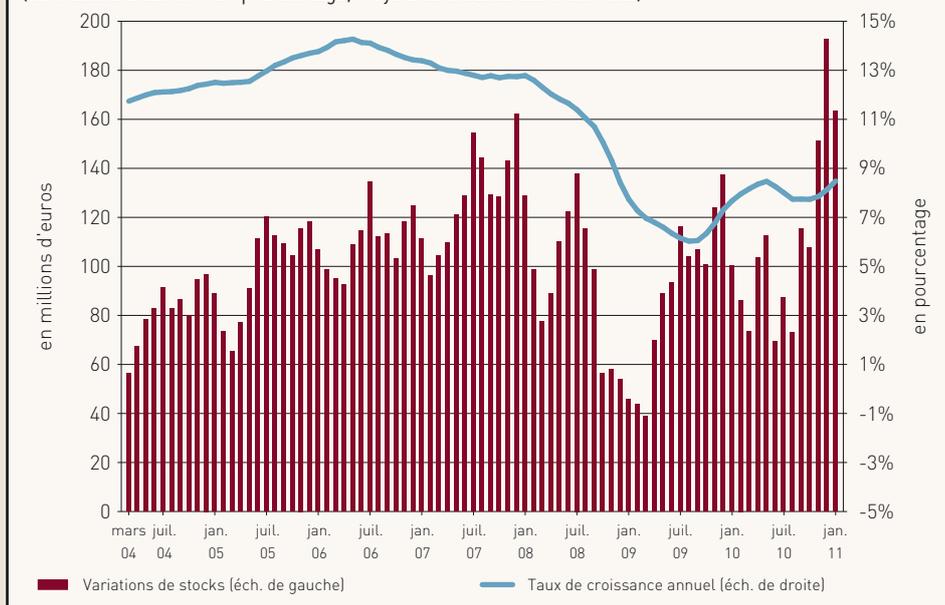
Après avoir repris de la vigueur courant 2009, les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents ont continué à progresser tout au long de l'année passée. Leur progression fut particulièrement forte au quatrième trimestre.

Si le taux de croissance annuel s'est stabilisé aux alentours de 7,7% entre juin et octobre 2010, il a de nouveau progressé à partir de novembre<sup>2</sup>. Les variations de stocks se sont quant à elles fortement accrues au dernier trimestre 2010, avant de se tasser à un niveau moins élevé en janvier 2011.

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

2 La modération de la dynamique de crédit vers la mi-2010 est en partie un artefact statistique, dans la mesure où elle découle plutôt d'un ajustement des règles de reporting (voir Bulletin BcL 2010/02).

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



Source : BCL

Les données *MIR* indiquent que les volumes de nouveaux crédits accordés se sont également inscrits en hausse au dernier trimestre, s'établissant à 3 286 millions d'euros en 2010 (et à 243 millions d'euros en janvier 2011). En guise de comparaison, en 2008 et en 2009 les crédits immobiliers nouvellement accordés se sont respectivement établis à 2 893 millions et à 3 895 millions d'euros. Il convient cependant de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte *MIR* et la collecte *BSI*<sup>3</sup>.

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'établissant à son nouveau creux historique de 1,87 % en janvier de cette année.

S'agissant de l'évolution de l'offre et de la demande de crédits immobiliers, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi n'ont pas changé au quatrième trimestre, alors que la demande nette s'est considérablement accrue.

En ce qui concerne les crédits à la consommation octroyés aux ménages résidant au Luxembourg, tant les variations de stocks que le taux de croissance annuel se sont repliés à partir du deuxième semestre. Néanmoins, les crédits à la consommation se caractérisent par une forte saisonnalité, de sorte que les évolutions précitées doivent être appréhendées avec prudence.

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 2010. Au total, quelque 750 millions d'euros ont été accordés en 2010 (41 millions d'euros en janvier 2011), par rapport à respectivement 564 millions et 768 millions en 2008 et en 2009.

Après avoir atteint son creux historique (à 3,66 %) en 2010, 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. A partir de la mi-2010, ce coût a évolué dans une fourchette très étroite, avant de fléchir à nouveau pour s'inscrire à 4,44 % en janvier 2011.

Les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) ainsi que la demande nette sont restés inchangés au quatrième trimestre.

3 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.

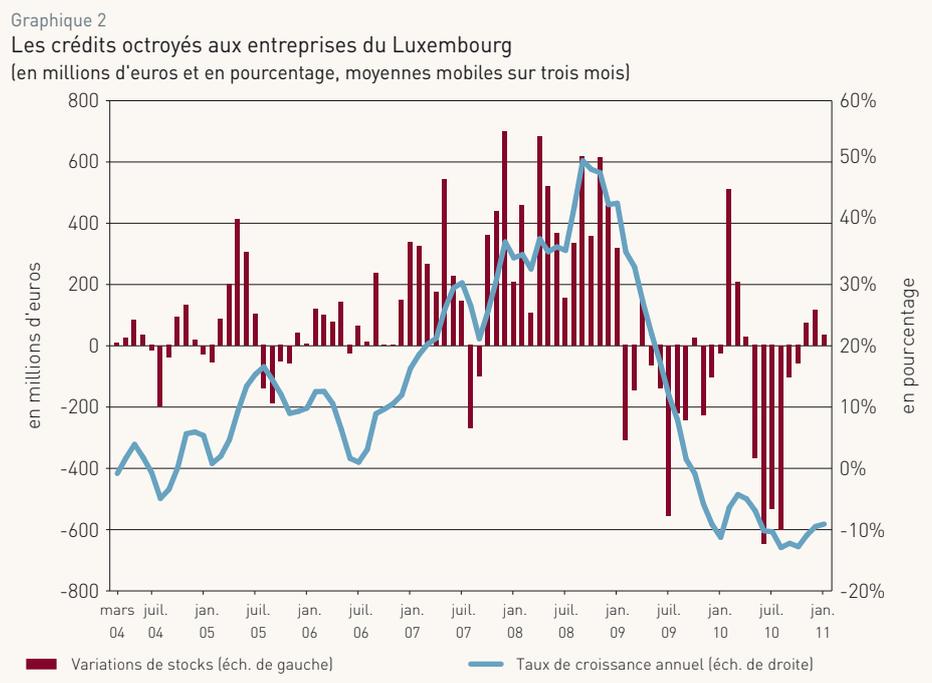
## LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

Le graphique 2 et le graphique 3 retracent l'évolution des crédits octroyés aux sociétés non-financières (SNF). Étant donné que les crédits sont dans une large mesure 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).

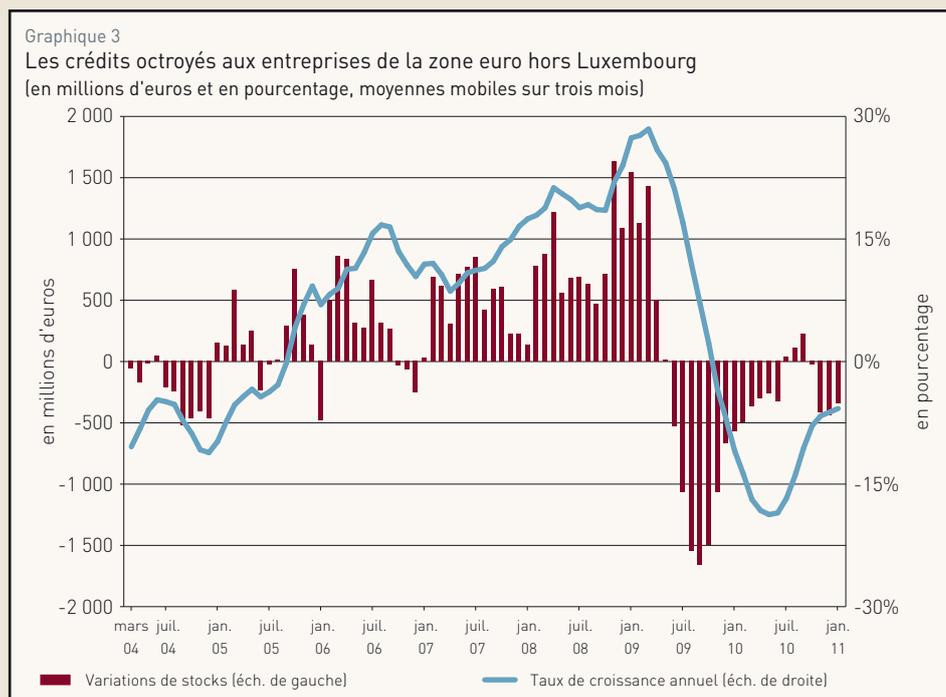
La progression annuelle des crédits octroyés aux entreprises résidentes demeure négative. Cependant, le taux de croissance s'est stabilisé depuis la mi-2010 et plus récemment une légère inflexion favorable est même discernable. Les variations mensuelles sont cependant toujours relativement faibles.

Les plus récentes données confirment le revirement de tendance relative à la progression annuelle des crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors Luxembourg, même si le taux de croissance demeure négatif. La tendance à l'amélioration du taux de croissance s'est toutefois décélérée et il demeure toujours prématuré de conclure qu'un retournement du cycle de crédit soit effectivement en cours. L'évolution des variations de stocks, qui demeurent généralement inférieures à leur niveau d'avant-crise, est en effet relativement volatile.

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



Source : BCL



Source : BCL

jusqu'en mai 2010. Alors que ces crédits ont repris de la vigueur depuis lors, une légère tendance à la baisse est discernable à partir de la deuxième moitié de l'année. Par contre, les gros volumes se sont inscrits à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009.

Si les taux variables appliqués aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros ont progressivement augmenté à partir du deuxième trimestre 2010, ils ont légèrement fléchi vers la fin de l'année et continuent à s'inscrire à des niveaux historiquement bas. En janvier 2011, le taux variable offert aux SNF pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros s'est inscrit à 2,65%, à comparer à un creux historique de 2,32% enregistré en 2010. Le coût variable des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros a généralement poursuivi sa tendance haussière, tout en se repliant en janvier 2011 pour s'inscrire à 2,20%.

Les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi inchangés en 2010. A rappeler que l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé. La demande nette a rebondi au quatrième trimestre. Il s'agit de la première hausse depuis le deuxième trimestre 2009 et de la hausse la plus importante depuis fin 2007. 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 et leur progression fut particulièrement forte au dernier trimestre 2010. Si les crédits à la consommation se sont repliés, ils sont marqués par une forte saisonnalité. Les conditions de financement demeurent par ailleurs 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 pour les crédits immobiliers s'est fortement accrue au quatrième trimestre, alors que celle pour les crédits à la consommation (et autres crédits) est restée inchangée.

L'évolution des crédits octroyés aux entreprises résidentes demeure peu favorable, bien qu'une certaine inflexion soit discernable. Les plus récentes données confirment la poursuite de la tendance à l'amélioration du taux de croissance annuel des crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors Luxembourg, qui demeure cependant résolument négatif. L'évolution des variations de stocks, qui demeurent généralement inférieures à leur niveau d'avant-crise, est quant à elle relativement volatile.

Les taux variables appliqués aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros ont légèrement fléchi à partir du quatrième trimestre et continuent à s'inscrire à des niveaux historiquement bas. Le coût variable des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros a généralement poursuivi sa tendance haussière tout en se repliant en janvier 2011.

Les banques ont indiqué avoir laissé inchangés leurs critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises, alors que la demande nette émanant des entreprises a rebondi au quatrième trimestre.

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

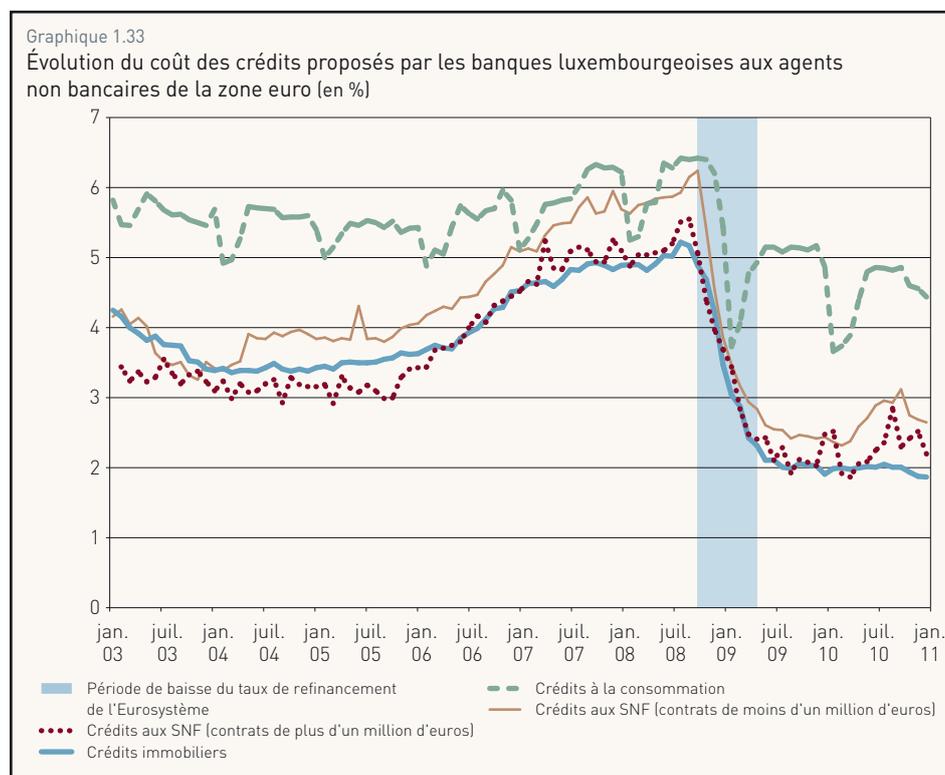
Après quatre baisses au cours des cinq premiers mois de l'année 2009, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été maintenu à 1,00%. Ces baisses successives du taux de refinancement se sont traduites par un très net assouplissement des conditions de financement des agents non bancaires, en d'autres termes des ménages et des sociétés non financières, en 2009 et en 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 par les banques luxembourgeoises aux ménages de la zone euro s'est légèrement détendu, passant de 1,91 % en janvier 2010 à 1,87 % en janvier 2011 (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 4 points de base sur un an. Au cours du dernier trimestre de l'année précédente, les taux d'intérêt des crédits immobiliers ont évolué dans un corridor plutôt étroit entre un minimum de 1,88 % (en décembre 2010) et un maximum de 2,01 % (en octobre 2010).

Le taux d'intérêt des nouveaux contrats de crédits à la consommation, dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans, est quant à lui passé de 4,87 % en janvier 2010 à 4,44 % en janvier 2011.

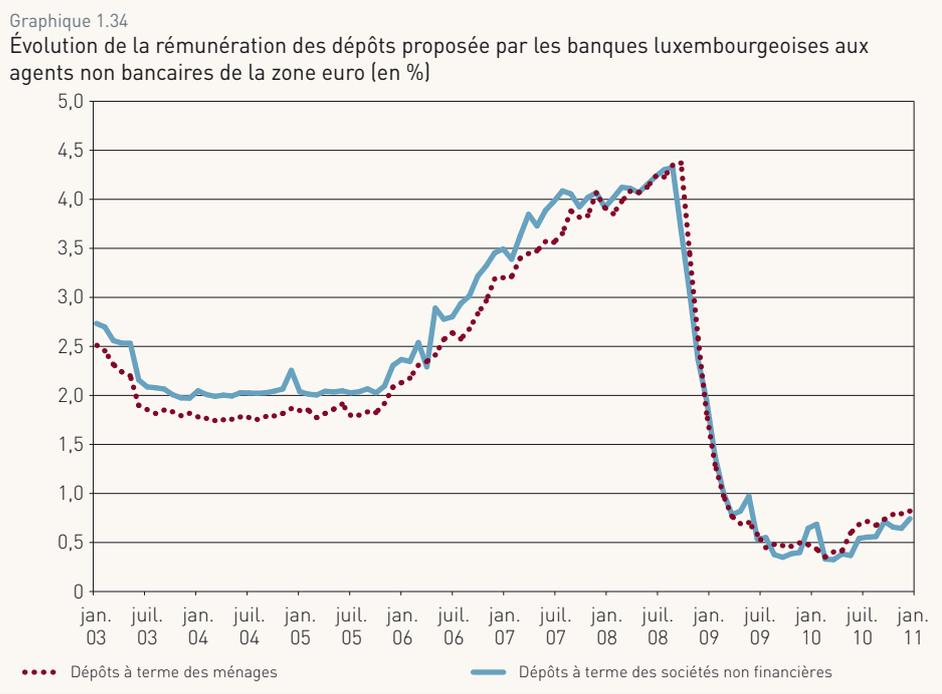
Deux catégories de contrats à taux variable sont prises en compte en raison de leur représentativité pour le coût des crédits aux sociétés non financières (SNF). En ce qui concerne les contrats dont le montant est inférieur à un million d'euros, leur coût a augmenté de 21 points de base entre janvier 2010 (2,44 %) et janvier 2011 (2,65 %). Au cours du dernier trimestre de l'année précédente, les taux ont évolué entre un minimum de 2,69 % en décembre 2010 et un maximum de 3,12 % en octobre 2010. Pour les contrats dont le montant est supérieur à un million d'euros, la baisse observée a atteint 28 points de base entre janvier 2010 (2,48 %) et janvier 2011 (2,20 %). Les taux observés au cours du dernier trimestre de l'année précédente étaient pour leur part compris entre un minimum de 2,30 % en octobre 2010 et un maximum de 2,52 % en décembre 2010.

Comme le montre le graphique 1.33, les taux d'intérêt des crédits immobiliers évoluent à des niveaux historiquement bas depuis la mise en place de la collecte statistique en janvier 2003. Cette situation prévaut depuis la fin du premier trimestre 2009.



Source : BCL

Les dépôts à un an des ménages comme ceux des sociétés non financières de maturité inférieure à un an ont vu leurs rémunérations augmenter de respectivement 34 et 10 points de base entre janvier 2010 (respectivement 0,48 % et 0,65 %) et janvier 2011 (respectivement 0,82 % et 0,75 %).



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

Sur base des chiffres provisoires, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois a diminué de 19,0% entre décembre 2009 et décembre 2010 pour s'élever à 4 947 millions d'euros.

#### Revenus

La baisse du volume d'activités, tel que mesuré par la somme des bilans des banques, cumulée aux moindres opportunités de transformations d'échéances au cours des années 2009 et 2010 ont donné lieu à une nette baisse des revenus d'intérêts. Ainsi, les intérêts perçus sont en baisse de 34,4%, soit 9 398 millions d'euros par rapport à l'année précédente alors que les intérêts bonifiés ont reculé de 8 384 millions d'euros ou 39,0% en 2010. Parallèlement, les dividendes, qui sont inclus dans la marge sur intérêts, s'élèvent à 745 millions d'euros, ce qui correspond également à une légère diminution par rapport à 2009 où ils s'élevaient à 765 millions d'euros. Partant, sur base annuelle, la marge sur intérêts (dividendes compris) est en baisse de 15,8%, soit 1 034 millions d'euros. En 2010, elle s'est élevée à 5 511 millions d'euros, contre 6 545 millions d'euros en 2009.

Contrairement à la marge sur intérêts, les revenus nets sur commissions (3 611 millions d'euros) ont nettement augmenté de 2009 à 2010 et convergent vers les niveaux atteints en 2008 (3 736 millions d'euros). Cette augmentation s'explique essentiellement par le développement des valeurs boursières, qui influent sur le volume des actifs sous gestion dont l'assiette sert de base au calcul des frais de gestion. De plus, l'évolution des valeurs boursières génère également une modification du volume des investissements de la clientèle privée qui, quant à lui, se traduit par des revenus de commissions accrus pour les banques. Ainsi, sous l'impulsion de la reprise des marchés financiers, les revenus nets sur commissions du secteur bancaire se sont accrus de 15,1%, soit 474 millions d'euros de 2009 à 2010.

L'impact de la crise financière et le recul des primes de risque demandées par les investisseurs ont fait augmenter les valeurs de marché des titres en question, ce qui a partiellement contrebalancé les réductions de valeur des titres souverains. Dans la mesure où les variations de la valeur des portefeuilles influent fortement sur les autres revenus nets, ces derniers, qui affichent un excédent net de 167 millions d'euros en 2010, sont en baisse de 539 millions d'euros, soit de 76,3% par rapport à 2009. Dans ce contexte, il convient toutefois de rappeler que la hausse des marchés financiers a généré des gains particulièrement élevés sur des titres en 2009. De plus, il convient de noter que ce résultat est favorable en comparaison avec celui réalisé au 30 juin 2010, lorsque les banques affichaient des moins-values de 179 millions d'euros. Finalement, il importe de garder à l'esprit que les autres revenus nets sont fortement influencés par les variations de juste valeur des portefeuilles de titres et se caractérisent dès lors par une volatilité élevée.

Le produit bancaire, regroupant l'ensemble des revenus bancaires, s'est élevé à 9 560 millions d'euros en 2010, soit 9,4% de moins que l'année précédente.

Tableau 1.14

Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit <sup>1)</sup>  
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Rubrique des débits et des crédits	12/2009	12/2010	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	27 296	17 898	-34,4	-9 398
2	Dividendes perçus	765	745	-2,6	- 20
3	Intérêts bonifiés	21 516	13 132	-39,0	-8 384
4	Marge sur intérêts	6 545	5 511	-15,8	-1 034
5	Revenus nets sur commissions	3 137	3 611	15,1	474
6	Revenus nets sur opérations de change	160	271	69,4	111
7	Autres revenus nets	706	167	-76,3	- 539
8	Revenus hors intérêts	4 003	4 049	1,1	46
9	Produit bancaire	10 548	9 560	-9,4	- 988
10	Frais de personnel	2 457	2 499	1,7	42
11	Frais d'exploitation	1 723	1 851	7,4	128
12	Frais de personnel et d'exploitation	4 180	4 350	4,1	170
13	Amortissements sur immobilisé non financier	263	263	0,0	0
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	6 105	4 947	-19,0	-1 158

Source : BCL

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

## Coûts

Du côté des frais de fonctionnement, on note une augmentation de 4,1% des frais généraux, qui se compose d'une hausse de 1,7% des frais de personnel et de 7,4% des frais d'exploitation.

La dégradation sur les marchés financiers étant la raison principale des dépréciations et provisions nettes en 2008 et partiellement en 2009, l'amélioration des conditions sur les marchés a implicitement conduit à une baisse significative des dépréciations et provisions nettes en 2010. Ainsi, le poste dépréciations nettes recule de 76,6% (1 829 millions d'euros) entre les 31 décembre 2009 et 2010 pour s'élever à 559 millions d'euros. Les constitutions nettes de provisions chutent de 92,1% à 18 millions d'euros.



Il s'ensuit que le résultat avant impôts augmente fortement pour s'élever à 4 461 millions d'euros contre 3 504 millions d'euros en 2009.

### 2.7.7 Les organismes de placement collectif

#### L'évolution du nombre des OPC

Fin décembre 2010, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC s'élève à 3 667 contre 3 463 unités à la même période de l'année précédente. Le nombre d'OPC a donc augmenté de 204 unités. Au 31 décembre, le nombre de compartiments est de 12 937 unités, ce qui représente une hausse de 705 unités par rapport au 31 décembre 2009.

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

A la fin du quatrième trimestre 2010, la valeur nette d'inventaire (VNI) s'élève à 2 198 994 millions d'euros, par rapport à 1 840 993 millions d'euros une année auparavant. On observe donc un mouvement à la hausse de 358 001 millions d'euros, soit 19,4%. En janvier 2011, la valeur nette d'inventaire est en légère baisse (2 184 027 millions d'euros).

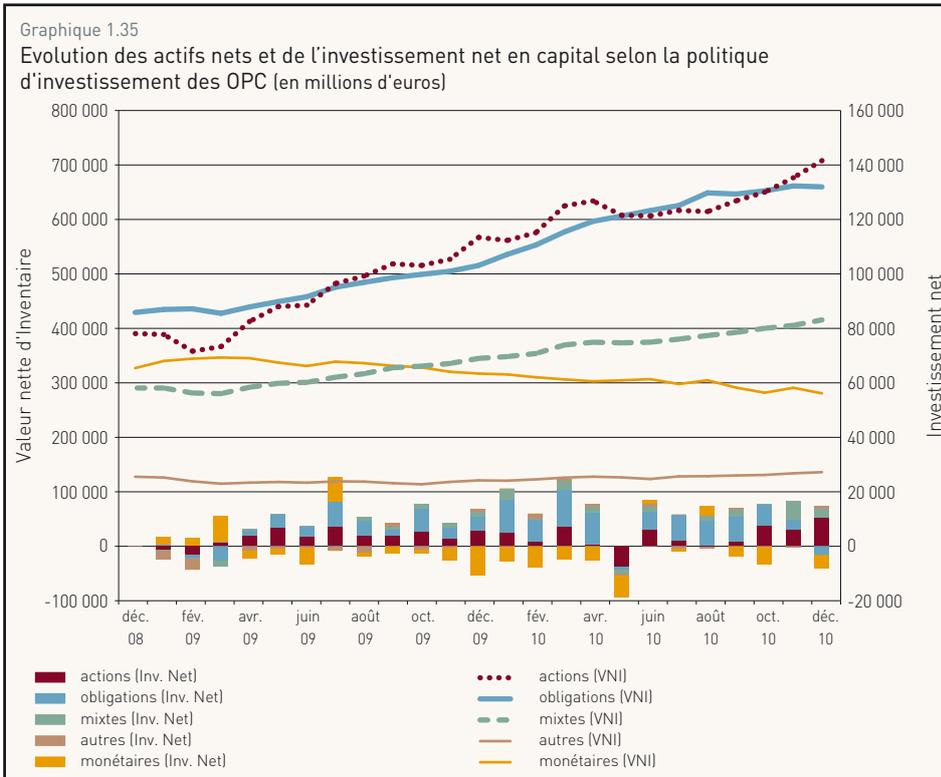
Rappelons que le niveau de la valeur nette d'inventaire des OPC le plus bas, depuis la crise financière, a été enregistré en mars 2009 (1 526 563 millions d'euros). De mars 2009 à la fin 2010, la VNI a donc augmenté de 672 431 millions d'euros, soit une hausse de 44% sur une période de 21 mois. En décembre 2010, le niveau de la valeur nette d'inventaire des OPC a atteint un nouveau sommet de 2 198 994 millions d'euros, dépassant nettement le niveau pic de l'avant-crise (2 059 144 millions d'euros) enregistré en septembre 2007.

La hausse observée de la VNI des OPC s'explique essentiellement par des conditions de marché favorables au cours des années 2009 et 2010. En effet, pour l'année 2009, un effet de marché de 196 971 millions d'euros a été observé. En 2010, cette évolution positive se confirme, avec un effet de marché de 196 433 millions d'euros.

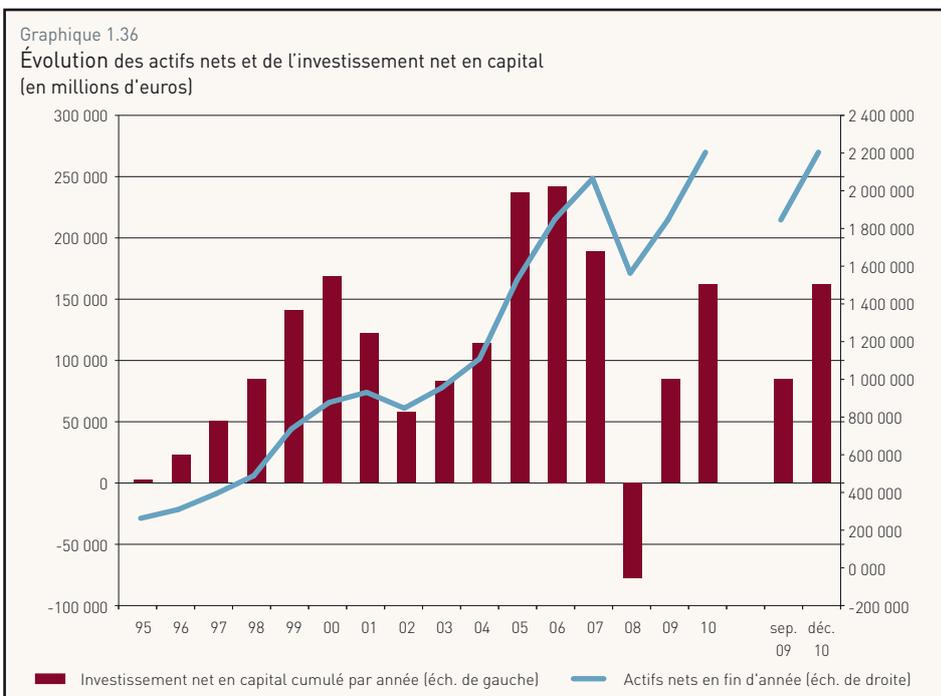
En 2009, l'investissement net s'élevait à 84 369 millions d'euros. En 2010, l'investissement net poursuit son mouvement à la hausse à 161 568 millions euros. Ce doublement de l'investissement net au cours d'une seule année confirme que les investisseurs ont retrouvé confiance dans les marchés financiers.

Sur base trimestrielle, l'évolution de l'investissement net a été positive en 2010, excepté au deuxième trimestre de l'année quand l'investissement net s'est limité à 17 729 millions d'euros contre 49 879 millions d'euros au troisième trimestre et 39 950 millions d'euros au quatrième trimestre. Cet investissement faible au cours du deuxième trimestre 2010 pouvait être observé principalement au mois de mai, se traduisant par un désinvestissement important de 14 858 millions d'euros. Cette évolution négative en termes d'investissement net mais aussi en termes d'effet de marché trouve son explication dans la crise de la dette publique – notamment grecque – et traduit l'incertitude des investisseurs et des marchés. La crise de la dette publique en Irlande a eu beaucoup moins d'impact, sans doute à la faveur des mécanismes de stabilisation mis en place par l'Union européenne.

Finalement, si on observe l'évolution de la valeur nette d'inventaire par catégorie d'OPC, les catégories traditionnellement les plus importantes au Luxembourg confirment l'évolution des marchés. Ainsi, en 2010, la VNI des OPC par actions a évolué de 565 648 à 706 289 millions d'euros. Pour les OPC par obligations, elle est passée de 514 206 à 658 234 millions d'euros et pour les OPC mixtes, elle a évolué de 343 958 à 414 493 millions d'euros. Les OPC monétaires ont continué leur mouvement à la baisse de 319 155 à 284 554 millions d'euros, probablement en raison des conditions peu intéressantes du marché monétaire.



Source : BCL



Source : CSSF

Tableau 1.15

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital <sup>1) 2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>2) 3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010									
jan.	3 480	12 316	1 860 688	21 474	-1 779	289 154	18,4	19 695	1,1
fév.	3 498	12 425	1 897 934	12 688	24 558	367 643	24,0	37 246	2,0
mars	3 516	12 513	1 980 538	19 848	62 756	453 975	29,7	82 604	4,4
avril	3 521	12 552	2 012 887	13 803	18 546	419 955	26,4	32 349	1,6
mai	3 542	12 612	1 992 413	-14 858	-5 616	373 144	23,0	-20 474	-1,0
juin	3 550	12 628	2 010 637	18 784	-560	379 381	23,3	18 224	0,9
juil.	3 582	12 685	2 019 223	8 907	-321	313 193	18,4	8 586	0,4
août	3 614	12 718	2 068 990	31 383	18 384	329 573	18,9	49 767	2,5
sep.	3 633	12 755	2 083 740	9 589	5 161	309 906	17,5	14 750	0,7
oct.	3 645	12 814	2 107 575	15 457	8 378	330 047	18,6	23 835	1,1
nov.	3 656	12 877	2 160 872	16 263	37 034	371 962	20,8	53 297	2,5
déc.	3 667	12 937	2 198 994	8 230	29 892	358 001	19,4	38 122	1,8

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 à l'année 2010.

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

## 2.7.8 Les OPC monétaires

### Le nombre de compartiments

Fin décembre 2010, 461 compartiments monétaires sont officiellement enregistrés auprès de la CSSF, contre 479 compartiments monétaires à la même période de l'année précédente.

### La somme de bilan

Au 31 décembre 2010, la somme de bilan des OPC monétaires s'élève à 284 554 millions d'euros, par rapport à 319 155 millions d'euros au 31 décembre 2009 et 297 806 millions d'euros au 30 septembre 2010. Sur l'année, on constate donc une diminution de 34 601 millions d'euros, ce qui correspond à une baisse de 10,8%. 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.

## 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 décembre 2010, le portefeuille de titres autres que des actions représente 77,9% de l'actif, soit 221 791 millions d'euros. Parallèlement, les créances sur les établissements de crédit représentent un poids relatif de 20,2%, soit 57 409 millions d'euros. A titre d'information, fin décembre 2009, 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 (135 253 millions d'euros), en titres émis par le secteur public (40 221 millions d'euros) et en titres émis par le secteur privé non bancaire (45 578 millions d'euros). La part des titres émis par le secteur public s'établit à 18,1% au 31 décembre 2010. Ce chiffre est à mettre en relation avec celui d'octobre 2008, où la part des titres émis par le secteur public était de 8% et 5% en juin 2008. 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 1.16

Bilan agrégé des OPC monétaires<sup>1)</sup> (en millions d'euros, encours en fin de période)

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	12/2009	09/2010	12/2010	12/2009 – 12/2010		09/2010 – 12/2010		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances	54 255	56 102	57 409	3 154	5,8	1 307	2,3	20,2
Portefeuille titres	260 301	235 453	221 791	-38 510	-14,8	-13 662	-5,8	77,9
Autres actifs	4 599	6 251	5 354	755	16,4	- 897	-14,3	1,9
Total de l'actif	319 155	297 806	284 554	-34 601	-10,8	-13 252	-4,4	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 <sup>1)</sup>
	12/2009	09/2010	12/2010	12/2009 – 12/2010		09/2010 – 12/2010		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes	1 046	593	808	- 238	-22,8	215	36,3	0,3
Parts émises	314 596	290 371	279 867	-34 729	-11,0	-10 504	-3,6	98,4
Autres passifs	3 513	6 842	3 879	366	10,4	-2 963	-43,3	1,4
Total du passif	319 155	297 806	284 554	-34 601	-10,8	-13 252	-4,4	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

## 2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le commerce extérieur du Luxembourg a repris de la vigueur depuis le début de l'année 2010, après avoir lourdement subi les effets négatifs de la crise économique mondiale, entre les derniers trimestres de 2008 et 2009. Sur l'ensemble de l'année 2010, soutenues par l'amélioration de la conjoncture économique mondiale, les exportations et les importations de biens ont augmenté respectivement de 16,7% et de 17,2% par rapport à leurs niveaux de l'année 2009. Les échanges de biens n'ont toutefois pas encore atteint leurs niveaux d'avant la crise. Quant au solde du commerce extérieur, il a retrouvé sa tendance d'avant la crise, à savoir un creusement de son déficit, qui a atteint près de 5 milliards d'euros (+18%) sur toute l'année 2010. Cette aggravation s'explique par une détérioration des termes de l'échange et entre autres par une acquisition exceptionnelle d'un bien d'équipement (satellite).

L'évolution des indices moyens des prix montre en effet une évolution assez défavorable des prix à l'exportation, qui ont légèrement baissé, de 1%, sur les trois<sup>18</sup> premiers trimestres de 2010. Sur la même période, l'indice moyen des prix à l'importation a progressé de 5%, occasionnant une nouvelle détérioration des termes de l'échange et en conséquence une aggravation du déficit commercial. 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 moyens des volumes du commerce, sur les trois premiers trimestres 2010, ils montrent une hausse plus marquée des volumes à l'exportation (+16,6%) qu'à l'importation (+11%).

La ventilation du commerce par catégorie de biens montre que l'amélioration des exportations provient en grande partie des produits sidérurgiques, dont les ventes se sont accrues de 25% sur toute l'année 2010. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également bien portées, à l'exception du matériel de transport (-0,5%). 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 16% en 2010. Les livraisons vers l'Asie ont progressé de 31% tandis que celles à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont baissé de 3,5%.

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 23% sur toute l'année 2010. Toutes les catégories de biens importés sont aussi en hausse (+24% dans le matériel de transport suite à l'acquisition d'un satellite, +10% dans les machines et équipement, etc.). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (90% de toutes les importations) se sont accrues de 17%, tandis que celles en provenance d'Amérique et d'Asie ont augmenté de respectivement 7,6% et de 44%.

Tableau 1.17

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

	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2003	8 833,7	-1,9%	12 108,8	-1,4%	-3 275,1	0,1%
2004	9 785,2	10,8%	13 677,3	13,0%	-3 892,1	18,8%
2005	10 319,4	5,5%	14 187,1	3,7%	-3 867,7	-0,6%
2006	11 306,9	9,6%	15 644,1	10,3%	-4 337,2	12,1%
2007	11 848,6	4,8%	16 311,0	4,3%	-4 462,3	2,9%
2008	11 890,4	0,4%	17 290,3	6,0%	-5 399,9	21,0%
1 <sup>er</sup> trim.	3 062,0	-1,9%	4 108,1	1,4%	-1 046,1	12,6%
2 <sup>e</sup> trim.	3 226,8	6,6%	4 543,9	6,1%	-1 317,1	5,0%
3 <sup>e</sup> trim.	3 040,5	10,1%	4 553,0	16,5%	-1 512,5	32,1%
4 <sup>e</sup> trim.	2 561,1	-12,8%	4 085,3	0,3%	-1 524,2	34,4%
2009	9 162,5	-22,9%	13 370,7	-22,7%	-4 208,2	-22,1%
1 <sup>er</sup> trim.	2 245,2	-26,7%	3 307,5	-19,5%	-1 062,3	1,6%
2 <sup>e</sup> trim.	2 167,6	-32,8%	3 215,2	-29,2%	-1 047,6	-20,5%
3 <sup>e</sup> trim.	2 393,1	-21,3%	3 220,2	-29,3%	-827,1	-45,3%
4 <sup>e</sup> trim.	2 356,7	-8,0%	3 627,8	-11,2%	-1 271,1	-16,6%
2010	10 691,2	16,7%	15 675,9	17,2%	-4 984,6	18,5%
1 <sup>er</sup> trim.	2 493,0	11,0%	3 610,0	9,1%	-1 117,0	5,1%
2 <sup>e</sup> trim.	2 794,0	28,9%	4 216,8	31,2%	-1 422,8	35,8%
3 <sup>e</sup> trim.	2 685,6	12,2%	3 747,5	16,4%	-1 061,9	28,4%
4 <sup>e</sup> trim.	2 718,7	15,4%	4 101,6	13,1%	-1 382,8	8,8%

Source : Statec

18 A la date d'arrêt de Bulletin, les données du quatrième trimestre 2010 sur les indices des prix et des volumes du commerce extérieur n'étaient pas disponibles.

## 2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

### 2.9.1 Le compte courant

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 3,1 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010, contre 2 milliards d'euros sur la même période de 2009. Cette importante amélioration (+55%) du surplus courant provient largement d'une embellie des exportations nettes de services, en particulier les services financiers, accompagnée d'une forte contraction du déficit des transferts courants. Quant aux déficits structurels des marchandises et des revenus, ils se sont accrus sensiblement.

Le déficit de la balance des marchandises s'est en effet creusé de 38% pour atteindre 3,4 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2010. Cette aggravation résulte d'une part d'une importante chute (-89%) de l'excédent des opérations sur or non-monnaire, qui est ressorti à 58 millions d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010 contre 552 millions sur la même période de 2009. D'autre part, la détérioration des termes de l'échange induite par la hausse du prix de l'énergie et des autres matières premières, ainsi que l'acquisition d'un satellite, se sont traduites par une nouvelle hausse (+14%) du déficit des marchandises du commerce général (voir section 2.8 ci-dessus).

L'excédent de la balance des services s'est en revanche accru de 29%, en atteignant 16 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010. Cette évolution positive provient en grande partie d'une hausse de 32% des exportations de services financiers, dont le surplus représente près de deux tiers de l'excédent total des services. Le solde positif des services financiers s'est ainsi accru de 33%, à 11,9 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010. Cette embellie résulte d'une hausse des commissions perçues par les banques résidentes, dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Le redressement des cours boursiers a favorisé l'augmentation des commissions bancaires, car celles-ci dépendent largement de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. Les exportations nettes des autres services se sont également bien portées, leur surplus ayant globalement progressé de 19% pour atteindre 4,4 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010. Ce sont les services d'assurance, la publicité, le transport des marchandises et les voyages qui se sont redressés significativement.

Le déficit de la balance des revenus s'est accru de 27% à 9,9 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010. Le déficit structurel de la rémunération des salariés a augmenté de 2% (à 4,7 milliards d'euros), dans un contexte de stagnation de l'emploi frontalier. En revanche, l'accroissement des dividendes et intérêts versés aux non-résidents s'est traduit par une importante progression (+63%) du déficit du revenu des investissements.

Enfin, le solde négatif dégagé par la balance des transferts courants a chuté de 34,5%, en grande partie suite à une baisse des transferts nets effectués par la BCL à l'Eurosysteme au titre de la réallocation du revenu monétaire. Cette évolution reflète largement la baisse des concours accordés par la BCL aux établissements de crédit résidents.

### 2.9.2 Le compte financier

Les sorties nettes de capitaux ont atteint 3,7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010, soit une hausse de près de moitié par rapport à la même période de 2009. Dans les différentes composantes du compte financier, les flux d'investissements de portefeuille et les flux de produits dérivés se sont soldés par des entrées nettes respectives de 41,9 milliards d'euros et de 2,8 milliards. Ces entrées nettes ont été compensées par des sorties nettes de 28,6 milliards dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques) et de 19,8 milliards dans les investissements directs.

Les sorties nettes d'investissements directs s'expliquent par quelques importantes opérations des prêts intra-groupes, partiellement compensées par des opérations en capital. Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont dégagé des entrées nettes de 67 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2010 contre 33 milliards sur la même période de 2009. Du côté des avoirs, les résidents ont diminué leurs investissements dans les actions étrangères, qui ont totalisé 19 milliards sur les trois premiers trimestres de 2010 contre 40,7 milliards sur la même période de 2009. Du côté des engagements, les non-résidents ont augmenté plus que proportionnellement leurs investissements dans les parts d'OPC luxembourgeois (+86,7 milliards sur les trois premiers trimestres de 2010, contre 74 milliards sur la même période de 2010).

En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont placé 34,5 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 (8,9 milliards d'entrées, dont 6 milliards dans les titres à long terme). Au total, les transactions sur titres de créance se sont soldées par une sortie nette de 25,6 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 28,6 milliards d'euros sont liées à une hausse des avoirs nets des institutions financières monétaires (y compris la BCL, à concurrence de 14,5 milliards).

Tableau 1.18  
Balance des paiements du Luxembourg

Unité <sup>1)</sup> : Million EUR	Janvier-Septembre 2009			Janvier-Septembre 2010		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>129 426</b>	<b>127 402</b>	<b>2 024</b>	<b>133 366</b>	<b>130 222</b>	<b>3 144</b>
Marchandises	8 431	10 359	-1 928	9 292	11 951	-2 659
Services	31 249	18 610	12 639	38 173	21 861	16 312
Revenus	86 233	94 058	-7 825	82 178	92 123	-9 945
Transferts courants	3 513	4 375	-862	3 723	4 288	-565
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>27</b>	<b>160</b>	<b>-132</b>	<b>37</b>	<b>177</b>	<b>-140</b>
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
<b>COMPTE FINANCIER<sup>2)</sup></b>			<b>-2 146</b>			<b>-3 668</b>
<b>Investissements directs<sup>3)</sup></b>	<b>-107 203</b>	<b>101 446</b>	<b>-5 758</b>	<b>-32 515</b>	<b>12 737</b>	<b>-19 778</b>
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-65 468	112 276	46 807	-23 654	91 208	67 555
Autres opérations, Prêts intragroupes	-41 735	-10 830	-52 565	-8 861	-78 472	-87 333
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-121 852</b>	<b>86 604</b>	<b>-35 247</b>	<b>-53 771</b>	<b>95 638</b>	<b>41 867</b>
Titres de participation	-40 705	73 957	33 251	-19 257	86 765	67 508
Titres de créance	-81 147	12 648	-68 499	-34 514	8 873	-25 641
<b>Produits financiers dérivés</b>			<b>-9 706</b>			<b>2 831</b>
Autres investissements	90 505	-41 870	48 636	-41 876	13 294	-28 582
Avoirs de réserve			-71			-5
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>254</b>			<b>665</b>

Source : 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

Les récentes estimations des comptes nationaux annuels, publiées en janvier 2011, n'apportent aucune révision à la progression annuelle du PIB pour les années antérieures à 2010. Par ailleurs, les chiffres relatifs à l'emploi et aux rémunérations des salariés n'ayant fait l'objet que de révisions marginales, la croissance annuelle de la productivité et celle du coût unitaire du travail sont restées inchangées par rapport aux précédentes estimations.

En ce qui concerne les comptes nationaux trimestriels, il convient de noter qu'en termes annuels, les estimations relatives aux trois premiers trimestres de 2009 ont fait l'objet de légères révisions, à savoir -5,5% au lieu de -5,3% pour le premier trimestre, -7,9% au lieu de -8,0% pour le deuxième et -3,1% au lieu de -3,3% pour le troisième trimestre 2009.

De même, en ce qui concerne l'année 2010, le taux de croissance annuel du PIB réel est désormais estimé à 1,4% et 5,5% respectivement au premier et au deuxième trimestre 2010 au lieu des 2,9% et 5,3% annoncés précédemment. La révision à la baisse de la croissance au premier trimestre 2010 est due à une évolution plus défavorable qu'initialement estimé des exportations nettes et de la consommation publique, tandis que la consommation privée et l'investissement ont évolué plus favorablement qu'estimé en octobre 2010. De même, le raffermissement plus marqué de l'activité au deuxième trimestre 2010, tel qu'il se dégage de cette nouvelle version de la comptabilité nationale, est essentiellement imputable à une progression plus favorable de la consommation publique et de l'investissement, qui a entièrement compensé une évolution légèrement plus défavorable du commerce extérieur et de la consommation privée.

Selon la première estimation relative au troisième trimestre 2010, la progression annuelle du PIB réel s'est établie à 3,6% au cours du trimestre sous revue, en légère décélération par rapport au deuxième trimestre 2010 (5,5%). Par ailleurs, en glissement trimestriel, la croissance économique s'est établie à 1,5%.

Comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique «dépenses», à l'exception de la formation brute de capital (-4,1%) et de la consommation publique (-3,3%), l'ensemble des composantes de la demande ont évolué favorablement en glissement annuel au cours du troisième trimestre 2010. L'évolution défavorable de la consommation des administrations publiques au troisième trimestre 2010 doit néanmoins être relativisée. Tout d'abord, il convient de noter que les dépenses de consommation publique avaient fortement augmenté en glissement annuel au cours du même trimestre de l'année précédente (18,2% selon les dernières estimations). De plus, l'analyse de l'évolution de la consommation publique sur un horizon temporel plus large montre que cette composante de la demande évolue de manière très erratique d'un trimestre à l'autre. L'investissement peine quant à lui à démarrer et demeure (en volume) encore à des niveaux inférieurs à ceux enregistrés avant la crise.

En glissement trimestriel, le dynamisme de la consommation publique (9,1%) et la contribution positive du commerce extérieur ont permis de compenser une évolution négative de la consommation privée (-1,2%) et de la formation brute de capital (-11,4%).

Tableau 1.19

## Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent					Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente				
	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
Consommation privée	-2,6	1,2	2,6	0,5	-1,2	-3,7	-0,4	4,8	1,7	3,2
Consommation publique	17,1	-5,5	-5,7	-0,5	9,1	18,2	10,1	-2,4	4,0	-3,3
Formation brute de capital	3,0	2,3	5,8	0,1	-11,4	-32,3	-10,5	44,0	11,6	-4,1
Exportations	5,9	4,1	-2,6	4,1	0,6	-8,2	1,7	3,4	11,8	6,2
Importations	7,1	2,3	-1,0	3,9	-0,2	-11,8	-0,2	8,4	12,6	5,0
<b>PIB réel</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>5,5</b>	<b>3,6</b>
Emploi salarié	0,1	0,3	0,4	0,9	0,4	0,3	0,1	0,6	1,7	2,0
Emploi total	-0,1	0,6	0,5	0,9	0,0	0,2	0,2	0,8	1,8	1,9
Rémunération moyenne par salarié	0,8	0,0	-0,5	0,9	2,0	2,0	2,7	1,3	1,2	2,4
Productivité du travail	3,4	0,7	-0,5	0,0	1,4	-3,2	2,0	0,6	3,6	1,6
Coût unitaire du travail	-2,5	-0,8	0,0	0,9	0,6	5,5	0,7	0,7	-2,4	0,7

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

Remarque : les données relatives à l'emploi et par conséquent les indicateurs afférents sont ajustés pour les variations saisonnières

Cette nouvelle version de la comptabilité nationale trimestrielle fait état d'une accélération de la croissance annuelle de la rémunération par tête au cours du troisième trimestre 2010 (2,4 % contre 1,2 % le trimestre précédent et 2,0 % au cours du même trimestre de 2009). Cette progression couplée à une évolution positive de la croissance annuelle de la productivité du travail, s'est traduite par la décélération (en termes annuels) de la croissance des coûts unitaires salariaux (nominaux) au troisième trimestre de 2010 par rapport à la même période de l'année précédente. Ces chiffres doivent néanmoins être relativisés étant donné la forte hausse enregistrée par les coûts salariaux au cours du troisième trimestre 2009. Par ailleurs, en glissement trimestriel, une forte accélération de la rémunération par tête a pu être observée au troisième trimestre 2010 (2,0 % contre 0,9 % le trimestre précédent). Cette accélération est probablement en partie due au paiement de la tranche indiciaire en juillet 2010.

Au niveau sectoriel et en glissement annuel, à l'exception du secteur financier, l'ensemble des branches économiques ont contribué positivement à la croissance économique. Il convient néanmoins de relativiser la croissance enregistrée par certaines branches économiques au troisième trimestre 2010 comme le secteur industriel (11,3 %) et de replacer ces évolutions dans leur contexte. De fait, il ne faut pas oublier que l'activité industrielle s'était fortement contractée au troisième trimestre 2009. En termes trimestriels, seuls le secteur financier (-1,2 %) et le secteur « autres activités de services » (-0,3 %) ont évolué négativement.

Tableau 1.20

**Croissance du PIB réel et de la valeur ajoutée par branche de production**

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent					Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente				
	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
<b>PIB réel</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>5,5</b>	<b>3,6</b>
Industrie y compris énergie	7,0	0,5	1,4	8,4	0,8	-11,2	9,3	8,8	18,1	11,3
Construction	5,8	-3,9	2,6	3,1	1,9	-1,4	-5,2	-1,1	7,6	3,6
Commerce, transports et communications	0,7	4,6	2,2	3,2	4,6	-4,4	4,8	1,9	11,2	15,4
Services financiers	6,7	-2,8	0,6	-1,2	-1,2	-2,3	-0,2	4,5	3,0	-4,6
Services immobiliers, de location et aux entreprises	-0,8	2,4	-4,1	1,6	2,3	-3,9	1,3	-7,2	-1,1	2,0
Autres activités de services	3,1	0,7	-0,8	1,5	-0,3	4,2	6,0	3,8	4,6	1,1

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

A noter que cette analyse de la comptabilité nationale trimestrielle doit être interprétée avec prudence. Avec l'extension de la couverture statistique des comptes, ces derniers vont nécessairement faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

## 2.11 RETOUR SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE DÉCEMBRE 2010

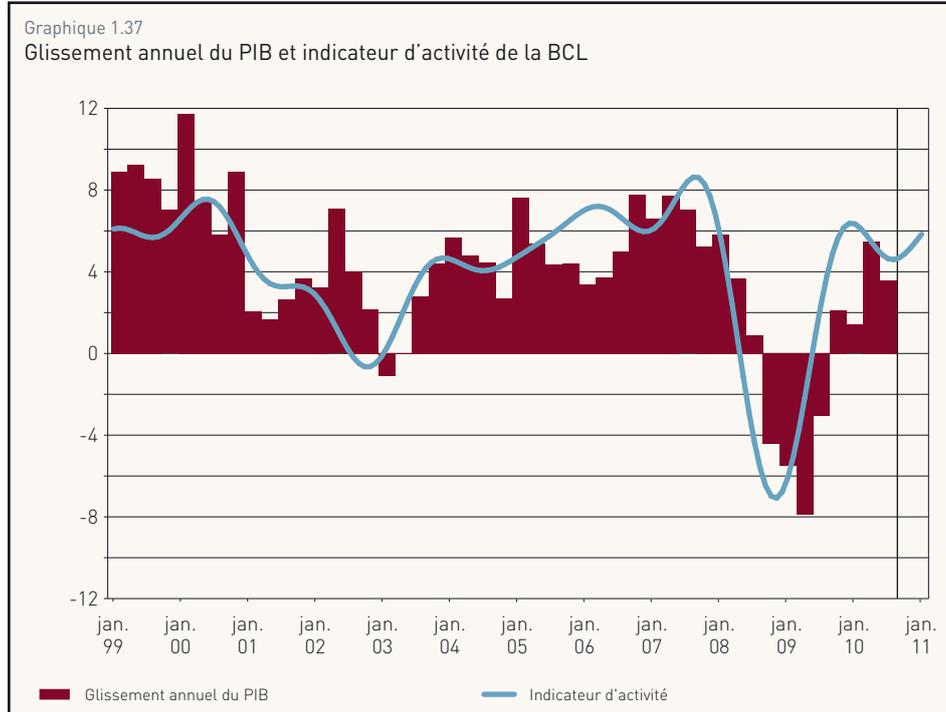
Selon la première estimation du Statec, la croissance du PIB du Luxembourg s'est établie à 3,6 % sur un an au troisième trimestre 2010, ce qui correspond à une hausse de 1,5 % par rapport au deuxième trimestre 2010. Ce dernier résultat ne constituait nullement une surprise, puisque l'indicateur d'activité anticipait déjà en décembre dernier que le glissement annuel du PIB s'établirait autour de 3,3 % au troisième trimestre 2010 et que ce dernier chiffre était compatible avec une croissance trimestrielle positive de +1,5 %.

Depuis décembre dernier, l'indicateur d'activité a poursuivi son ascension. En février 2011, il a ainsi enregistré une légère progression, pour le quatrième mois consécutif.

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 +2,4 % et +4,3 % au quatrième trimestre 2010 (après +3,5 % au troisième trimestre 2010), soit à un rythme trimestriel de l'ordre de 1 %.

En conséquence, la croissance pour l'année 2010 s'établirait entre 3,2% et 3,7%. Ce dernier résultat apparaît en ligne avec les projections macroéconomiques de décembre 2010 (3,5 – 4,1).

Au premier trimestre de l'année 2011, la croissance du PIB en glissement annuel devrait connaître une accélération, pour s'établir entre +2,6% et +6,4%, soit à un rythme trimestriel de l'ordre de 1%. L'acquis de croissance pour l'année 2011 calculé à l'issue de ce premier trimestre 2011 s'établirait alors autour de 2,8%. Ce dernier chiffre, obtenu par l'intermédiaire du seul indicateur d'activité, paraît tout à fait compatible avec la prévision pour 2011 effectuée par la BCL en décembre 2010 (fourchette de 2,4 à 3,4%).



Sources : Statec, calculs BCL

## 2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

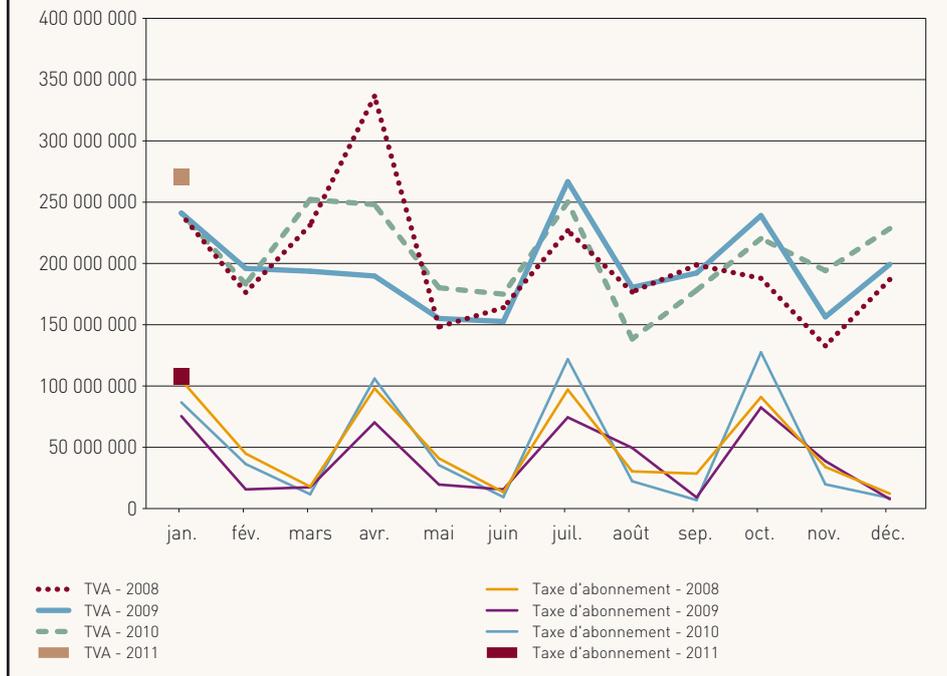
Le Ministère des Finances a publié début janvier une estimation préliminaire des recettes courantes de l'Etat au 31 décembre 2010. Ces dernières devraient être plus élevées qu'initialement prévu dans le Budget 2010, mais la BCL avait déjà, dans ses projections de décembre 2010, postulé une évolution des recettes plus favorables qu'escompté au budget. Les indications fournies par le flux de recettes en provenance de la TVA et de la taxe d'abonnement confirment d'ailleurs le résultat de ces projections budgétaires de la BCL.

Le graphique suivant montre également que le niveau des recettes de TVA perçues en janvier 2011 est supérieur à celui des trois années précédentes, alors que les recettes de la taxe d'abonnement ont atteint leur niveau de janvier 2008. Il reste à voir si cette tendance va se confirmer dans les prochains mois.

Pour rappel, les projections de décembre 2010 de la BCL laissaient augurer un déficit des Administrations publiques de 1,3% du PIB en 2011 et de 1,9% du PIB en 2012, en dépit d'importants excédents de la sécurité sociale (1,6% du PIB en 2011 et 1,3% en 2012 selon les projections de décembre). Cette situation est d'autant plus problématique que les excédents de la sécurité sociale ne sont nullement appelés à durer. Pour rappel, le Luxembourg serait selon l'«Ageing Working Group» le pays de l'Union européenne où les dépenses liées au vieillissement s'accroîtraient le plus d'ici 2060 (+18% du PIB, dont 15% imputables aux seules pensions). Cette situation souligne plus que jamais la pertinence d'une politique budgétaire empreinte de la plus grande prudence et d'une réforme d'envergure des régimes de pension. Les mesures présentées le 17 mars ne peuvent qu'être insuffisantes face à un tel défi. Elles doivent en outre encore faire l'objet de discussions avec les partenaires sociaux.

Graphique 1.38

Flux de recettes des taxes indirectes, données mensuelles  
(en euros)



Sources : AED, calculs BCL

Une politique budgétaire plus prudente serait d'ailleurs en congruence avec les discussions relatives à la gouvernance économique au niveau européen. Ces discussions s'appuient notamment sur le rapport du groupe de travail Van Rompuy, sur les mesures présentées par la Commission européenne le 29 septembre 2010 et sur le « Pacte pour l'euro ».

Une crise de la dette souveraine est survenue dans divers pays européens. En outre, le solde budgétaire agrégé de la zone euro s'est fortement dégradé depuis le début de la crise. Selon les projections d'automne 2010 de la Commission européenne, le déficit budgétaire agrégé de la zone euro serait passé de 0,6% du PIB en 2007 à 6,3% du PIB en 2010. Dans ce contexte et en l'absence de nouvelles mesures,

la dette publique de la zone atteindrait 88% du PIB en 2012. Cette situation va imposer d'importants efforts de consolidation budgétaire, d'autant que l'Europe est déjà confrontée aux conséquences à terme du vieillissement démographique.

Diverses lignes de force se dégagant du débat actuel permettraient de prévenir de nouvelles dégradations des finances publiques dans l'avenir.

- Le nouveau cadre de gouvernance insisterait davantage sur la convergence vers les objectifs budgétaires à moyen terme (OMT). La situation budgétaire actuelle au sein de la zone euro est due non seulement à la dégradation conjoncturelle, mais également à l'absence de finances publiques suffisamment saines avant la survenance de la crise. Cet aspect serait renforcé, notamment à travers une norme encadrant l'évolution des dépenses. Pour le Luxembourg, on ne peut considérer qu'une évolution prudente des dépenses serait une augmentation en ligne avec la croissance du PIB observée dans le passé. Une telle croissance, de l'ordre de 4% l'an, voire même davantage, sera en effet difficile à « reproduire » dans le futur et ne peut donc servir d'ancrage à l'évolution des dépenses.
- Des sanctions seraient appliquées de façon plus automatique que jusqu'à présent et – cela importe énormément – également dans le cadre des OMT. Il convient de garantir que cet automatisme soit effectif et que le Pacte de Stabilité et de Croissance ne soit pas édulcoré. Le Conseil de l'Union européenne devrait avoir moins de marge qu'actuellement pour interrompre ou suspendre les procédures contre les Etats membres.

- Une surveillance plus étroite de la compétitivité et des déséquilibres macroéconomiques serait assurée à travers une nouvelle «Economic imbalance procedure». Ainsi, les écarts de compétitivité feraient l'objet d'un examen préventif au niveau européen. Il importe de baser un tel examen sur une batterie limitée d'indicateurs, en premier lieu la balance des paiements et l'évolution des CSU. Le niveau de l'endettement public et privé devra également faire l'objet d'une surveillance étroite. Un tableau de bord trop large aurait pour effet de compliquer et *in fine* d'édulcorer la procédure.
- L'accent mis sur le cadre national de la politique budgétaire est le bienvenu. Il convient, tant au niveau européen qu'au Luxembourg, de mettre en place des conseils budgétaires indépendants, qui permettraient notamment d'apprécier la conformité de notre politique budgétaire au cadre européen. La Directive en préparation en la matière doit rendre obligatoire la mise en place de tels conseils dans les pays de la zone euro.
- Enfin, le semestre européen permettra d'assurer une meilleure coordination à deux niveaux: (i) une meilleure coordination des politiques entre pays européens et (ii) une meilleure interaction entre la politique économique (en premier lieu les réformes structurelles) et la politique budgétaire. Au Luxembourg, le Programme National de Réforme et l'actualisation du Programme de Stabilité seront présentés de concert, dès avril prochain. Les observateurs pourront ainsi apprécier la politique économique d'une façon intégrée. En outre, le gouvernement devra tenir compte dans son projet de budget 2012 des recommandations de la Commission européenne et du Conseil européen.
- La qualité des statistiques des comptes gouvernementaux annuels et trimestriels doit également être améliorée, en termes d'opportunité et de disponibilité. Les faiblesses dans la collecte et la transmission des données doivent directement être signalées. En particulier en ce qui concerne les statistiques intra-annuelles de recettes et les fonds débudgétés.



## 2 ACTUALITÉS

1. «Vers un renforcement de la stabilité financière globale : leçons de la crise pour l'Europe»	72
1 Causes de la crise	73
2 Réactions politiques	76
3 Objectifs à plus long terme	77
3.1 Un secteur financier sain	77
3.2 Défis budgétaires	79
2. Is Inflation back?	81
The good scenario: the hump scenario is the most benign	81
The bad scenario: the complexity of inflation forecast	82
The ugly scenario: the threat of a plateau	83
Concluding remarks: Credible and effective alertness	84

## 1. « VERS UN RENFORCEMENT DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE GLOBALE : LEÇONS DE LA CRISE POUR L'EUROPE »

Institut d'Etudes Européennes et Internationales du Luxembourg  
Quatrième Norbert von Kunitzki Memorial Lecture

par

**Yves Mersch**

**Président de la Banque centrale du Luxembourg**

7 février 2011

– Seule la parole prononcée fait foi –

Excellences,  
Monsieur le Président de l'IEEI,  
Monsieur le Directeur de l'IEEI,  
Mesdames et Messieurs,

Je tiens pour commencer à remercier l'IEEI pour l'invitation à prononcer un discours à la mémoire de Norbert von Kunitzki. En ce jour même où nous avons accompagné à sa dernière demeure Edmond Israël, un autre ami et penseur influent, je voudrais saluer la mémoire de N. von Kunitzki qui nous a quittés prématurément.

Notre pays manque cruellement de ces esprits libres, érudits et critiques, en mesure de se forger une opinion personnelle, fondée sur un savoir étendu et multidisciplinaire et capable de calibrer ces enseignements à la dimension de notre environnement de grande région.

J'ai pu encore récemment emprunter à Norbert une de ces images et formulations dont il avait le don : « Dieu est-il Luxembourgeois ? » (titre d'une série d'articles).

Il y a quelques années, Norbert et Edmond m'ont spontanément accompagné dans le lancement de l'association «The Bridge Forum Dialogue», convaincus de la nécessité pour nous Luxembourgeois d'ouvrir grandement nos fenêtres et de profiter du vent international pour aérer nos convictions arrêtées.

C'est dans cette optique que Norbert a également œuvré au sein de l'IEEI et je voudrais rendre hommage à l'action de l'Institut d'avoir rassemblé à Luxembourg les plus grands esprits notamment en matière économique et de relations internationales.

Plus de trois ans après l'apparition des premières turbulences sur les marchés interbancaires, nous constatons que nous avons été confrontés à la plus grave crise depuis la fin de la Seconde guerre mondiale. Comme la crise n'est pas terminée, nous manquons encore de recul pour établir une liste complète des leçons à tirer de ces événements.

Mon intervention traitera des causes de la crise financière, des réactions politiques à la crise, et de ses conséquences probables.

En tant que membre du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, je m'appuierai sur les expériences et défis européens et sur le rôle de la politique monétaire en particulier.

## 1 CAUSES DE LA CRISE

Comme le disait en son temps Socrate, si vous voulez comprendre un phénomène, vous devez commencer par lui donner un nom. Ma définition d'une défaillance de marché est celle d'une situation où le marché échoue à allouer ses ressources de manière efficace.

«Une défaillance de marché tend à survenir : 1) quand l'information ou la maîtrise de l'information sont imparfaites ou asymétriques ; 2) quand les biens et services sont différenciés ; 3) quand les ressources sont immobiles ; 4) quand les acteurs de marché opèrent dans des marchés non compétitifs (monopole, oligopole) ; 5) quand les biens et services ne peuvent pas être fournis en quantité suffisante pour alimenter le marché ; 6) quand des coûts et des bénéfices externes (externalités) ne sont pas pris en compte et doivent être supportés par l'ensemble de la société au lieu de ne l'être que par les agents du marché ; ou 7) quand des services publics sont fournis par des agents privés qui demandent des avantages économiques en échange<sup>1</sup>.»

Concernant les causes de la crise, il va sans dire qu'un système entier reposant sur la théorie des «anticipations rationnelles» et des «marchés efficients» s'est effondré. Ces concepts formaient le fondement intellectuel de la tendance politique soutenant la dérégulation financière continue ; depuis plus de 30 ans, nos modèles d'équilibre général sont capables de refléter la réalité peut-être sur le long terme et par temps paisibles, mais n'ont pas été en mesure d'anticiper des crises, des marchés défaillants, imparfaits, inefficients et pas du tout autorégulateurs du moins à court et moyen terme.

Une première dimension de la recherche vise à apporter des corrections et ajouts aux modèles. On les enrichit de frictions inhérentes à la finance, on met en cause le fait que tous les agents économiques sont parfaitement rationnels, on reconnaît les limites de l'arbitrage qui devrait assurer que les prix reflètent à tout moment le prix fondamental d'un avoir, c'est-à-dire cash flow corrigé du prix risque, on reconnaît l'opacité de certains marchés et une asymétrie d'information. Cette information imparfaite concerne surtout le risque de contrepartie face aux normes comptables capables de cacher l'essentiel. On s'intéresse à Minsky et Kindleberger pour appliquer leur description de cycles boom-bust aux innovations financières. On examine l'effet de l'endettement des acteurs sur le comportement des prix des avoirs eux-mêmes.

Une deuxième dimension reconnaît que la science économique doit emprunter à d'autres disciplines. La finance comportementale intègre les enseignements des sciences humaines pour écorner l'hypothèse d'un agent rationnel. Cette recherche qui s'applique tant aux individus qu'aux institutions financières, enquête sur les conséquences des comportements types tels que la confiance excessive en soi-même, de la bonne image de soi-même, de la pensée en groupe ou du conformisme, de la dispersion de la responsabilité notamment en relation avec la titrisation.

La troisième dimension est l'éconophysique. Elle s'inspire des enseignements de la physique ou de la mathématique fractionnelle de Mandelbrot. C'est la critique la plus fondamentale puisqu'elle doute de l'existence d'un seul équilibre qui rende compte de tout. Est-ce que notre compréhension des marchés n'est pas aussi limitée que celle de tous les systèmes complexes qui nous entourent ? Est-ce qu'il n'y a pas de multiples équilibres changeants selon la théorie des chaos ? Ces travaux ont trouvé des lois de puissance qui invalident la distribution des probabilités dans la finance. Ils observent la présence d'investisseurs institutionnels très importants dans des marchés relativement illiquides. Ils constatent des interférences, des boucles, des interdépendances. Ils notent qu'en fait la plupart des transactions ne sont pas exercées par les agents eux-mêmes mais par des personnes agissant pour ceux qui ont des intérêts

<sup>1</sup> La section « causes de la crise » est largement inspirée de la Dehesa, Guillermo (2010) : Twelve market and government failures leading to 2008-09 financial crisis, occasional paper no. 80, Group of Thirty, Washington. Toutes les citations directes ne sont pas indiquées en tant que telles pour une meilleure lisibilité.



différents. Donc les agents économiques ne sont pas semblables mais hétérogènes, donc il est vain de tout vouloir comprimer dans un seul modèle d'équilibre général. Une nouvelle école ABM (agent based models), à l'intersection de l'économie, de la théorie des jeux et de la science informatique, fondée sur des systèmes à agents multiples a émergé. Je retiens que des marchés loin d'être parfaits, des agents loin d'être rationnels et des connaissances limitées font beaucoup d'incertitude et invitent à beaucoup de modestie dans notre « science » économique.

Selon Frank Knight, des incertitudes sont des inconnues non connues, par opposition aux inconnues que nous avons identifiées et que nous appelons risques. Je ferme cette digression sur la pensée économique et reviens aux causes de la crise. Parmi les acteurs économiques, ce sont les banques, je pense avant tout aux banques d'investissement, qui sont les premières responsables des défaillances observées.

Quatre caractéristiques font des banques des acteurs clés d'une économie de marché :

Premièrement, des milliards de paiements requérant des transferts de fonds sont effectués quotidiennement par les banques. Elles gèrent les systèmes de paiements qui sous-tendent les transactions économiques.

En deuxième lieu, les banques et autres intermédiaires financiers empruntent de faibles sommes aux déposants ou aux autres épargnants pour prêter des sommes importantes aux investisseurs, s'exposant de ce fait à des risques de taux d'intérêt, de transformation des échéances et de contreparties qui les rendent fortement vulnérables à tout changement abrupt des conditions économiques. Les banques constituent donc un service public particulièrement « preneur » de risques.

En troisième lieu, ces entités entreprennent des tâches nécessaires et essentielles pour le bon fonctionnement de l'économie, en transmettant les ressources des épargnants aux investisseurs et en transférant le risque de ceux qui ne peuvent l'assumer vers ceux qui l'acceptent volontiers. Elles sont censées disposer de l'information requise pour exercer cette intermédiation.

En quatrième lieu, les banques sont essentielles pour assurer la mise en œuvre de la politique monétaire. Or, la politique monétaire est la politique économique la plus pertinente pour atténuer l'impact des fluctuations et des cycles économiques et pour maintenir la stabilité des prix.

En prenant des risques excessifs, les banques ont failli dans leur responsabilité d'intermédiaire qui requiert un très haut niveau de confiance de la part des déposants et des investisseurs.

Toutefois, la première défaillance est à mettre sur le compte du gouvernement américain qui a essayé d'encourager un très large accès à la propriété des ménages, en autorisant chaque famille américaine à obtenir des crédits immobiliers sans prendre en compte son niveau de revenu ou sa capacité à rembourser, créant de ce fait un problème de « sélection adverse » par lequel on aboutit à des résultats inverses de ceux souhaités à cause d'asymétries d'information.

Les banques centrales ont elles aussi eu leur part de responsabilité avec des périodes trop longues de taux d'intérêt artificiellement bas, encourageant un excès de liquidité qui a gonflé les prix dans différentes classes d'actifs, les marchés boursiers et l'immobilier notamment. La Banque centrale européenne est un tout petit saint dans cette église. Les taux d'intérêt n'ayant jamais été aussi bas en Europe qu'ailleurs, et je me rappelle vivement que plusieurs chefs d'Etat ont tancé la Banque centrale européenne quand elle les a relevés après le dernier cycle.

Mais les investisseurs sont aussi à blâmer pour leur avidité jusque-là inégalée.

Certains investisseurs géraient des portefeuilles très importants d'actifs bancaires, de fonds de pension ou d'assurance ainsi que des fonds spéculatifs et étaient donc censés être dotés d'une très grande expertise dans le domaine de l'investissement - une expertise aussi élevée que les commissions qu'ils touchaient. Comment est-il possible qu'autant de ces investisseurs « experts » acceptaient d'acheter ces produits structurés avec des notations de double ou triple A sans comprendre leur contenu à cause de l'incroyable complexité mathématique caractérisant leur structure ? La seule raison pour laquelle ils achetaient ces produits était qu'ils permettaient un rendement supérieur aux produits traditionnels notés AAA- ou AA-, ce qui apparaît comme une véritable contradiction en termes de théorie financière.

Une autre défaillance observée à la fois au niveau des marchés et des gouvernements était liée aux agences de notation de crédit qui évaluent les risques de faillite et de remboursement non-ponctuel associés aux actifs émis, achetés et vendus dans les marchés. Ces agences de notation étaient privilégiées dans la mesure où elles ne pouvaient être poursuivies en justice. Autrement dit, elles n'étaient pas responsables, judiciairement ou administrativement (contrairement aux auditeurs), des notes qu'elles donnaient car elles étaient protégées par le premier amendement de la Constitution américaine : leurs employés étaient considérés comme de simples « reporters financiers » exerçant leur liberté d'expression.

Un autre point faible de la crise a résidé dans la défaillance des superviseurs. Dans la plupart des cas, les plus grandes faillites bancaires et les recapitalisations les plus importantes ont été observées dans des pays où la supervision n'était pas assurée par la banque centrale mais par le gouvernement.

Toutefois, on ne peut attribuer les défaillances de marché aux seuls agents économiques, que ce soit dans le secteur privé ou public. Les instruments, les stratégies d'entreprise et les contrôles étaient défaillants. Regardez par exemple le fameux modèle « originate and distribute » dans le marché des crédits hypothécaires dits « subprimes » ou crédits à risque. D'un côté, la plupart des crédits n'étaient pas émis par des banques mais par des agents et des courtiers travaillant à la commission, qui n'étaient pas soumis à la supervision et qui n'avaient besoin que d'une licence locale pour travailler dans la vente de produits financiers. Ainsi, ils avaient comme unique objectif de faire signer des contrats de prêt à des familles et d'empocher la commission sans se soucier si ces familles avaient les moyens ou non de rembourser leur prêt.

Du côté de la distribution, de nombreuses banques titrisaient les crédits et les revendaient sous forme de produits complexes à des véhicules de conduite, ce qui leur faisait croire qu'elles s'affranchissaient ainsi de tout risque de crédit - une croyance qui s'est généralement avérée fautive dans la plupart des cas, les banques ayant souvent accordé des lignes de crédit à ces véhicules. En d'autres termes, les banques créaient un système comptable parallèle, hors bilan, qui transformait des ressources de court terme en des actifs risqués de long terme qui n'étaient ni régulés, ni soumis à une quelconque supervision.

Les investisseurs qui achetaient ces mêmes produits structurés basés sur des crédits « subprime » acceptaient de porter le risque et le financement de ces crédits, car le risque était sous-évalué.

Si le Système fédéral de réserve et la Banque centrale européenne avaient forcé les banques à réintroduire ces titres dans les bilans (qui n'auraient jamais dû en être retirés initialement), les banques auraient dû utiliser du capital qu'elles n'avaient pas. Cela aurait engendré un assèchement du crédit encore plus important que celui que nous avons observé.

Le plus significatif de tout cela, c'est que sans ces produits complexes et le système parallèle créé, jamais un dysfonctionnement apparu dans le marché américain des crédits subprimes titrisés n'aurait affecté les banques européennes avec une telle intensité.



Un autre problème encore plus significatif repose sur le fait que « de nombreuses banques ont failli dans la gestion de leurs risques. Parfois, comme je l'ai déjà mentionné, elles agissaient sous la pression des actionnaires qui souhaitaient un plus grand retour sur investissement ; parfois, le système de rémunération encourageait une prise de risque excessive. D'autres fois, les directeurs d'institutions financières pensaient que leur financement à long terme resterait bon marché vu le bas niveau des taux d'intérêt. » Une bonne gestion des risques commence par du bon sens et de la prudence et non par des modèles complexes compris par une poignée de physiciens ou de mathématiciens.

J'en arrive aux problèmes liés, d'une part, au développement incroyablement rapide des marchés de dérivés de gré à gré, à la fois pour les taux d'intérêt et les marchés des changes et des prêts, qui ont atteint des niveaux historiques ; et, d'autre part, aux failles de l'accord de Bâle II qui permettait un levier accru dans les plus grandes banques, qui savaient qu'elles seraient recapitalisées par les gouvernements en cas de problème de solvabilité et qui étaient de sorte incitées à prendre plus de risques qu'une banque ou qu'un intermédiaire peu à même d'être sauvé.

En un mot, la conjonction de ces failles a permis à l'industrie financière tout entière d'obtenir des bénéfices trop tôt, trop facilement et sans gestion de risque appropriée. Ce phénomène coïncidait avec un endettement beaucoup trop important dans le secteur privé et financier.

Les tensions sont allées en augmentant et ont culminé dans la crise financière qui a commencé à l'été 2007, avec un aggravement sévère en septembre 2008 quand la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers a mis l'économie globale au bord du gouffre. Après le sauvetage du système d'intermédiation financière, un transfert de dettes du privé vers le public qui, en 2010, déclenche une crise des signatures souveraines notamment en Europe périphérique.

## 2 RÉACTIONS POLITIQUES

La crise financière et la débâcle économique qui s'en est suivie ont appelé à des réactions politiques sans précédent des autorités budgétaires et monétaires dans le monde entier.

Certaines différences dans les structures économiques et financières et dans le fonctionnement institutionnel de la zone euro comparé aux Etats-Unis ont conduit à des mesures spécifiques distinctes – visant à atteindre les mêmes objectifs, toutefois.

Laissez-moi vous expliquer sur quoi reposent ces différences structurelles :

- Tout d'abord, les structures économiques de la zone euro et des Etats-Unis sont très différentes. Les petites et moyennes entreprises, par exemple, jouent un rôle prépondérant dans l'économie européenne. De plus, le secteur public représente une grande partie de l'économie européenne et est un actionnaire majeur de certaines banques. Globalement, l'économie de la zone euro est moins flexible que celle des Etats-Unis. Les salaires et les prix sont plus rigides. Laissez-moi vous donner un exemple concret : la fréquence à laquelle les prix changent dans la zone euro et aux Etats-Unis. Dans la zone euro, un commerçant change ses prix en moyenne au bout de 13 mois. Des études montrent que le délai est de 11 mois pour les producteurs. Aux Etats-Unis, ces durées sont de moins de 7 mois et de légèrement plus de 8 mois, respectivement.

Si cette faible flexibilité peut être un inconvénient en cas de chocs d'offre positifs, comme des innovations techniques, en cas de crise, cette relative rigidité européenne a fourni une protection contre des anticipations négatives excessives qui auraient entraîné une spirale déflationniste.

- En second lieu, il existe également de profondes différences entre la structure des systèmes financiers américain et européen. La composition des sources de financement pour les entreprises non financières, notamment, est frappante. Les petites et moyennes entreprises européennes n'ont pas d'accès direct au marché des capitaux mais ont besoin de prêts pour financer leurs activités. Dans la zone euro, le financement bancaire représente environ 70% du total du financement externe d'une entreprise. Aux Etats-Unis, à l'inverse, les entreprises dépendent bien davantage de sources de financement de marché, qui représentent 80% du financement externe total. J'aimerais ajouter que le modèle de banque universelle constitue le modèle d'investissement prédominant en Europe continentale, contrairement aux Etats-Unis où – bien avant la crise – les banques d'investissement jouaient le rôle le plus important.

Dans ses réponses à la crise, la BCE a toujours tenu compte de la structure particulière de l'économie de la zone euro. Par souci d'efficacité, elle a concentré ses mesures sur le secteur bancaire et sur la provision de liquidité. Aux Etats-Unis, à l'inverse, la banque centrale s'est concentrée sur les marchés de capitaux et a acheté des actifs directement sur les marchés des capitaux – une stratégie appropriée étant donné la dépendance des entreprises américaines aux marchés des capitaux plutôt qu'aux prêts bancaires.

L'action de la BCE sur le secteur bancaire s'est appliquée aux trois étapes de la crise en Europe :

- Provision abondante de liquidité quand les tensions sur les marchés monétaires se sont fait ressentir à l'été 2007 ;
- Baisse historique des taux d'intérêt à partir d'octobre 2008, quand l'économie a commencé à entrer en récession. Pour soutenir l'octroi de crédit à l'économie réelle, la BCE a également recouru à des mesures non conventionnelles visant à soulager les pressions de financement dans le secteur bancaire ;
- Interventions dans certains segments de marché pour assurer un bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire, à partir du moment où de sévères tensions ont commencé à s'observer dans les marchés de la dette souveraine.

Ces mesures fortes et innovantes ont permis de soutenir l'intermédiation financière dans la zone euro. En outre, elles ont contribué à maintenir la disponibilité du crédit pour les ménages et les entreprises, tout en étant en ligne avec le mandat primaire de la BCE, le maintien de la stabilité des prix sur le moyen terme.

### 3 OBJECTIFS À PLUS LONG TERME

#### 3.1 Un secteur financier sain

Au-delà de la crise, le secteur financier doit devenir plus résilient, le fardeau massif de la dette doit être allégé et des endettements excessifs doivent être enrayerés dans les secteurs financier, privé et public. A long terme, pour un système économique et financier sain et durable, nous devons tendre vers une industrie financière exempte de risque excessif et vers un désendettement des ménages et des Etats qui connaissent un niveau d'endettement excessif.

La réglementation et la supervision du secteur financier doivent réduire la probabilité de défaut d'une institution. Un renforcement de la qualité et de la quantité des fonds propres, un ratio minimal de liquidité et une limite au levier, comme demandé par le comité de Bâle sur la supervision bancaire, visent à améliorer la capacité de l'industrie bancaire à absorber des chocs issus de tensions financières et économiques, quelle que soit leur source.



Enfin, je tiens à préciser que si ces règles sont *a priori* efficaces pour limiter les risques de crédit des banques, elles ne peuvent se substituer à un encadrement beaucoup plus étroit des superviseurs sur les pratiques de prise de risque des banques. Comme je l'ai bien indiqué précédemment, la crise était davantage liée à une conjonction de pratiques risquées et opaques qu'à une défaillance du modèle traditionnel de la banque universelle. En ce sens, ce nouveau cadre ne peut à lui seul prévenir une nouvelle crise telle que celle observée en 2007-2008.

Il doit donc s'accompagner d'une refonte profonde, en cours dans l'UE, dans trois domaines :

- Au niveau institutionnel
- Au niveau réglementaire, et
- Au niveau des mécanismes de gestion et de résolution de crise.

Comme la stabilité financière est actuellement affectée par le risque souverain, en particulier dans la zone euro, j'évoquerai également les enseignements que nous devons tirer dès à présent de la crise de la dette souveraine.

#### a) Réforme institutionnelle

Au niveau institutionnel, un nouveau cadre pour la supervision micro- et macro-prudentielle, le Système européen de surveillance financière, est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier dernier. Les législations européennes qui ont donné naissance à ce nouveau cadre se sont basées sur le rapport d'un groupe d'experts de haut niveau présidé par Jacques de Larosière. Cette nouvelle architecture vise à pallier une défaillance majeure mise à jour par la crise financière : l'insuffisante interaction et coordination entre les autorités de supervision nationales, d'une part, et la vulnérabilité du système financier à des risques systémiques interconnectés, complexes, sectoriels et transsectoriels, d'autre part. Afin de remédier à ces défaillances, le nouveau système comprend un Comité européen du Risque systémique (CERS), chargé de la surveillance macro-prudentielle, qui réunit notamment les gouverneurs des 27 banques centrales de l'Union européenne et est présidé par le Président de la BCE. Le CERS a récemment tenu sa réunion inaugurale à Francfort. Il permettra de prévenir ou de mitiger les risques systémiques en assurant la surveillance et l'analyse des risques pesant sur la stabilité financière, en émettant des alertes rapides en cas d'intensification de risques systémiques et, le cas échéant, en formulant des recommandations quant aux mesures à adopter pour faire face à ces risques. Le nouveau système comprend également trois agences européennes de supervision pour les banques, les assurances et les marchés. Ces agences travailleront en réseau et en interaction avec les autorités nationales de supervision existantes afin de veiller à la solidité financière des établissements financiers eux-mêmes et de protéger les utilisateurs de services financiers. Elles combineront la supervision nationale des établissements financiers avec des tâches spécifiques au niveau européen qui permettront de renforcer la cohérence dans l'application des règles et de favoriser une réglementation harmonisée.

#### b) Réforme réglementaire

En Europe, la Commission a mis sur la table toute une série de propositions visant à renforcer la réglementation des services financiers, via notamment une transparence accrue du secteur financier, une meilleure prévention des abus de marché, le renforcement de la surveillance, y compris la surveillance des agences de notation et une protection renforcée des déposants. Pour certaines réformes comme celle relative au renforcement de la qualité et de la quantité des fonds propres, que j'ai déjà évoquée, ou celle relative aux normes comptables, la législation européenne s'alignera sur des normes établies au niveau international. Il est crucial que ces réglementations fassent l'objet d'une mise en œuvre harmonisée au niveau international afin d'éviter toute distorsion et toute possibilité d'arbitrage réglementaire qui pourraient gravement affecter la stabilité financière globale. J'ajouterais que les forums économiques

ou organes de décision internationaux qui jouent désormais un rôle accru dans la définition de normes applicables au secteur financier gagneraient à s'ouvrir davantage aux centres financiers internationaux, dont la contribution à la nouvelle architecture réglementaire pourrait être majeure.

### c) Mécanismes de gestion et de résolution de crise

Parce que malgré le renforcement du cadre institutionnel et juridique de surveillance et de réglementation, les faillites bancaires restent possibles, il est indispensable de mettre en place des mécanismes de gestion et de résolution de crise, visant à minimiser l'impact d'une faillite bancaire sur le système financier et sur le contribuable. Dans l'UE, l'idée d'un mécanisme pour la gestion d'une crise bancaire transfrontalière est encore au stade de gestation. Consciente que les coûts d'une résolution de crise non coordonnée augmentent avec le degré d'interconnexion et d'intégration des établissements financiers, la Commission européenne a présenté une communication sur un projet de cadre européen pour la gestion des crises dans le secteur financier. Une solution européenne reste particulièrement complexe dans l'état actuel de l'intégration européenne, en particulier par rapport aux questions liées au «burden-sharing», au transfert d'actifs intra groupe pendant la période de crise, et à l'hétérogénéité du cadre régissant l'insolvabilité dans l'UE. Dans ce contexte, il pourrait être plus réaliste de préparer la voie à une solution intermédiaire: un cadre national de gestion de crise transfrontalière associé à un processus contraignant pour l'échange d'information.

L'établissement de fonds de résolution nationaux alimentés par des contributions versées par les banques permettrait de réduire l'aléa moral et de renforcer la stabilité financière, en limitant la contagion et en évitant la vente dans l'urgence des actifs bradés, ce qui permettrait de protéger l'argent du contribuable tout en facilitant la résolution des banques en faillite. Dans ce contexte, la BCL a proposé un cadre original de fonds de résolution ex-ante qui passerait par l'établissement d'une structure privée préfinancée regroupant la fonction de fonds de garantie des dépôts et de fonds de résolution, qui sont les deux facettes d'un même problème.

En fin de semaine, j'aurai l'occasion de voir le Commissaire Barnier pour lui proposer une date en vue de discuter au sein du Bridge Forum Dialogue de ces questions avec le public luxembourgeois.

### 3.2 Défis budgétaires

En nous appuyant sur les expériences récentes, nous devons examiner attentivement le rôle de l'endettement excessif. Après l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008, l'accumulation de la dette privée s'est arrêtée, mais le problème de l'endettement excessif n'était pas résolu. Des plans de sauvetage économiques, l'impact des stabilisateurs automatiques et le nécessaire soutien au secteur financier ont entraîné un puissant levier des budgets publics à des niveaux jamais observés en temps de paix.

La dette publique dans la zone euro aura augmenté de plus de 20 points de pourcentage de 2007 à 2011. Les chiffres correspondants pour les Etats-Unis et le Japon s'établissent entre 35 et 40. Les ratios de dette-PIB approchent les 90% en Europe, 100% aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, et 200% au Japon.

Le fardeau de la dette doit être allégé et de nouveaux endettements excessifs doivent être enrayerés. C'est particulièrement crucial en Europe où la politique monétaire unique doit être soutenue par des finances publiques saines.

La crise de la dette souveraine qui frappe la zone euro depuis un an a trouvé ses racines dans trois manquements qui ont caractérisé l'Union économique européenne depuis sa création: le laxisme des politiques budgétaires, l'inadéquation de certaines politiques macroéconomiques, et la déficience de la surveillance mutuelle entre les Etats membres. Les récentes propositions pour réformer la gouvernance économique européenne et la mise en place du « semestre européen » au 1<sup>er</sup> janvier pour une surveillance



ex-ante des politiques structurelles et budgétaires des Etats membres vont certainement dans la bonne direction et le Conseil de début mars devrait dépasser en ambition les propositions de la Commission et du Groupe Van Rompuy de 2010. Il est essentiel de ne pas se limiter au seul redressement des déficits mais d'entériner un pacte de réformes structurelles destiné à améliorer la compétitivité de la zone euro. En effet, des déséquilibres macroéconomiques sont à la source des déséquilibres budgétaires.

Enfin, le cadre de gestion de crise souveraine élaboré au cours de l'année 2010, et qui sera renforcé en 2013 par la mise en place d'un mécanisme permanent, le mécanisme européen de stabilisation, devrait pouvoir être revu pour accroître encore la confiance des marchés en la capacité de la zone euro de faire face au risque souverain. En particulier, l'actuelle facilité européenne de stabilité financière devrait pouvoir être compétente pour acheter directement des obligations souveraines. Cela n'est nullement incompatible avec la poursuite rigoureuse des efforts d'assainissement budgétaires et des réformes structurelles de l'ensemble des pays de la zone euro, indispensables pour établir les fondements d'une croissance durable à long terme.

### Conclusion

Après une stabilisation de l'économie globale depuis le début des turbulences financières, nous sommes confrontés au défi de retrouver une stabilité accrue, ce qui passera par différentes voies.

Etant donné le fardeau massif de la dette dans les pays industrialisés, le potentiel de croissance et les taux de croissance à court terme seront affaiblis par les nécessaires efforts d'assainissement budgétaire. Toutefois, une croissance durable et de long terme ne peut être atteinte qu'une fois les déséquilibres économiques fondamentaux traités et les réformes structurelles initiées. En Europe, les gouvernements doivent faire preuve de plus d'engagement et d'ambition dans leurs efforts de consolidation budgétaire.

Des règles plus strictes et des seuils minimaux de capital accrus pour l'industrie financière rendront le système plus fort et plus sain. Mais une réglementation efficace passe aussi par une supervision de terrain basée sur la compétence et la proximité. Un juste équilibre devra ainsi être trouvé entre les différents niveaux de réglementation et de supervision : national, avec le renforcement des activités de supervision nationale et l'établissement, indispensable, de fonds de résolution nationaux ; européen, avec la nécessaire intensification de la coopération et de la coordination entre superviseurs et de l'harmonisation réglementaire, facilitée par la mise en place de la nouvelle architecture européenne ; et global, avec une mise en œuvre cohérente et raisonnable des normes bancaires internationales évitant les distorsions de marché et les désavantages comparatifs de certains acteurs par rapport à d'autres.

Je vous remercie.

## 2. IS INFLATION BACK?

### Yves Mersch

Governor of the Banque centrale du Luxembourg  
Member of the Governing Council of the European Central Bank

#### Keynote Address

Bank Finance 2011 Conference  
Thursday, 3 March 2011  
Frankfurt, Germany  
– Check against delivery –

Headline inflation in the euro area is on the rise. According to Eurostat's flash estimate euro area annual HICP inflation increased by 0.1 percentage points to 2.4% in February. This figure is more a snapshot than an incipient violation of the ECB's medium-term-oriented definition of price stability, – namely of inflation below but close to 2% –, but there is no room for complacency.

The key question is whether we are facing a "hump" – in other words, is this acceleration in headline inflation temporary –, or is it the edge of a plateau, where the pressure on prices is more persistent than currently assumed.

The judgment on this is three-forked: we envisage a good, a bad and an ugly scenario. The good scenario, i.e. the good news, is that we have been here before. Temporary increases in headline inflation have not prevented the ECB from managing to keep the average annual inflation rate in the euro area at 1.97 over the past 12 years. The bad news is that things might be slightly different this time, as forecasting inflation is, indeed, a complex task. The really ugly news is that there may be even drivers at work that could lead to errors in forecasting inflation significantly, especially in underestimating future price levels.

Let me discuss this in more detail.

#### THE GOOD SCENARIO: THE HUMP SCENARIO IS THE MOST BENIGN

Annual headline inflation in the euro area increased steadily in the course of 2010, from 1.0% in January to 2.2% (in December, an increase of 1.2 percentage points within one year. This 11-month increase in headline inflation is due) almost entirely to the food and energy components of the HICP.

Crude oil prices, for example, have surged by around 35% over the last half year, peaking above 120 Dollar very recently, and pushing up import prices. Recent political turmoil in some oil exporting countries in the Arabian world may lead to further price increases.

The contribution from the other components of the HICP basket was relatively stable, though mildly accelerating.

According to the consensus among monetary authorities, these sources of price pressure can and should be ignored by central banks, as long as the increases are truly temporary and inflationary expectations stay anchored at levels consistent with price stability: One-off and unpredictable price shocks cannot be tackled by the traditional instruments of monetary policy. Nevertheless, second-round effects must be avoided by



all means. They materialize when a one-time shock, e.g. a transitory price hike, becomes entrenched in other prices, particularly through a wage-price spiral. Has this happened in 2010? Labour cost indicators were subdued in the third quarter of 2010 and data on euro area negotiated wages for the fourth quarter suggest an ongoing moderate growth in wages. But industrial producer prices (construction excluded) increased significantly in the course of 2010 and reached the level of 5.3% in December.

Today we have published the ECB's staff projections on growth and inflation in the euro area. The time horizon of these staff projections is similar to that in which monetary policy has its effects, namely 18-24 months. According to the staff figures that have been significantly revised upwards from earlier projections, overall HICP inflation is projected to stay above 2% for the rest of this year, with annual inflation averaging 2.3% in 2011. Thereafter, average inflation is projected to decline to 1.7% in 2012.

The growth projection has also been revised upwards compared to December. Real GDP is expected to grow by 1.7% and 1.8%, respectively, in 2011 and 2012.

According to this scenario, one might expect a "hump" in inflation, i.e. suggesting the observed increase in the inflation rate is only temporary.

#### THE BAD SCENARIO: THE COMPLEXITY OF INFLATION FORECAST

The problem is that one cannot be sure that this benign scenario will come true. Forecasting inflation is a difficult task – this holds in particular for times of increased uncertainty like in the aftermath of a financial crisis and, more recently, political exceptionality.

Even in normal times, the models may be wrong. Let me mention only some potential sources of error.

- Firstly, although there are sound reasons generally to treat shocks to the economy as one-time events, the cumulative effect of a series of shocks, and thus on the development of the price level, cannot be excluded. The standard macroeconomic models also widely used in central banks tend to underestimate headline inflation. In the first 12 years since the introduction of the Euro, the staff projections performed well as far as core inflation was concerned. The projection of the head line inflation, however, was systematically too low, because – among other reasons – the scale of the pass-through of past energy or commodity price shocks into output prices has been underestimated.
- Secondly, upward risks to headline inflation stem from pronounced base effects. Base effects occur when variations in the annual growth rate of the HICP are the result of an atypical movement in the index in the base period. They tend to be particularly influential during periods when inflation volatility 12 months earlier was high, for example as a result of sharp movements in commodity prices. It is expected that 2011 will benefit from negative cumulative base effects from energy and food in 2010 of up to 0.7 percentage points.
- Thirdly, the choice of leading sub-indicators is a tricky one. Let me give an example. In recent years energy prices, namely for crude oil, contributed to an increasing extent to the volatility of headline inflation. There is, in fact, not just one price for "oil". Traditionally West Texas Intermediate (WTI) commands a higher price than Brent crude. Most recently the price differences between the two benchmark sorts of crude oil showed anomalies: on 1 March, WTI was trading around 100 US Dollar per barrel, while Brent was at 114 US Dollar per barrel. While this huge difference could be partially explained by regional factors like the cold winter in Europe and the large stock of WTI oil in the US, the reliability of these prices to signal global scarcity can be questioned.

- Fourthly, one major driver of inflation is the dynamics of the economy. To measure the slack in the economy, the deviation of aggregate demand from the economy's potential supply – the so-called "output gap" – is often seen as a helpful guide for policymakers. On this logic, inflation rises, when aggregate demand exceeds potential output. However, the concept of a stable relationship between output gap and inflation is not only frequently challenged in theory but also hard to apply in practice. The operational appropriateness of the output gap as a guide to policy is limited by the availability of reliable real-time estimates. For example, estimates of the euro area output gap, as published by international organizations from 1999 to 2004, underwent significant revision. Some revisions matched or even exceeded the original estimate of the gap itself.

Complexity has increased further because of the financial crisis: In this context, the crisis has had two effects:

- In the first place, the crisis triggered a probable one-off permanent loss in the level of potential output, in particular because of the downsizing of the financial and construction sectors. Whether the longer-term growth rate of potential output will also be affected, remains to be seen. In any case, the reliability of output-gap measures as real-time clues to future inflation is weakened.
- In the second place, the financial crisis has impacted the effectiveness of monetary policy. The exceptional liquidity requirements of banks after the drying-up of the money market in the summer of 2007, as well as the severe tensions in some segments of the market for euro-area government bonds, have affected the transmission channels of monetary policy in the euro area. To restore the effectiveness of monetary policy, the authorities have had to adopt several unconventional measures of temporary nature.

The general complexity of the art of forecasting inflation, coupled with heightened uncertainty in the aftermath of the financial crisis, calls for prudence and humility. Policymakers have to be wary when deducing real-time policy implications from inflation forecasts. For the euro area, a thorough exchange of views between all members of the governing council of the ECB is of utmost importance in bringing to bear a great wealth of experience.

#### THE UGLY SCENARIO: THE THREAT OF A PLATEAU

At the current juncture, new sources of inflationary pressure may emerge. Below the surface may lie new potential threats to price stability. Let me highlight three of them.

- Firstly, the combination of dynamic economic growth, accompanied by accelerated inflation in emerging markets, and an intensification of world-wide linkages bears the risk that imported inflation will come to play a larger role in domestic price levels in the industrialized world. For instance, the current increases in prices of certain agricultural products and raw materials may be more persistent than currently assumed. In other words: The disinflationary impact of globalization, from which the industrialized world has benefited in the last 20 years, could turn into an imported inflationary impact.

The lagged effect of food prices could still add a layer of headline inflation.

- Secondly, in several countries of the euro area, the diminishing labour force presents a demographic challenge kicking in 2013. There is anecdotal evidence that, in countries characterized by a dynamic recovery, there is already a shortage of skilled workers such as electricians. With persistence to adjust pension ages or to extent participation rates among age or gender cohorts with low employment, this all in all may cause an upward pressure on wages, bearing the risk of a wage-price spiral. Informal contacts with NFC point to expectations of wages rising in 2011 in line with inflation.

- 
- Thirdly, the output gap may be closing faster than anticipated – not to mention the measurement problems attached to that leading indicator of inflation. As the economic recovery continues, there are new indices, which we will have to follow closely. For example, capacity utilization is coming back very rapidly to normal. In accordance, the European Commission's February 2011 surveys in the manufacturing sector have shown a particularly steep rise in selling price expectations to a level even surpassing the 2008 peak. Spillovers to producer prices and producer prices of consumer goods are only a question of time. Moreover, the momentum for structural reform to lift potential growth is still a bit lackluster. A raised potential for growth could somewhat ease inflationary pressures.

#### CONCLUDING REMARKS: CREDIBLE AND EFFECTIVE ALERTNESS

The scenarios I mentioned should not be interpreted as predictions. Nor can one attach precise probabilities to any of them. They indicate, however, that our assessment of risk to the medium-term outlook for the price level in the euro area needed to be adjusted upwards.

The Governing Council of the ECB will make sure that the uncomfortable scenario will not materialize, and that the assumed hump of a temporary elevated price level will not turn into a plateau.

If indirect and second-round effects were to materialize on large scale, monetary policy would be reactive instead of being ahead of the curve. Once the genie of inflation is out of the bottle it might be too late. In order to avoid these effects, we will exert strong vigilance.

Therefore, be assured that any threat to price stability in the medium term will be combated pre-emptively and vigorously. We will not let the genie out of the bottle.





**3 ANNEXES**

1 Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	88
2 Circulaires de la BCL	89
3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	89
1 Statistiques de politique monétaire	89
2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	89
3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt	89
4 Développements des prix et des coûts au Luxembourg	89
5 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	89
6 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	90
7 Balance des paiements du Luxembourg	90
8 Commerce extérieur	90
9 Position extérieure globale	90
10 Avoirs de réserve	90
11 Etablissements de crédit	90
12 Activité bancaire internationale	91
13 Organismes de placement collectif	91
14 Professionnels du secteur financier	91
15 Sociétés de gestion	91
4 Publications de la BCL	92
4.1 Bulletin de la BCL	92
4.2 Rapport Annuel de la BCL	92
4.3 Cahier d'études de la BCL	92
4.4 Brochures de la BCL	93
4.5 Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	93
4.6 Publications et présentations externes du personnel de la BCL	93
4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL	93
4.6.2 Présentations externes	94
5 Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	95
6 Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	96

# 1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

## 2010

### 2010/N°6 du 8 septembre 2010

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine : Oversight.

## 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.

## 2 CIRCULAIRES DE LA BCL

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

## 3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL ([WWW.BCL.LU](http://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
- Bulletin BCL 2010/2, septembre 2010
- Bulletin BCL 2010/3, décembre 2010

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

### 4.3 CAHIER D'ÉTUDES DE LA BCL

---

Papers Resulting from the BCL/ECB joint Conference on Household Finance and Consumption, Luxembourg 25/26 October 2010

---

- Working Paper No. 60, February 2011  
Subprime Consumer Credit Demand: Evidence from a Lender's Pricing Experiment, by Sule Alan, Ruxandra Dumitrescu and Gyongyi Loranth
- Working Paper No. 59, February 2011  
Behavioural Characteristics and Financial Distress, by Yvonne McCarthy
- Working Paper No. 58, February 2011  
Household Sector Borrowing in the Euro Area: A Micro Data Perspective, by Ramon Gomez-Salvador, Adriana Lojschova and Thomas Westermann
- Working Paper No. 57, February 2011  
The Immigrant/Native Wealth Gap in Germany, Italy and Luxembourg, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Eva Sierminska
- Working Paper No. 56, February 2011  
Wealth Mobility and Dynamics Over Entire Individual Working Life Cycles, by Stefan Hochguertel and Henry Ohlsson
- Working Paper No. 55, February 2011  
Inheritances and the Distribution of Wealth Or Whatever Happened to the Great Inheritance Boom? by Edward N. Wolff and Maury Gittleman
- Working Paper No. 54, February 2011  
Who Lost the Most? Financial Literacy, Cognitive Abilities, and the Financial Crisis, by Tabea Bucher-Koenen and Michael Ziegelmeyer

- Working Paper No.53, February 2011  
Check in the Mail or More in the Paycheck: Does the Effectiveness of Fiscal Stimulus Depend on How It Is Delivered? by Claudia R. Sahm, Matthew D. Shapiro and Joel Slemrod
  - Working Paper No.52, February 2011  
Consumption and Initial Mortgage Conditions: Evidence from Survey Data, by Giacomo Masier and Ernesto Villanueva
  - Working Paper No.51, February 2011  
Financial Advice and Stock Market Participation, by Dimitris Georgarakos and Roman Inderst
  - Working Paper No.50, February 2011  
Which Households Use Banks? Evidence from the Transition Economies, by Thorsten Beck and Martin Brown
- 
- Working Paper No.49, December 2010  
Monetary Policy Transmission and Macroeconomic Dynamics in Luxembourg: Results from a VAR Analysis, by Romuald Mohrs

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

#### 4.4 BROCHURES DE LA BCL

- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2011

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

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

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

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

##### 4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL

D. de la Croix, O. Pierrard and H. Sneessens "Ageing and Pensions in General Equilibrium: Labour Market Imperfections Matter" IZA WP 5276, Ires WP 2010-37, CREA DP 2010-09

G. de Walque, O. Pierrard and A. Rouabah (2010), "Financial (in)stability, supervision and liquidity injections: a dynamic general approach", *The Economic Journal*. 120 (549):1234-1261.

P. Fegatelli (2010). "The misconception of the option value of deposit insurance and the efficacy of nonriskbased 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.

T. Mathä and O. Pierrard. (2011). "Search in the Product Market and the Real Business Cycle" forthcoming in *Journal of Economic Dynamics and Control*.

#### 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, Frankfurt, juin 2010

DYNARE annual conference, juin 2010

National Bank of Poland Workshop on Public Finances, juin 2010

Polish National Bank Workshop on Public Finances, Krakow, juin 2010.

EcoMod International Conference on Policy Modelling, Bilgi University, juillet 2010.

PricewaterhouseCoopers round table «gestion des risques», septembre 2010

CEPR conference, Budapest, septembre 2010

CEPR conference, Izmir, octobre 2010

University of Luxembourg, lunchseminar, octobre 2010

BCL/ECB joint Conference on Household Finance and Consumption, Luxembourg, octobre 2010

Working Group on Econometric Modelling, Frankfurt, novembre 2010

Credit developments in Luxembourg before and during the crisis, Frankfurt, décembre 2010

Colloque LU2020 sur l'économie de la connaissance, Luxembourg, décembre 2010.

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

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

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

---

### COMMANDE / ORDER

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

## 6 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

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

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



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









BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg

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

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