



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

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

Luxembourg, début décembre 2008

SOMMAIRE

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.2	Les taux d'intérêt des institutions financières et monétaires de la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.4	Les marchés boursiers	16
1.5	Les taux de change de l'euro	17
1.6	L'évolution des prix à la consommation	19
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.8	Les projections pour la zone euro	22
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	30
2.2	L'industrie	31
2.3	La construction	32
2.4	Le commerce et les autres secteurs	33
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	34
2.6	Le marché du travail	35
2.6.1	L'emploi	35
2.6.2	Le chômage	37
2.7	Le secteur financier	40
2.7.1	Les établissements de crédit	41
	L'évolution du nombre des établissements de crédit	
2.7.2	L'effectif dans les établissements de crédit	42
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit luxembourgeois	44
2.7.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	53
2.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	55
2.7.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	57
2.7.7	Les organismes de placement collectif	59
2.8	Le commerce extérieur	64
2.9	La balance des paiements	65
2.9.1	Le compte courant	65
2.9.2	Le compte financier	65
2.10	La croissance économique	66
2.11	Les projections macro-économiques	69
2.12	Les finances publiques	76
2.12.1	Projet de budget 2009	76
2.12.2	Analyse des finances publiques luxembourgeoises et projections de la BCL	80
2.12.3	La dette publique et la soutenabilité à terme de la politique budgétaire	85

2 ANALYSES

1	L'impact des turbulences financières sur les crédits	90
1.1	Les crédits immobiliers	90
1.2	Les crédits à la consommation	92
1.3	Les crédits aux entreprises	94
1.4	Conclusions	96
2	La position extérieure globale du Luxembourg	97
2.1	Introduction	97
2.2	Évolutions de la position extérieure du Luxembourg : vue d'ensemble	98
2.3	Structure par composante de la position extérieure du Luxembourg	103
2.3.1	La position des investissements directs	103
	L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger	103
	L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg	104
2.3.2	La position des investissements de portefeuille	105
	Le portefeuille des résidents en titres étrangers	105
	Le portefeuille des non-résidents en titres luxembourgeois	110
2.3.3	La position des autres investissements (dépôts et crédits)	111
2.4	Conclusion	111
3	Résumé non technique du cahier d'études « (In)stabilité financière, supervision et injections de liquidités : une approche d'équilibre général dynamique »	114

3 STATISTIQUES

1	Statistiques de politique monétaire	118
1.1	Situation financière consolidée de l'Eurosystème	118
1.2	Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg	120
1.3	Taux directeurs de la Banque centrale européenne	122
1.4	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres	123
1.5	Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro	126
1.6	Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg	127
1.7	Position de liquidité du système bancaire	128
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	130
2.2	Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises (hors Banque centrale)	130
2.3	Agrégats monétaires de la zone euro	132
2.4	Éléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires	133
3	Marchés des capitaux et taux d'intérêt	134
3.3	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – nouveaux contrats	134
3.4	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – encours	135
3.5	Taux d'intérêt du marché monétaire	136
3.6	Rendements des emprunts publics	137
3.7	Indices boursiers	138
3.8	Taux de change	139

4	Données générales sur le système financier au Luxembourg	140
4.1	Situation de l'emploi dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois	140
4.3	Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg	141
4.4	Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois	142
4.7	Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois	144
4.14	Évolution du nombre des OPC luxembourgeois	146
4.15	Évolution de la situation globale des OPC luxembourgeois	147
4.16	Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois	148
4.23	Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion luxembourgeoises	148
5	Situation des établissements de crédit du Luxembourg sur les euro-marchés	150
5.1	Activité bancaire internationale: ventilation géographique	150
5.2	Activité bancaire internationale: ventilation par devise	152
5.3	Activité bancaire internationale: part du Luxembourg	154
10	Balance des paiements du Luxembourg	156
10.1	Balance des paiements du Luxembourg: résumé	156
11	Position extérieure globale du Luxembourg	157
11.1	Position extérieure globale du Luxembourg: résumé	157

4 ACTUALITÉS

1	Actualités	160
2	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	170
3	Liste des circulaires de la BCL	171
4	Publications de la BCL	176
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	182
6	Liste des abréviations	185



EDITORIAL

Le 4 décembre 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de réduire une nouvelle fois les taux directeurs de la BCE de 75 points de base. Cette décision s'inscrit dans le prolongement des deux réductions de 50 points de base des taux directeurs annoncées en octobre et novembre 2008. La poursuite de l'atténuation des tensions inflationnistes se confirme, et si l'on se place dans une optique prospective, les taux d'inflation devraient être conformes à la stabilité des prix à l'horizon pertinent pour la politique monétaire, cette évolution supportant le pouvoir d'achat réel. La baisse de l'inflation est liée essentiellement au recul des prix des matières premières et à la décélération prononcée de l'activité économique. L'intensification et la généralisation des turbulences financières, devraient tempérer pour une période prolongée la demande, tant globale que dans la zone euro. En même temps, tout en demeurant élevé, le rythme sous-jacent d'expansion monétaire a continué à se modérer. Globalement, le niveau d'incertitude reste exceptionnellement élevé.

Le Conseil des gouverneurs estime que la faiblesse de l'activité économique mondiale et la forte atonie de la demande intérieure persisteront au cours des prochains trimestres. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2008 des services de l'Eurosystème, l'activité dans la zone euro devrait ensuite se raffermir progressivement, à la faveur de la baisse des cours des matières premières et dans l'hypothèse d'une amélioration de l'environnement international et d'un affaiblissement des tensions financières. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre 0,8% et 1,2% en 2008, entre -1,0% et 0,0% en 2009 et entre 0,5% et 1,5% en 2010. Ces chiffres constituent d'importantes révisions à la baisse par rapport aux projections des services de la BCE pour 2008 et 2009 publiées en septembre.

Quant au Luxembourg, les dernières projections de la BCL prévoient une progression du PIB en volume de moins de 2% en 2008, soit un rythme nettement en-dessous de la moyenne historique. En ce qui concerne 2009, contrairement à l'exercice de projection précédent, un rebond semble désormais exclu. La croissance s'effondrerait davantage atteignant des niveaux qui n'ont plus été observés depuis le début des années 80. Les projections actuelles tablent sur une croissance négative pour 2009. Cette performance serait inférieure au creux du début de la décennie, tel que recensé dans les comptes nationaux, en l'occurrence 1,5% en 2003, et également inférieure à la progression observée lors de la récession précédente en Europe. Pour l'année 2010, la croissance du PIB en volume pourrait au mieux s'établir autour de 3%, en ligne avec le rétablissement timide anticipé par les institutions internationales pour l'économie mondiale et européenne en particulier. Cependant, les perspectives économiques restent entourées d'un degré d'incertitude exceptionnellement élevé. L'économie luxembourgeoise pourrait faire face à une période prolongée de faible croissance du PIB en volume. Les risques pesant sur la croissance économique sont clairement orientés à la baisse. Ils sont liés, pour l'essentiel, à l'éventualité d'une incidence plus forte sur l'économie réelle des turbulences sur les marchés de capitaux et à un ralentissement international qui subsisterait plus longtemps qu'anticipé actuellement.

L'emploi salarié du Luxembourg a connu une évolution étonnamment dynamique jusqu'au premier semestre 2008. Par contre, cette tendance est sur le point de s'inverser. Certes, la part des profits dans le PIB se situe à un niveau historiquement élevé, ce qui aidera à amortir le choc de la stagnation économique et à éviter un ajustement plus sévère de l'emploi. Cependant l'emploi intérimaire a déjà subi une correction à la baisse ; ensuite, les offres d'emplois telles que recensées par l'ADEM ont

fortement diminué; et finalement, les demandes de « chômage partiel » par les entreprises ont atteint un niveau record. Les projections de la BCL tablent donc sur une stagnation de l'emploi à partir de la fin de l'année 2008 jusqu'en 2009, ce qui aboutirait en une croissance de 0,9% en 2009, du fait d'un acquis de croissance, avec une légère accélération en 2010. Le taux de chômage augmenterait par conséquent fortement sur les deux années à venir.

La détérioration de la compétitivité-prix et coûts au Luxembourg a continué en 2008. Ainsi, sur l'ensemble de l'année, la détérioration devrait se chiffrer à 1,2% selon l'indicateur basé sur les prix à la consommation. Selon l'indicateur basé sur le déflateur du PIB, la détérioration serait de 1,1%, et selon celui basé sur les coûts salariaux unitaires elle serait de 3,4%. Cette évolution reflète le recul relativement rapide de l'inflation au cours du quatrième trimestre 2008. Sur la base des projections pour 2009, les indicateurs anticipent une stabilisation, voire une amélioration de la compétitivité. Cependant, il ne s'agit que d'un phénomène passager dû à la conjoncture. En effet, les projections pour 2010 tablent sur un retour à la dégradation structurelle de la compétitivité.

En ce qui concerne les finances publiques du Luxembourg, l'année 2009 se caractériserait par une dégradation significative du solde de l'ensemble des administrations publiques, avec un passage d'une situation excédentaire à un besoin de financement équivalent à 1,9% du PIB. Cette dégradation est liée à trois facteurs principaux, à savoir, la forte décélération de la progression du PIB en volume, les mesures discrétionnaires incluses dans le projet de budget pour 2009 ainsi que l'impact négatif de la crise financière sur les recettes de l'État, comme la taxe d'abonnement et la TVA. Le coût ex ante des mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2009 s'élèverait au total à 1,6% du PIB. Conformément au plan européen pour la relance économique proposé par la Commission européenne, il convient notamment que les mesures budgétaires nationales soient (i) prises en temps voulu, afin d'apporter un soutien rapide, (ii) temporaires, afin d'éviter une détérioration permanente des positions budgétaires qui compromettrait la viabilité des finances publiques et (iii) ciblées sur la source du problème économique, dans la mesure où cela permettrait de maximiser l'effet de stabilisation induit par des ressources budgétaires limitées.

Pour 2010, le prolongement de la détérioration du déficit des administrations publiques par rapport à 2009 se dessine, passant de 1,9% à 2,8%. Cette détérioration est principalement liée à la baisse des recettes de l'État.

Il est essentiel de maintenir la discipline budgétaire et une perspective de moyen terme, en prenant pleinement en compte les conséquences de toute action à court terme pour la soutenabilité des finances publiques. Des réformes du système de pension sont nécessaires pour maîtriser les coûts budgétaires liés au vieillissement de la population.

Le présent Bulletin comprend également deux analyses et un résumé non technique d'un cahier d'études.

La première analyse traite de l'impact des turbulences financières sur l'octroi de crédits au Luxembourg jusqu'en octobre 2008. Selon cette étude sur le passé, il est apparu que l'incidence des turbulences



financières sur l'évolution des crédits demeure faible. Il n'y a aucun signe de durcissement généralisé des critères d'octroi relatifs aux crédits accordés aux ménages. Par contre, le resserrement des critères d'octroi de crédits aux entreprises laisse anticiper une décélération de la croissance de ces crédits.

La deuxième analyse traite de la position extérieure globale du Luxembourg. La position créditrice nette du Luxembourg s'est contractée de 8% en atteignant 38 milliards d'euros à la fin de l'année 2007 contre 41 milliards à la fin de l'année 2006. Cette détérioration est la conséquence des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers sur certains marchés financiers internationaux.

Finalement, la troisième contribution consiste en un résumé non technique du cahier d'études de la BCL intitulé « (In)stabilité financière, supervision et injections de liquidités : une approche d'équilibre général dynamique ». Il ressort des simulations que Bâle II se traduit par une plus grande stabilité financière du secteur bancaire. Néanmoins, Bâle II est pro-cyclique dans la mesure où la volatilité de l'économie réelle se trouve augmentée. Ces travaux montrent en outre que, à court terme, les injections de liquidités stabilisent tant le secteur financier que l'économie réelle en limitant la hausse des taux d'intérêt et en évitant un assèchement du crédit. Par contre, ces injections peuvent avoir, à long terme, un impact déstabilisant pour l'économie réelle.

Yves Mersch