



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

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

Luxembourg, le 13 décembre 2011

SOMMAIRE

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les décisions de politique monétaire	13
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	15
1.3	Les marchés obligataires	16
1.4	Le marché des actions	17
1.5	Le marché des changes	17
1.6	Les prix à la consommation	18
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	19
1.8	Projections de l'Eurosystème pour la zone euro	21
1.9	Commerce extérieur et balance courante de la zone euro	22
2	La situation économique au Luxembourg	24
2.1	Les prix et les coûts	24
2.1.1	Les prix à la consommation	24
2.1.2	Les prix à la production industrielle	25
2.1.3	Les coûts salariaux	26
2.2	Le marché du travail	27
2.2.1	L'emploi	27
2.2.2	Le chômage	31
2.3	Les activités sectorielles	35
2.3.1	Industrie et construction	35
2.3.2	Secteur financier	44
2.3.3	Commerce et autres services non financiers	63
2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	63
2.5	La croissance économique	65
2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2011	70
	Evolutions récentes	71
	Hypothèses techniques	72
	Environnement international	73
	Projections du PIB réel et de ses composantes	74
	Marché de l'emploi et coûts salariaux	76
	Prix à la consommation	77
	Analyse des risques	78
2.7	Le commerce extérieur	80
2.8	La balance des paiements	82
2.8.1	Le compte courant	82
2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	82
2.9	La position extérieure globale	83
2.10	Les comptes financiers	90
2.11	Les finances publiques	94

<u>Encadré 1.1</u>	
Les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg sont-ils surévalués ?	37
<u>Encadré 1.2</u>	
L'évolution des crédits au secteur privé	51
<u>Encadré 1.3</u>	
La révision des comptes nationaux et son impact sur les projections macroéconomiques	67
<u>Encadré 1.4</u>	
Tableau de bord pour la surveillance des déséquilibres macroéconomiques au sein de l'UE : état des lieux sur les indicateurs des déséquilibres extérieurs	85
<u>Encadré 1.5</u>	
Le système de pension allemand : quelques enseignements pour le Luxembourg	100

2 ACTUALITÉS

6.12.2011 – Réunion inaugurale du Groupe consultatif régional pour l'Europe du Conseil de stabilité financière (ou FSB)	112
---	-----

SOMMAIRE

3 ANNEXES

1 Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	116
2 Circulaires de la BCL	117
3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	118
1 Statistiques de politique monétaire	118
2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	118
3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt	118
4 Développements des prix et des coûts au Luxembourg	118
5 Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	118
6 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	119
7 Balance des paiements du Luxembourg	119
8 Commerce extérieur	119
9 Position extérieure globale	119
10 Avoirs de réserve	119
11 Etablissements de crédit	119
12 Activité bancaire internationale	120
13 Organismes de placement collectif	120
14 Professionnels du secteur financier	120
15 Sociétés de gestion	120
16 Compagnies d'assurance et fonds de pension	120
4 Publications de la BCL	121
4.1 Bulletin de la BCL	121
4.2 Rapport Annuel de la BCL	121
4.3 Cahier d'études de la BCL	121
4.4 Brochures de la BCL	123
4.5 Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	123
4.6 Publications et présentations externes du personnel de la BCL	123
4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL	123
4.6.2 Présentations externes	123
5 Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	124
6 Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	125

EDITORIAL

La crise dite souveraine illustre chaque jour davantage l'importance de finances publiques pleinement maîtrisées. La zone euro doit actuellement supporter les conséquences du relâchement de la politique budgétaire observé avant même la survenance de la crise économique, l'affaiblissement du Pacte de Stabilité et de Croissance en 2005 ayant été particulièrement emblématique à cet égard. Des réformes fondamentales sont fort heureusement en cours au niveau européen. Il s'agit d'une part du renforcement de la gouvernance économique européenne et d'autre part des plans de consolidation adoptés dans la quasi-totalité des pays de la zone. Si ces réformes ne constituent pas encore un aboutissement, elles vont dans la bonne direction.

A rebours de ces évolutions, le Luxembourg se caractérise par une posture de déni des réalités économiques, aucune mesure d'envergure n'ayant été mise en œuvre depuis 2008. Les données conjoncturelles montrent pourtant sans ambiguïté que l'immobilisme n'est plus une option. Selon les nouvelles projections macro-économiques de la BCL, le PIB en volume sera à peine plus élevé en 2012 qu'en 2007. En d'autres termes, notre économie aura pratiquement stagné au cours de cette période de cinq ans. Comme la population est toujours en forte expansion, le PIB réel par habitant se sera contracté de quelque 8% au cours de cette période 2007-2012 – le PIB réel par actif diminuant encore davantage. Notre pays s'est donc sensiblement appauvri, non seulement en termes relatifs mais également dans l'absolu.

Le décrochage par rapport à l'Allemagne constitue une autre préoccupation. La croissance luxembourgeoise devrait être tout juste équivalente à la croissance allemande sur la période de trois ans 2011-2013. Or, au cours de l'épisode « pré-crise » 1995-2007, la croissance luxembourgeoise avait en moyenne excédé de 3,4% par an le chiffre allemand correspondant. Le décrochage est plus sensible encore en termes de PIB réel par habitant. Selon les projections, cet indicateur accuserait en effet pour le Luxembourg un recul cumulé de l'ordre de 5% par rapport à l'Allemagne sur la période 2011-2013.

Si la crise s'est traduite par une rupture en termes de croissance, la continuité prévaut malheureusement en matière d'inflation. Cette dernière est en effet systématiquement plus élevée au Luxembourg qu'en Allemagne, la crise ne constituant nullement une nouvelle donne à cet égard. Ainsi, le différentiel d'inflation en défaveur du Luxembourg devrait atteindre près de 1% par an en moyenne par rapport à notre voisin allemand de 2011 à 2013. Un mode de fixation des salaires déconnecté de l'évolution de la productivité n'est pas étranger à ce résultat.

A l'affaïssement des indicateurs macroéconomiques va s'ajouter une forte hausse tendancielle des dépenses de santé et de pension. Notre actuel excédent de la sécurité sociale est purement virtuel, comme chacun le sait. Il laissera à terme la place à de substantiels déficits, du moins en l'absence de mesures nouvelles. La détérioration structurelle de la situation budgétaire de l'Administration centrale et les déficits futurs de la sécurité sociale requièrent sans tarder un assainissement budgétaire d'envergure. Comme l'indique notre récent avis sur le projet de budget, un excédent structurel des Administrations publiques d'au moins 1,15% du PIB s'impose pour 2015 au plus tard, parallèlement à une réforme d'envergure des pensions. En l'absence d'une telle réforme, le surplus structurel requis dès 2015 afin d'éviter une explosion

de l'endettement se monterait non pas à 1,15%, mais à plus de 4% du PIB. Les mesures requises sur la période 2012-2015 afin d'assurer le respect de cet objectif de 4% du PIB se monteraient à quelque 7% du PIB, ce qui illustre l'ampleur des défis auxquels fait face le Luxembourg.

Pour la plupart, les encadrés figurant dans le présent Bulletin mettent en évidence la fragilité accrue de l'économie luxembourgeoise. Ils ont trait aux crédits au secteur privé, à la récente révision des comptes nationaux, à la surveillance des déséquilibres macroéconomiques au sein de l'UE, à une comparaison des systèmes de pension en Allemagne et au Luxembourg et enfin aux prix de l'immobilier résidentiel. A ce dernier égard, la BCL a décidé de mener à bien des travaux visant à la construction d'un nouvel indice du prix de l'immobilier résidentiel, incorporant à la fois les prix enregistrés des maisons et appartements. Cet apport favoriserait une meilleure compréhension de l'économie luxembourgeoise, qui participe à son tour de l'indispensable prise de conscience de nos problèmes fondamentaux. De surcroît, un tel instrument de mesure est de nature à faciliter l'exercice des compétences macroprudentielles.

Yves Mersch

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les décisions de politique monétaire	13
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	15
1.3	Les marchés obligataires	16
1.4	Le marché des actions	17
1.5	Le marché des changes	17
1.6	Les prix à la consommation	18
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	19
1.8	Projections de l'Eurosystème pour la zone euro	21
1.9	Commerce extérieur et balance courante de la zone euro	22
2	La situation économique au Luxembourg	24
2.1	Les prix et les coûts	24
2.1.1	Les prix à la consommation	24
2.1.2	Les prix à la production industrielle	25
2.1.3	Les coûts salariaux	26
2.2	Le marché du travail	27
2.2.1	L'emploi	27
2.2.2	Le chômage	31
2.3	Les activités sectorielles	35
2.3.1	Industrie et construction	35
2.3.2	Secteur financier	44
2.3.3	Commerce et autres services non financiers	63
2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	63
2.5	La croissance économique	65
2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2011	70
	Evolutions récentes	71
	Hypothèses techniques	72
	Environnement international	73
	Projections du PIB réel et de ses composantes	74
	Marché de l'emploi et coûts salariaux	76
	Prix à la consommation	77
	Analyse des risques	78
2.7	Le commerce extérieur	80
2.8	La balance des paiements	82
2.8.1	Le compte courant	82
2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	82
2.9	La position extérieure globale	83
2.10	Les comptes financiers	90
2.11	Les finances publiques	94

<u>Encadré 1.1</u>	
Les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg sont-ils surévalués ?	37
<u>Encadré 1.2</u>	
L'évolution des crédits au secteur privé	51
<u>Encadré 1.3</u>	
La révision des comptes nationaux et son impact sur les projections macroéconomiques	67
<u>Encadré 1.4</u>	
Tableau de bord pour la surveillance des déséquilibres macroéconomiques au sein de l'UE : état des lieux sur les indicateurs des déséquilibres extérieurs	85
<u>Encadré 1.5</u>	
Le système de pension allemand : quelques enseignements pour le Luxembourg	100

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1 LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

En décembre 2011, le Conseil des gouverneurs a baissé les taux directeurs de l'Eurosystème de 25 points de base, après la baisse de 25 points de base annoncée en novembre. 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 %.

Après la forte progression enregistrée au premier trimestre, le rythme de la croissance économique dans la zone euro s'est ralenti. Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel aux deuxième et troisième trimestres 2011, par rapport au 0,8 % enregistré au premier trimestre. Les données tirées d'enquêtes vont dans le sens d'un ralentissement de l'activité économique au dernier trimestre de l'année. En novembre, une forte révision à la baisse des prévisions et des projections relatives à la croissance moyenne du PIB en volume en 2012 semblait déjà très probable. Effectivement, par rapport aux projections macroéconomiques établies en septembre 2011 par les services de l'Eurosystème, la fourchette prévue pour la croissance du PIB en volume en 2011 a été resserrée en décembre, alors que la fourchette de prévision pour 2012 a été fortement révisée à la baisse.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est restée inchangée en novembre par rapport aux deux mois précédents, s'inscrivant à 3,0 %. Les taux d'inflation se situent à des niveaux relativement élevés depuis fin 2010, notamment en raison de la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières. Le Conseil des gouverneurs estime que les taux d'inflation devraient rester supérieurs à 2 % au cours des prochains mois, avant de tomber en dessous de 2 %. Néanmoins, par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2011 réalisées par les services de la BCE, les fourchettes de prévision pour 2011 et 2012 ont été légèrement revues à la hausse en décembre. Cette évolution découle largement de l'impact haussier du renchérissement du pétrole en euros, ainsi que de la contribution plus forte de la fiscalité indirecte.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 2,6 % en octobre 2011, après 3,0 % en septembre, alors que le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé, corrigé des cessions de prêts et de la titrisation, s'est inscrit à 2,7 % en septembre et à 3,0 % en octobre. Dans l'ensemble, l'intensification des tensions sur les marchés financiers ne semble pas avoir eu d'incidence considérable sur l'offre de crédit jusqu'en octobre. Toutefois, étant donné que ces effets sont susceptibles de se manifester avec un décalage dans le temps, un suivi très attentif des évolutions du crédit s'impose au cours de la période à venir. Globalement, le rythme d'expansion monétaire sous-jacent demeure modéré.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé en octobre de continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la sixième période de constitution de réserves de 2012, le 10 juillet 2012. Le taux fixe des opérations de refinancement exceptionnelles sera identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours.

Les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, dont l'adjudication doit intervenir le 21 décembre 2011, le 25 janvier, le 29 février, le 28 mars, le 25 avril, le 30 mai et le 27 juin 2012 seront également conduites 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 respectives.

En octobre, le Conseil des gouverneurs avait également décidé d'effectuer deux opérations de refinancement à plus long terme d'environ un an. La première, d'une durée d'environ 12 mois, a été effectuée en octobre. La deuxième, d'une durée d'environ 13 mois, prévue pour le mois de décembre, sera toutefois remplacée par une opération à plus long terme d'une durée de 36 mois (voir ci-dessous). L'opération à plus long terme d'octobre a été effectuée sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de cette opération fut égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée de l'opération, et des intérêts seront versés à l'échéance de l'opération. Cette dernière a été réalisée en complément des opérations de refinancement régulières et des opérations de refinancement exceptionnelles.

En novembre, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque centrale européenne, le Système fédéral de réserve et la Banque nationale suisse ont conjointement décidé d'abaisser de 50 points de base le taux appliqué dans le cadre du dispositif temporaire existant d'échange réciproque de devises (swaps en dollars des États-Unis), pour le ramener au taux des swaps au jour le jour (OIS) en dollars majoré de 50 points de base. Ce taux est appliqué à l'ensemble des opérations effectuées à partir du 5 décembre 2011. Les accords de swap correspondants ont été prolongés jusqu'au 1^{er} février 2013. En outre, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque centrale européenne et la Banque nationale suisse continueront jusqu'à nouvel ordre de procéder à des appels d'offres d'une durée de trois mois.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé en novembre de lancer un nouveau Programme d'achat d'obligations sécurisées (« Covered bond purchase programme » - CBPP2). Le montant prévu de ces achats sera de 40 milliards d'euros. Les achats pourront être effectués sur le marché primaire et sur le marché secondaire et seront réalisés sous forme d'achats directs. Les achats ont débuté en novembre 2011 et devraient être entièrement réalisés d'ici fin octobre 2012.

La BCE poursuit également ses achats de titres de dette souveraine, dans le cadre du Programme sur les marchés de titres (Securities Market Programme ou SMP) qui fut réactivé en août.

Lors de la réunion du 8 décembre 2011, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes :

Premièrement, d'effectuer deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de 36 mois environ et assorties d'une option de remboursement anticipé après un an. Ces opérations seront effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant leur durée respective. Les intérêts seront versés à l'échéance de chacune des opérations. L'adjudication de la première opération interviendra le 21 décembre 2011 et remplacera l'opération principale de refinancement d'une durée de 12 mois annoncée en octobre.

Deuxièmement, d'accroître la disponibilité des garanties en abaissant le seuil de notation pour certains titres adossés à des actifs (« asset-backed securities » ou ABS). Outre les ABS déjà éligibles aux opérations de l'Eurosystème, les ABS ayant une deuxième meilleure notation d'au moins « simple A » dans l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème au moment de l'émission, et à toute date ultérieure, et dont les actifs sous-jacents comprennent des prêts hypothécaires et des prêts aux petites et moyennes entreprises, seront éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. En outre, les banques centrales nationales seront autorisées, à titre temporaire, à accepter en garantie des créances privées performantes supplémentaires (à savoir des prêts bancaires) respectant des critères d'éligibilité spécifiques. La responsabilité de l'acceptation de ces créances privées incombera à la banque centrale nationale autorisant leur utilisation. Ces mesures prendront effet dès la publication des actes juridiques concernés.

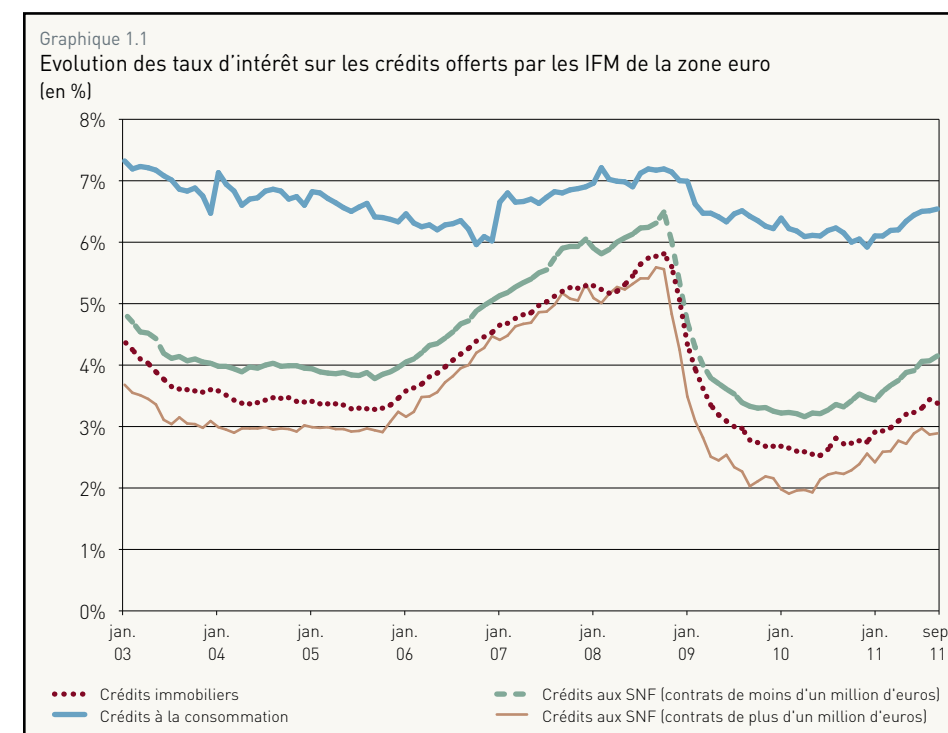
Troisièmement, de réduire le taux des réserves de 2% à 1%. Cette mesure libérera des garanties et soutiendra l'activité du marché monétaire. En raison de la politique pratiquée par la BCE consistant à servir la totalité des soumissions dans ses opérations principales de refinancement et de la façon dont les banques font usage de cette option, le système des réserves obligatoires n'a plus autant de nécessité que dans des circonstances normales pour orienter les conditions du marché monétaire. Cette mesure prendra effet à compter de la période de constitution commençant le 18 janvier 2012.

Quatrièmement, de cesser temporairement, à compter de la période de constitution débutant le 14 décembre 2011, d'effectuer des opérations de réglage fin le dernier jour de chaque période de constitution. Il s'agit d'une mesure technique destinée à soutenir l'activité du marché monétaire.

1.2 LES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS PAR LES IFM

Au cours du troisième trimestre 2011, la plupart des taux d'intérêt des IFM de la zone euro présentent une tendance à la hausse ; l'évolution observée est toutefois contrastée et fonction tant des instruments (crédits/ dépôts) que du secteur économique de la contrepartie.

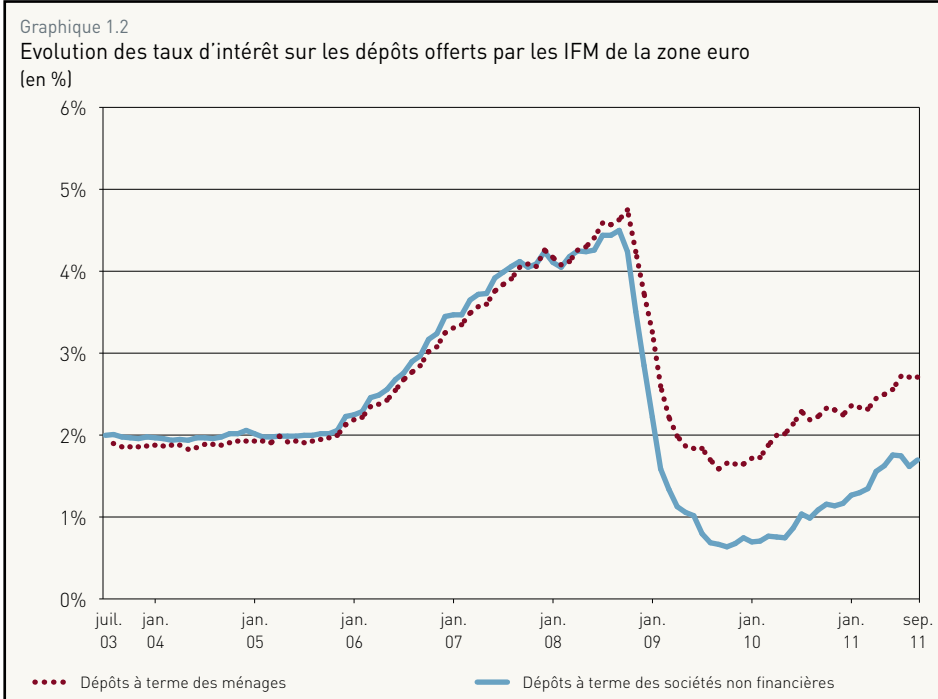
Le coût des crédits immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro a nettement augmenté au cours de l'année 2011 avant de subir une baisse au cours du mois de septembre. Ainsi, ce taux d'intérêt évolue entre 2,94% en janvier à 3,41% en août 2011, soit une hausse de 47 points de base. Au cours du mois de septembre 2011, le taux d'intérêt sur ces crédits a diminué de 6 points de base par rapport au mois précédent.



Source : BCE

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) accordés aux ménages de la zone euro, a affiché une hausse de 44 points de base entre janvier (6,13%) et septembre 2011 (6,57%). 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.

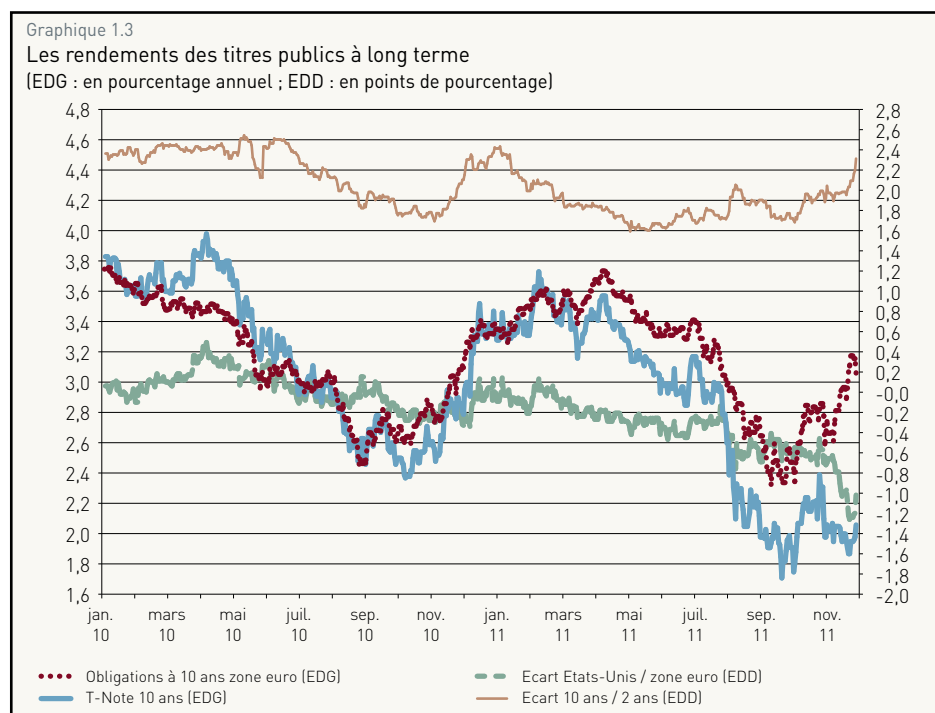
En ce qui concerne les taux d'intérêt offerts aux sociétés non financières à taux variable ou dont la période de fixation du taux est inférieure ou égale à un an, ils étaient en hausse de 72 points de base entre janvier et septembre 2011 (de 3,46% à 4,18%) pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros, et en hausse de 47 points de base (de 2,45% à 2,92%) pour la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros pour la même période. On peut toutefois constater que ces derniers, après avoir atteint un niveau de 3,00% en juillet sont en diminution de 8 points de base au cours du troisième trimestre.



Source : BCE

cours de l'année 2011, une tendance haussière entamée au cours de l'année 2010, le troisième trimestre étant marqué par une baisse de 13 point de base.

1.3 LES MARCHÉS OBLIGATAIRES



Sources : BCE, Bloomberg

Au passif, les taux des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an des ménages ont augmenté de 2,38% en janvier à 2,73% en septembre 2011, soit une hausse de 35 points de base. Ainsi, à la suite d'une forte baisse en 2009, les taux des dépôts à terme des ménages poursuivent en 2011 la tendance haussière entamée au cours de l'année 2010. Le taux de ces dépôts est toutefois marqué par une stabilisation au cours du troisième trimestre.

Enfin, les taux des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an des sociétés non financières ont évolué entre 1,29% en janvier et 1,72% en septembre 2011, soit une hausse de 43 points de base. Ces derniers suivent également au

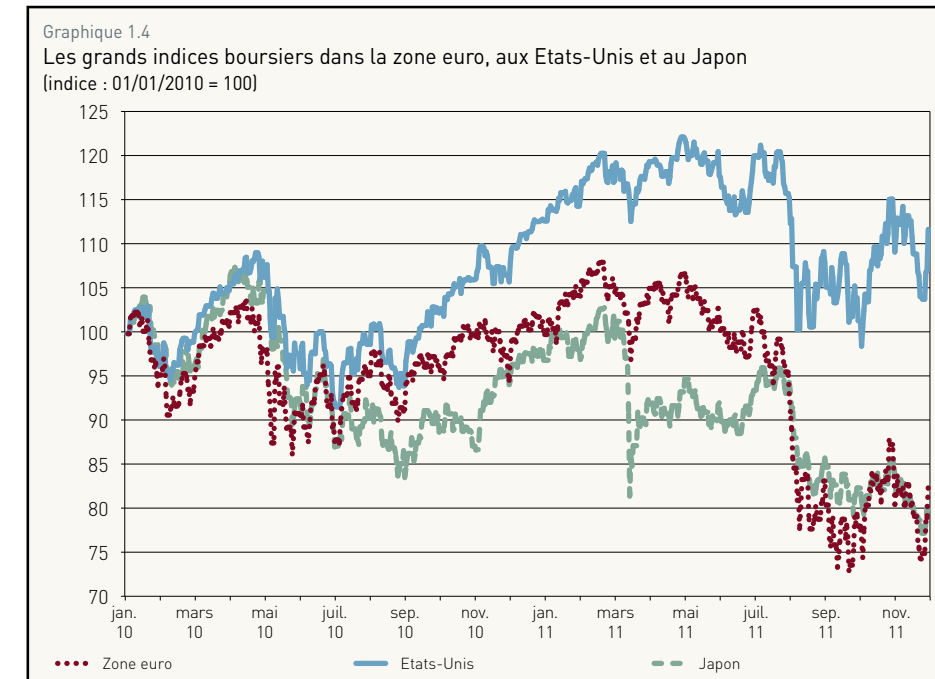
Depuis la fin août, les rendements des Bons du Trésor à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis ont connu une évolution divergente pour s'établir respectivement à 3,1% et 2,1% au 30 novembre 2011. Au cours de cette période, les incertitudes relatives à la propagation de la crise de la dette et à l'évolution de l'économie mondiale ont en effet ravivé l'aversion au risque des opérateurs de marché. Les titres de dette publique ont ainsi globalement bénéficié d'un comportement de fuite vers la qualité, notamment aux Etats-Unis et en Allemagne. Le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis, qui avait eu tendance à s'élargir depuis le début de l'année, a quant à lui atteint à un niveau proche de 100 points de base.

Du côté de la zone euro, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans s'est légèrement accru en raison, notamment, de la hausse des taux longs. Les inquiétudes persistantes concernant la soutenabilité de la dette publique de certains pays de la zone euro se sont quant à elles de nouveau traduites par une augmentation des écarts de rendements au sein de l'union monétaire. Ces écarts demeuraient ainsi, au 30 novembre 2011, à des niveaux historiquement élevés, notamment du point de vue des titres grecs, irlandais, portugais, italiens et espagnols.

1.4 LE MARCHÉ DES ACTIONS

Au cours de la période étudiée, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Japon ont dans l'ensemble connu une forte volatilité. Le Dow Jones EURO STOXX et le Nikkei 225 ont ainsi respectivement affiché des pertes de -0,9% et -5,8% entre le 31 août et le 30 novembre 2011. Le S&P 500 s'est quant à lui distingué par un gain de 2,3%.

Après avoir atteint un point bas en septembre, les principaux indices boursiers sont parvenus à corriger partiellement les pertes significatives qui avaient été enregistrées pendant l'été. L'assombrissement des perspectives macroéconomiques mondiales, avec la révision à la baisse des prévisions de croissance, ainsi que les risques de contagion de la crise de la dette dans la zone euro ont toutefois largement pesé sur l'évolution des marchés actions. L'intervention concertée des principales banques centrales, destinée à soulager les difficultés de refinancement du système bancaire, a finalement été bien accueillie par les opérateurs, ce qui a permis aux indices de se redresser en fin de période.

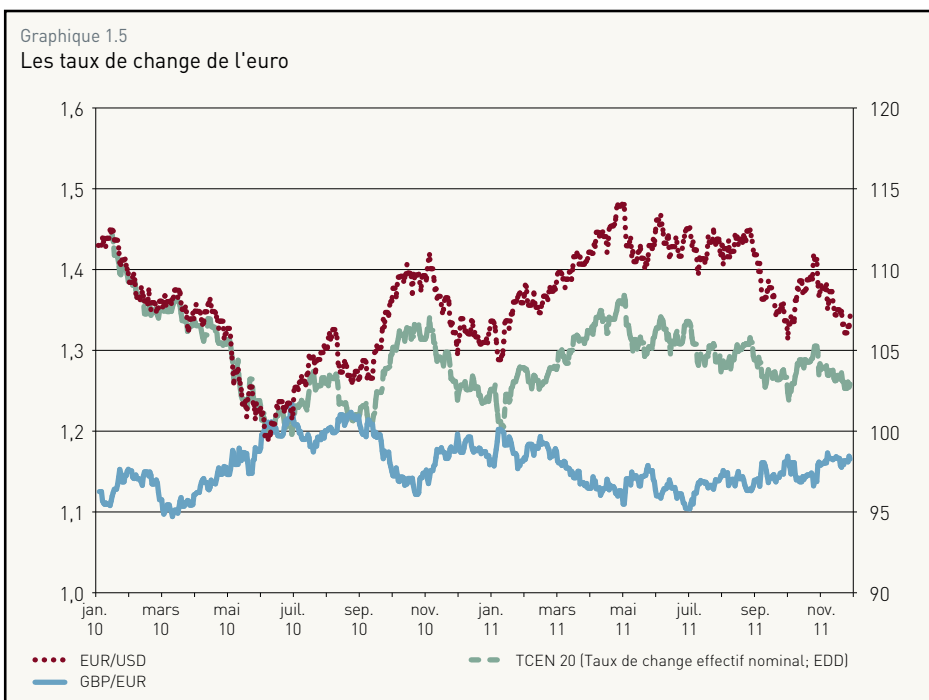


Source : Bloomberg

1.5 LE MARCHÉ DES CHANGES

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 2,4% entre le 31 août et le 30 novembre 2011. Au cours de cette période, la monnaie unique s'est dépréciée vis-à-vis du dollar américain, de la livre sterling, du yen et du yuan, mais a en revanche connu une appréciation face au franc suisse, à la couronne tchèque, au forint hongrois, au zloty polonais et au leu roumain.

Au cours de la période étudiée, la monnaie unique s'est dépréciée de près de 6,4% par rapport au billet vert. Au 30 novembre 2011, l'euro s'échangeait ainsi contre 1,34 USD, soit à un niveau supérieur de 1,3% à sa moyenne de 2010.



Sources : BCE, Bloomberg

lev bulgare et la couronne suédoise] se sont pour leur part distinguées par un mouvement de dépréciation par rapport à la monnaie unique marquée, notamment, par une revalorisation de l'euro de plus de 12% vis-à-vis du forint hongrois.

1.6 LES PRIX À LA CONSOMMATION

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est fortement accélérée depuis la mi-2009. Elle est passée de -0,6% en juillet 2009 à +2,2% fin 2010 pour se hisser à 3,0% en octobre 2011, soit son niveau le plus élevé depuis trois ans. Une stabilisation à 3,0% au mois de novembre est envisagée selon l'estimation préliminaire d'Eurostat. Sur les onze premiers mois de l'année, le taux moyen serait alors de 2,7%, contre 1,6% en 2010.

Dans une première étape, le renversement de la tendance des prix à la consommation depuis la mi-2009 résultait exclusivement de la très sensible progression du cours du pétrole et de l'accélération subséquente des prix de l'énergie. Le taux de variation annuel de la composante énergie est ainsi passé de -14% en juillet 2009 à 11% en décembre 2010, pour se stabiliser autour de ce niveau lors des dix premiers mois de 2011. Dans une deuxième étape, la hausse des prix de l'énergie a généré des effets indirects, en l'occurrence une hausse de prix des autres biens et services. Ces répercussions sont d'abord restées contenues, mais elles se sont amplifiées par la suite. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est passé de 0,7% en février 2010 à 1,1% au début de l'année 2011 pour s'accélérer au-dessus de 1,5% en fin d'année 2011.

Ce retournement est généralisé, puisqu'il s'observe à travers toutes les composantes sous-jacentes. L'accélération de la tendance inflationniste sous-jacente est aussi imputable à plusieurs facteurs, en l'occurrence à des effets indirects et retardés de la progression soutenue du prix du pétrole depuis plus de trois ans, à la persistance des prix des matières premières agricoles à des niveaux très élevés depuis leur forte ascension au cours de l'année 2010, à des conditions cycliques plus clémentes jusqu'à la mi-2011 ainsi qu'à un relèvement de la taxation indirecte dans plusieurs pays de la zone euro.

Depuis la fin du mois d'août, l'euro s'est également déprécié de respectivement 3,2% et 5,3% par rapport à la livre sterling et au yen. La monnaie helvétique, qui s'était quant à elle appréciée en début de période, s'est ensuite échangée au dessus de 1,20CHF/euro, consécutivement aux déclarations de la Banque nationale suisse concernant la défense de ce cours plancher.

La plupart des devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien et le lats letton) sont quant à elles restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le

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)

	2009	2010	2011-T1	2011-T2	2011-T3	oct-11
IPCH global	0,3	1,6	2,5	2,8	2,7	3,0
Produits alimentaires non transformés	0,2	1,3	2,3	1,9	1,3	1,8
Produits alimentaires transformés	1,1	0,9	2,1	3,0	3,7	4,3
Produits manufacturés hors énergie	0,6	0,5	0,5	1,0	0,4	1,3
Energie	-8,1	7,4	12,7	11,5	12,0	12,4
Services	2,0	1,4	1,6	1,9	2,0	1,8
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,3	1,0	1,3	1,8	1,7	2,0

Source : Eurostat

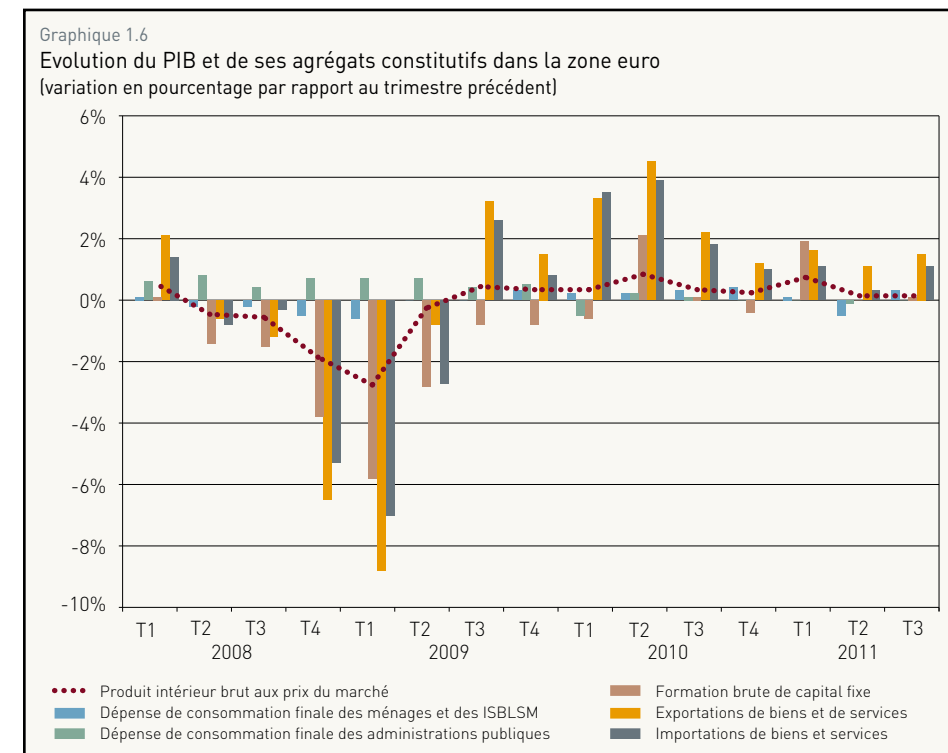
Selon les récentes projections de l'Eurosysteme, la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro se modérerait au cours des prochains trimestres. L'inflation moyenne s'établirait entre 1,5% et 2,5% en 2012, et elle s'inscrirait dans une fourchette allant de 0,8% à 2,2% en 2013. Comparé à l'exercice de septembre 2011, ces projections ont été marginalement revues à la hausse.

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

Les estimations relatives aux comptes nationaux pour le troisième trimestre 2011 témoignent d'une stabilisation de la croissance économique dans la zone euro. La progression trimestrielle du PIB réel s'est établie à 0,2%, soit au même niveau qu'au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB en volume a progressé de 1,4%, en décélération par rapport au taux enregistré le trimestre précédent (1,7%).

Ces données corroborent un certain essoufflement de l'activité économique au sein de la zone euro. Sur le plan national et en glissement trimestriel, l'activité économique a décéléré dans la plupart des Etats membres¹. Chypre, les Pays-Bas, le Portugal et la Slovénie ont même enregistré une contraction de leur PIB en glissement trimestriel. En glissement annuel, la plupart des pays de la zone euro ont enregistré une décélération de la croissance économique. Dans le même temps, Chypre, la Grèce, le Portugal et la Slovénie ont enregistré des taux de croissance annuels négatifs.

L'examen des différentes composantes du PIB sous l'optique dépenses révèle qu'au troisième trimestre 2011, la croissance tri-



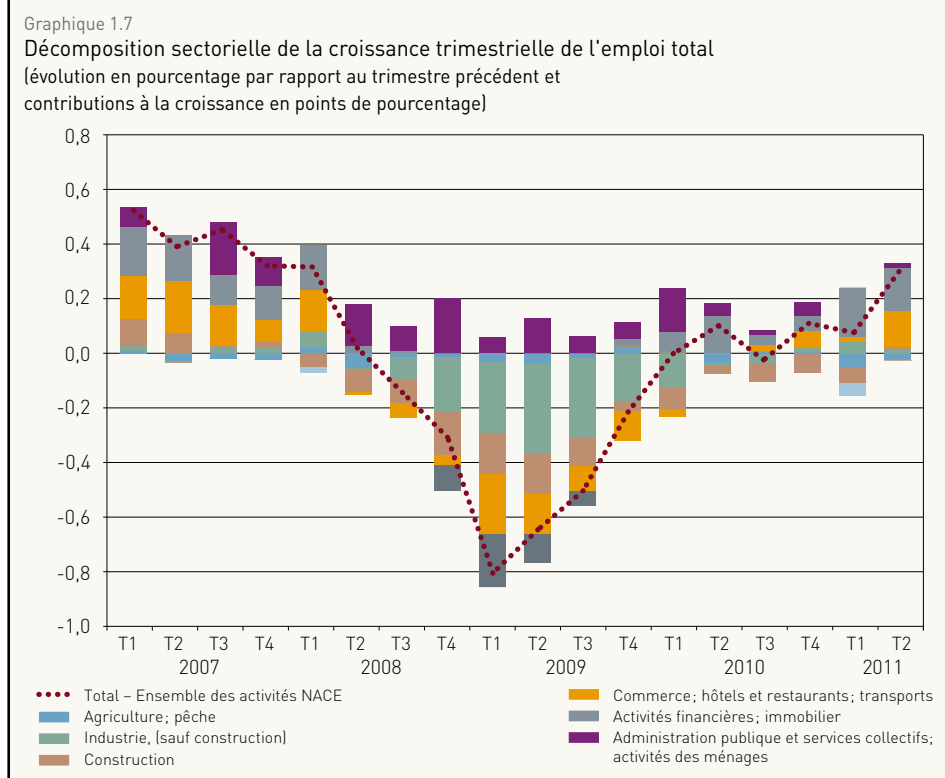
Source : Eurostat

¹ En ce qui concerne l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg et Malte, les chiffres pour le troisième trimestre 2011 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce bulletin.

mestrielle provient essentiellement d'une évolution favorable des exportations nettes. La consommation privée a progressé de 0,3% en glissement trimestriel, après avoir reculé de 0,5% le trimestre précédent. Dans le même temps, les dépenses de consommation publique ont enregistré une croissance trimestrielle nulle (0,0%). Par ailleurs, la formation brute de capital fixe a légèrement augmenté (0,1% par rapport au deuxième trimestre 2011).

Au niveau sectoriel et en glissement trimestriel, à l'exception du secteur de la construction (-0,6%), l'activité économique a évolué favorablement dans l'ensemble des branches économiques. On constate toutefois une décélération de la croissance dans la quasi-totalité des secteurs économiques. La progression trimestrielle de la valeur ajoutée s'est établie à 0,2% dans le secteur industriel et le secteur « information et communication » et à 0,1% dans le secteur « commerce, transport, hébergement et restauration ». En termes annuels, seule la construction a contribué négativement à la progression de la valeur ajoutée au troisième trimestre 2011.

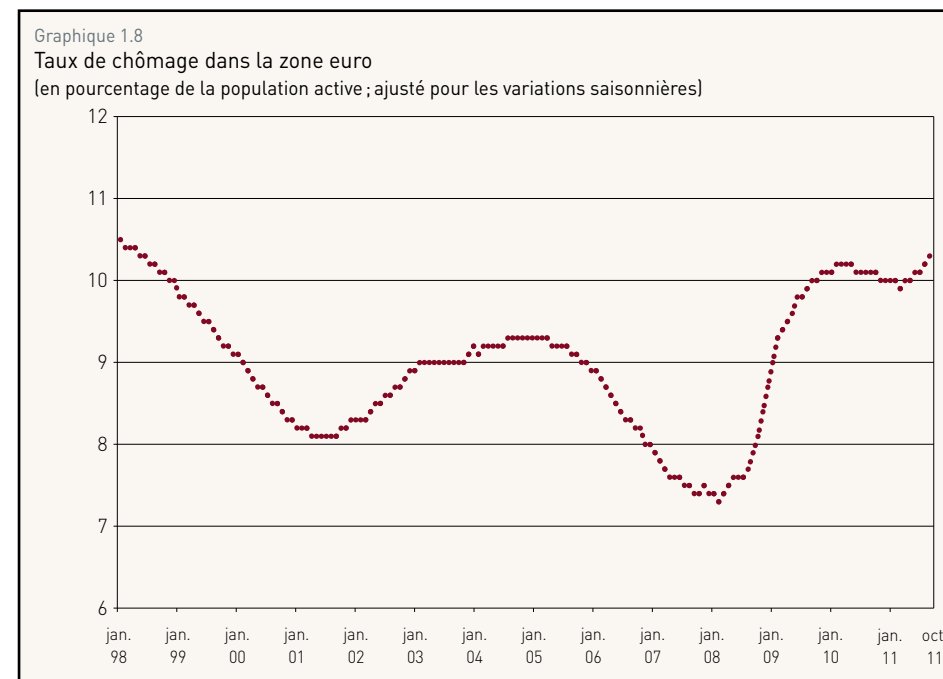
Sur le front du marché de l'emploi, la situation s'est stabilisée au cours de la première moitié de l'année en cours. Au cours du deuxième trimestre 2011², l'emploi total a progressé de 0,5% en glissement annuel et de 0,3% en glissement trimestriel. Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi trouve son origine essentiellement dans le secteur « commerce, Horeca et transports » (0,1 p.p.) ainsi que le secteur « activités financières, immobilier » (0,2 p.p.). A noter également que l'emploi a cessé de se dégrader dans les secteurs de l'industrie et de la construction, particulièrement touchés par la récente crise.



la progression annuelle de la productivité du travail s'est établie à 1,2% au deuxième trimestre 2011, contre 2,1% le trimestre précédent. La croissance annuelle du coût salarial unitaire s'est en conséquence

² Les données relatives au troisième trimestre 2011 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce bulletin.

établie à 1,2% au deuxième trimestre, en forte accélération par rapport au trimestre précédent (0,3%). Les salaires négociés ont quant à eux progressé de 1,9% au deuxième trimestre 2011, après 1,7% le trimestre précédent.



Du côté du chômage, après plusieurs mois de stabilisation, le taux de chômage semble être reparti à la hausse depuis le mois de juillet 2011. De fait, en octobre 2011, le taux de chômage au sein de la zone euro s'est établi à 10,3%, en hausse de 0,1 p.p. par rapport au mois précédent et de 0,2 p.p. par rapport au même mois de l'année précédente. Cette dégradation trouve son reflet dans la plupart des Etats membres de la zone euro.

L'analyse de l'évolution du coût du travail au cours du deuxième trimestre 2011 indique que la progression annuelle du coût salarial moyen s'est établie à 2,4% au deuxième trimestre 2011, après 2,3% au trimestre précédent. La hausse du coût salarial moyen résulte essentiellement de l'augmentation de la durée moyenne de travail. Dans le sillage de la décélération de la croissance économique,

1.8 PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME POUR LA ZONE EURO

Les dernières projections de l'Eurosystème tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre 1,5% et 1,7% en 2011, entre -0,4% et 1,0% en 2012 et entre 0,3% et 2,3% en 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2011 établies par les services de la BCE, la fourchette relative à la prévision de croissance du PIB en volume a été resserrée pour 2011 et fortement révisée à la baisse pour 2012. Ces révisions reflètent principalement l'incidence sur la demande intérieure du recul de la confiance et de la détérioration des conditions de financement, découlant de l'incertitude accrue liée à la crise de la dette souveraine, ainsi que des révisions à la baisse de la demande extérieure.

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2% en rythme trimestriel au troisième trimestre 2011, sans changement par rapport au trimestre précédent. Les données tirées d'enquêtes font état d'un ralentissement de l'activité économique au quatrième trimestre de l'année en cours. Un certain nombre de facteurs semblent freiner la dynamique de fond de la croissance dans la zone euro. Au nombre de ceux-ci figurent une modération du rythme de croissance de la demande mondiale et les effets défavorables, pour les conditions de financement globales et pour la confiance, qui résultent des tensions actuellement observées sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro, ainsi que le processus d'ajustement des bilans des secteurs financier et non financier. Cependant, on peut tableer sur un redressement de l'activité économique de la zone euro, quoique très progressif, au cours de l'année à venir, soutenu par la fermeté de la demande mondiale, par le niveau très bas des taux d'intérêt à court terme et par l'ensemble des mesures adoptées pour soutenir le fonctionnement du secteur financier.

D'importants risques à la baisse pèsent cependant sur les perspectives économiques de la zone euro, dans un contexte d'incertitude élevée. Les risques à la baisse sont liés notamment à la nouvelle intensification des tensions sur les marchés financiers de la zone euro et à leurs répercussions potentielles sur l'activité économique réelle de la zone. Ils ont également trait à l'activité économique mondiale, qui pourrait être plus faible que prévu, à des pressions protectionnistes ainsi qu'à la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux.

Pour ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 3,0% en novembre, selon l'estimation rapide d'Eurostat, sans changement par rapport aux deux mois précédents. Les taux d'inflation se situent à des niveaux élevés depuis la fin de l'année dernière, principalement en raison du renchérissement de l'énergie et des autres matières premières. Ils devraient rester supérieurs à 2% au cours des prochains mois, avant de revenir en deçà de 2%. Ce scénario reflète les anticipations selon lesquelles, dans un contexte de ralentissement de la croissance dans la zone euro et à l'échelle mondiale, les tensions sous-jacentes sur les coûts, les salaires et les prix dans la zone euro devraient également rester modérées.

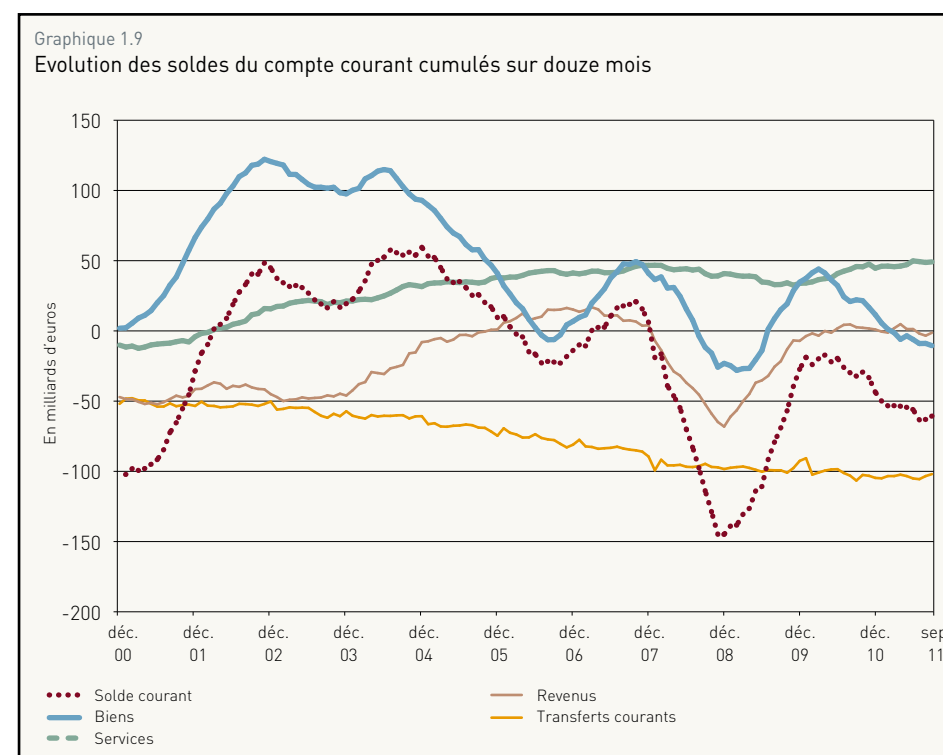
Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de décembre 2011 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,6% et 2,8% pour 2011, entre 1,5% et 2,5% pour 2012 et entre 0,8% et 2,2% pour 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2011 réalisées par les services de la BCE, les fourchettes de prévision pour 2011 et 2012 ont été légèrement revues à la hausse. Cette évolution résulte de l'incidence haussière du renchérissement du pétrole en euros, ainsi que de la contribution plus forte de la fiscalité indirecte. L'incidence haussière de ces facteurs devrait largement contrebalancer les ajustements à la baisse des marges bénéficiaires et de la progression des salaires qui sont liés à la révision en baisse de l'activité.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme sont globalement équilibrés. S'agissant des facteurs haussiers, les principaux risques ont trait à de nouvelles augmentations de la fiscalité indirecte et des prix administrés, en raison de l'assainissement budgétaire auquel il faudra nécessairement procéder au cours des prochaines années. Les principaux risques à la baisse sont liés à l'incidence d'une croissance plus faible qu'escompté dans la zone euro et dans le monde.

1.9 COMMERCE EXTÉRIEUR ET BALANCE COURANTE DE LA ZONE EURO

Les transactions courantes de la zone euro se sont soldées par un déficit de 63 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2011, contre un déficit de 46 milliards sur la même période de 2010. Cette évolution négative est le résultat des détériorations survenues dans les soldes des marchandises et des revenus, qui ont toutefois été partiellement compensées par une amélioration du solde des services. La balance des marchandises, qui génère à l'accoutumée la plus grosse contribution positive au solde courant de la zone euro, s'est retournée en dégageant un déficit de 15 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2011, revenant ainsi à la situation observée en 2008 et au premier trimestre 2009. Cette importante détérioration du solde de biens en valeur est due à une hausse plus importante des importations (+17%) que des exportations (+15%), essentiellement sous l'effet du renchérissement du prix des produits pétroliers et des autres matières premières. Par ailleurs, la croissance des échanges de biens s'est nettement ralentie depuis le début du second trimestre 2011. Le taux annuel de croissance des exportations s'est ainsi établi à 13% au deuxième trimestre et à 10% au troisième trimestre, contre 21% au premier trimestre. De même pour les importations, le taux annuel de croissance s'est successivement établi à 25% au premier trimestre, à 14% au deuxième trimestre et à 12% au troisième trimestre 2011.

Alors que les indices des volumes du commerce extérieur ont connu une progression plus rapide pour les exportations (+13% sur les huit³ premiers mois de 2011) que pour les importations (+7%), les indices moyens de prix se sont accrus davantage pour ces dernières (+11%) que pour les premières (+6% à l'exportation). Les termes de l'échange se sont par conséquent détériorés de 5% sur les huit premiers mois de l'année 2011. La hausse du prix de l'énergie et des autres matières premières est largement à la base de cette détérioration des termes de l'échange et donc du retournement du solde des marchandises. A cela s'ajoute la contribution négative de la balance des revenus, dont le solde s'est retourné en dégageant un déficit de 4 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2011, soit le double du déficit de la même période de 2010. Les évolutions négatives ci-dessus ont néanmoins été en partie compensées par une amélioration de l'excédent des services (+13% à 40 milliards sur les trois premiers trimestres de 2011) et par une légère résorption (-3%) du déficit des transferts courants.



³ A la date d'arrêt de ce bulletin, les données de septembre 2011 sur les indices des prix et des volumes n'étaient pas disponibles.

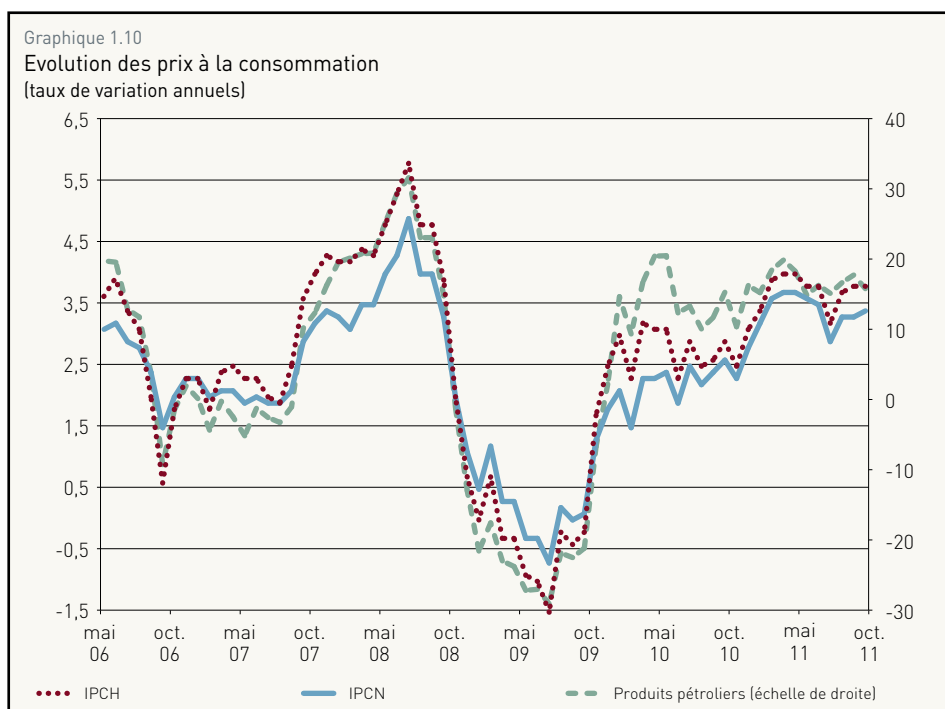
2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

2.1 LES PRIX ET LES COÛTS

2.1.1 Les prix à la consommation

L'inflation globale s'était déjà considérablement accélérée en 2010 et cette tendance s'est prolongée en 2011. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN est passé de 0,4% en 2009 à 2,3% en 2010 pour s'accroître à 3,4% en moyenne lors des dix premiers mois de l'année 2011. L'ascension de l'IPCH a été encore plus marquée, puisque son taux annuel moyen est passé de 0,0% en 2009 à 2,8% en 2010 pour se hisser autour de 3,7% en 2011. Le profil intra-annuel de l'inflation globale a été relativement stable. Hormis le recul temporaire à 2,9% en juillet, les taux annuels de l'IPCN ont fluctué entre 3,2% et 3,7%, donc à des niveaux très élevés.

L'évolution défavorable de l'inflation globale, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, résulte à la fois du maintien à un niveau élevé de l'inflation des produits énergétiques et d'une accélération de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie. Suite à l'envolée du prix du pétrole depuis le début 2009, les taux de variation annuels des prix des produits pétroliers se sont accélérés au-delà de 10% en 2010 et ils se sont stabilisés à ces niveaux élevés au cours de l'année 2011 (voir graphique). Parallèlement, l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques a poursuivi son accélération entamée vers la mi-2010. Ainsi, son taux de variation annuel s'est hissé de 1,5% en 2010 à 2,4% lors des dix premiers mois de l'année 2011.



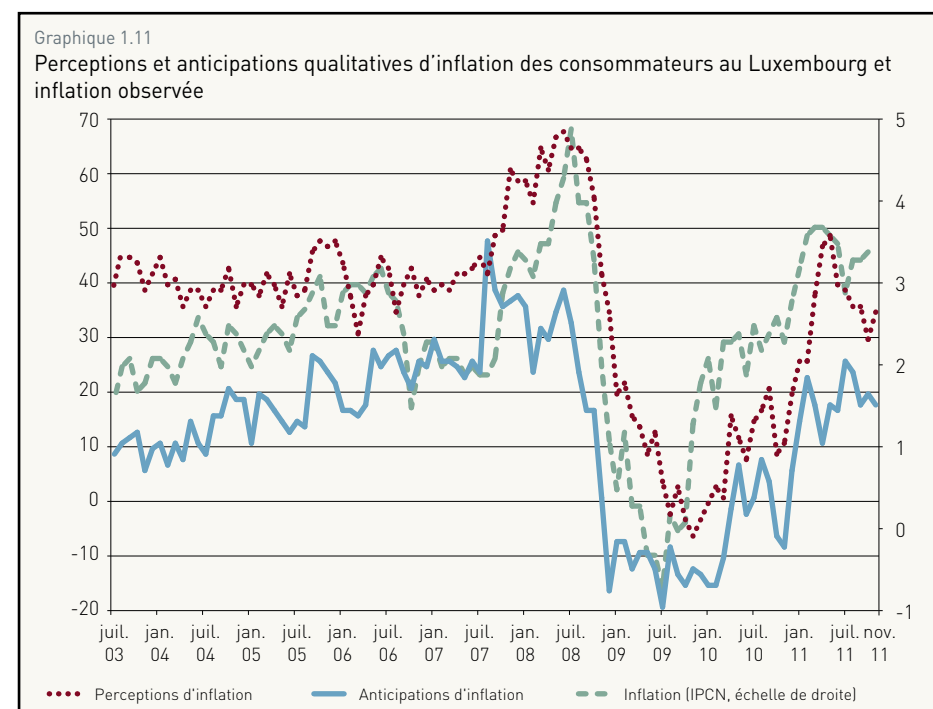
Ce regain d'inflation est perceptible à travers toutes les composantes de l'IPC à l'exclusion des prix de l'énergie. Il résulte aussi de plusieurs facteurs. Les prix des biens alimentaires ont connu un renchérissement suite à la hausse marquée des cours sur les marchés des matières premières agricoles. L'accélération de l'inflation des prix des biens industriels non-énergétiques résulte des effets indirects liés à la progression des prix de l'énergie, de l'amélioration graduelle de la demande jusqu'au début 2011 et de la progression des salaires. Les prix des services se sont accélérés sous l'influence principalement de l'ajustement à la hausse des salaires ainsi que du relèvement des prix administrés.

Depuis plus de deux ans, l'inflation au Luxembourg est à nouveau constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes⁴. Au cours des trois premiers trimestres de l'année 2011, cet écart défavorable se chiffrait en moyenne à 0,8 point de pourcentage

⁴ 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.

(p.p.) tant par rapport aux pays limitrophes que par rapport à la zone euro. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au troisième trimestre 2011 ont atteint respectivement 5,0 p.p. par rapport à la zone euro et 8,7 p.p. par rapport aux pays limitrophes.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL⁵, les perceptions d'inflation se sont tassées depuis mai 2011. Ce mouvement pourrait résulter du repli de l'inflation depuis les niveaux très élevés observés en mars/avril 2011. Le recul de l'inflation n'a par contre exercé aucun impact sur les anticipations d'inflation des consommateurs. Celles-ci se seraient stabilisées au cours des derniers mois selon ces mêmes enquêtes.



2.1.2 Les prix à la production industrielle

Après avoir reculé de 8,3% en 2009, les prix à la production industrielle se sont en moyenne nettement redressés au cours de l'année 2010, en ligne avec le raffermissement de la demande mondiale de produits industriels. Les prix à la production ont en moyenne poursuivi leur évolution sur la première moitié de l'année 2011. Les données disponibles depuis lors semblent indiquer que les prix à la production industrielle ont ensuite bénéficié de l'apaisement des tensions sur les prix des matières premières.

Les données les plus récentes montrent qu'au troisième trimestre 2011, les prix à la production des biens industriels ont décéléré. Au niveau sectoriel, il apparaît que l'évolution à la hausse des prix dans le secteur des biens énergétiques a été marquée au troisième trimestre 2011. Les prix des biens intermédiaires ont pour leur part baissé tandis qu'une faible progression des prix était observée dans les autres principaux secteurs industriels.

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

Les dernières enquêtes de conjoncture dans l'industrie suggèrent que la tendance générale à la décélération des prix industriels à la production devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

Tableau 1.2
Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

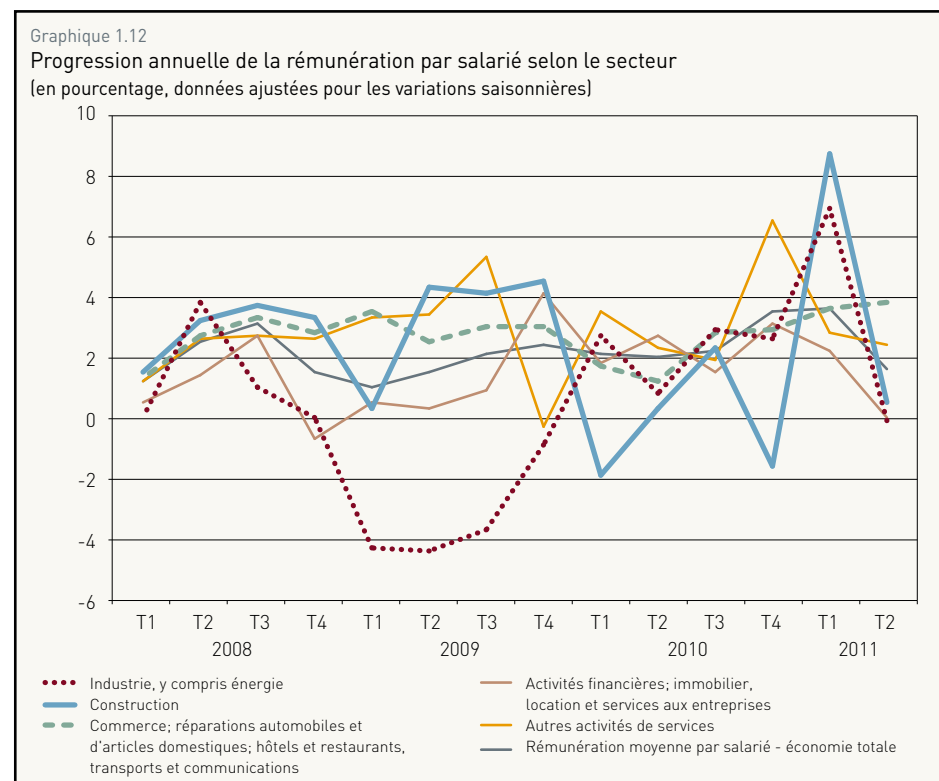
	2009	2010	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3
Ensemble des produits Industriels	-8,3	3,7	5,0	1,1	-0,6	5,0	2,2	0,4
Biens intermédiaires	-14,2	7,1	9,0	3,4	-1,0	5,9	3,6	-0,7
Biens d'équipement	1,5	2,2	1,0	2,6	1,5	4,9	-3,5	1,1
Biens de consommation	2,6	0,1	-0,2	0,6	0,3	1,1	0,8	0,5
Biens énergétiques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

Source : Statec

2.1.3 Les coûts salariaux

Selon la plus récente estimation de la comptabilité nationale, la progression annuelle du coût salarial moyen s'est établie à 1,7% au deuxième trimestre 2011 (après 3,7% le trimestre précédent).

L'analyse de la décomposition sectorielle révèle qu'à l'exception du secteur commercial (au sens large), l'ensemble des branches économiques ont enregistré une décélération de la progression annuelle du coût salarial moyen au cours du deuxième trimestre 2011. L'évolution annuelle de la rémunération par tête a connu une décélération particulièrement marquée dans le secteur financier (0,1% au deuxième trimestre 2011, après 2,3% le trimestre précédent).



Source : Statec

En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a diminué de 0,7% au deuxième trimestre 2011, contre une progression de 0,3% le trimestre précédent et de 1,2% au deuxième trimestre de l'année précédente. A l'exception du secteur commercial et des autres activités de services (0,2%), l'ensemble des branches économiques ont enregistré une diminution de la rémunération par tête. Le recul important enregistré du côté de l'industrie et de la construction doit être relativisé. Le coût salarial moyen avait en effet fortement augmenté dans ces deux secteurs en début d'année 2011, sous l'influence de la hausse du nombre d'heures travaillées et dans une moindre mesure en raison de l'impact de la hausse du salaire social minimum en janvier. Par ailleurs, un facteur additionnel expliquerait l'évolution du

coût salarial moyen dans l'industrie au premier semestre 2011. De fait, le paiement des primes et gratifications dans le secteur industriel a été avancé du deuxième au premier trimestre 2011. Ce facteur exceptionnel influence ainsi mécaniquement le coût salarial moyen à la hausse au premier trimestre et à la baisse au deuxième trimestre 2011.

Tableau 1.3
Evolution du coût salarial moyen 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				
	T2-2010	T3-2010	T4-2010	T1-2011	T2-2011	T2-2010	T3-2010	T4-2010	T1-2011	T2-2011
Industrie, y compris énergie	0,4	0,9	0,3	5,3	-6,2	0,9	3,0	2,7	7,0	0,0
Construction	1,0	2,3	-2,4	7,9	-6,6	0,4	2,4	-1,5	8,8	0,6
Commerce; réparations automobiles et d'articles domestiques; hôtels et restaurants, transports et communications	0,0	2,9	0,0	0,8	0,2	1,3	2,9	3,0	3,7	3,9
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	1,4	0,0	2,7	-1,8	-0,7	2,8	1,6	3,2	2,3	0,1
Autres activités de services	0,6	1,7	0,2	0,3	0,2	2,4	2,0	6,6	2,9	2,5
Coût salarial moyen - économie totale	1,2	1,2	0,9	0,3	-0,7	2,1	2,3	3,6	3,7	1,7

Sources : Statec, calculs BCL

L'évolution du coût salarial moyen telle que retracée par l'indicateur de court terme de l'IGSS contraste avec celle décrite par la comptabilité nationale. Les données mensuelles de l'IGSS font état d'une progression du coût salarial moyen de 3,2% au deuxième trimestre 2011 par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. Bien que les données ne soient pas parfaitement comparables entre elles en raison de divers retraitements dont font l'objet les comptes nationaux, l'indicateur de court terme témoigne d'une évolution relativement plus forte du coût salarial moyen que celle retracée par la comptabilité nationale, au cours de la première moitié de l'année 2011. Ainsi, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des données issues de la comptabilité nationale, en raison de possibles révisions ultérieures. Les plus récentes données issues de la base de données de l'IGSS font état d'une décélération de la progression annuelle du coût salarial moyen en juillet et août 2011.

De manière générale, l'évolution du coût salarial moyen au cours de la première moitié de l'année en cours résulte des effets conjugués de la progression des salaires négociés, du relèvement du salaire social minimum et des cotisations sociales en janvier 2011 ainsi que de l'augmentation progressive du temps de travail. Toutefois, il convient de noter que le coût salarial par tête (que ce soit la version issue de la comptabilité nationale ou celle calculée à partir des données de l'IGSS) inclut non seulement les salaires de base, mais également l'ensemble des gratifications et primes versées aux salariés, y compris les primes de licenciement. Ainsi, l'évolution du coût salarial moyen doit être interprétée avec prudence (quel que soit l'indicateur utilisé) étant donné que celle-ci est susceptible de surestimer artificiellement l'évolution sous-jacente des salaires.

2.2 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

2.2.1 L'emploi

Selon les plus récentes données disponibles, la dégradation des perspectives économiques ne s'est pas encore matérialisée en ce qui concerne l'emploi. Au cours des dix premiers mois de l'année en cours, l'emploi a progressé de 3,0% en moyenne, en glissement annuel. Depuis le mois d'août, la croissance de l'emploi semble néanmoins s'être quelque peu essoufflée.

L'analyse des composantes de l'emploi révèle que l'emploi frontalier continue d'évoluer de façon plus dynamique que l'emploi national. Le poids des frontaliers dans les postes nouvellement créés (en net) s'est stabilisé autour de 42,5% au cours des dix premiers mois de l'année 2011, largement en-deçà de sa moyenne historique d'avant-crise (66,6%)⁶.

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

	Emploi salarié *	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «strict» ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage «large»	Taux de chômage «large» ajusté pour les variations saisonnières
2008	5,0	2,4	4,8	7,2	3,2	3,2	4,4%	4,4%	5,7%	5,7%
2009	1,2	0,0	1,1	1,0	1,2	2,6	5,7%	5,7%	7,0%	7,0%
2010	1,7	1,9	1,8	1,7	1,8	2,2	6,0%	6,0%	7,7%	7,6%
2008-T2	5,2	2,3	5,0	7,6	3,4	3,3	4,1%	4,3%	5,5%	5,6%
2008-T3	5,1	2,6	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	-0,4	2,5	3,4	1,9	3,2	5,6%	5,2%	6,8%	6,9%
2009-T2	1,5	0,1	1,4	1,4	1,4	2,8	5,4%	5,7%	6,7%	6,9%
2009-T3	0,3	0,1	0,3	-0,3	0,8	2,3	5,6%	5,8%	6,9%	7,1%
2009-T4	0,2	0,2	0,2	-0,6	0,8	2,2	6,1%	5,9%	7,5%	7,3%
2010-T1	0,7	1,8	0,7	0,3	1,1	1,9	6,3%	6,0%	7,8%	7,6%
2010-T2	1,7	1,4	1,7	1,6	1,7	2,1	5,7%	6,0%	7,4%	7,6%
2010-T3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,4	5,8%	6,0%	7,4%	7,6%
2010-T4	2,4	2,4	2,4	2,7	2,2	2,4	6,3%	6,1%	7,9%	7,8%
2011-T1	2,7	3,3	2,7	2,7	2,6	2,3	6,1%	5,8%	7,9%	7,6%
2011-T2	3,0	4,3	3,1	3,2	2,9	2,7	5,6%	5,9%	7,3%	7,5%
2011-T3	3,2	3,2	3,2	3,4	2,9	2,9	5,8%	6,0%	7,5%	7,7%
Jan-11	2,5	3,2	2,5	2,4	2,5	2,4	6,3%	5,9%	8,0%	7,7%
Feb-11	2,6	3,2	2,7	2,6	2,5	2,2	6,2%	5,8%	7,9%	7,6%
Mar-11	2,9	3,5	3,0	3,1	2,7	2,4	5,9%	5,7%	7,6%	7,5%
Apr-11	2,9	4,1	3,0	3,0	2,9	2,6	5,7%	5,8%	7,5%	7,5%
May-11	3,1	4,5	3,2	3,3	2,9	2,8	5,5%	5,9%	7,3%	7,5%
Jun-11	3,1	4,3	3,2	3,3	3,0	2,7	5,4%	5,9%	7,2%	7,5%
Jul-11	3,1	3,2	3,1	3,3	2,9	2,9	5,8%	6,0%	7,5%	7,8%
Aug-11	3,2	3,2	3,2	3,4	2,9	2,9	5,8%	6,0%	7,4%	7,7%
Sep-11	3,2	3,2	3,2	3,4	2,9	2,8	5,8%	6,0%	7,5%	7,7%
Oct-11	3,2	3,2	3,2	3,4	2,9	2,8	6,0%	6,0%	7,7%	7,7%

Sources : ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL

* Les données concernant l'emploi pour les mois d'août à octobre 2011 et le troisième trimestre 2011 sont des estimations. Par ailleurs, les données relatives au chômage pour le mois d'octobre 2011 sont des données provisoires.

Après avoir été frappé de plein fouet par la récession, l'emploi intérimaire a fortement rebondi en 2010. Face à une incertitude persistante, de nombreuses entreprises ont ainsi préféré recourir à l'emploi intérimaire, plutôt qu'à des embauches effectives. Les plus récentes données disponibles font néanmoins état d'un renversement de tendance. De fait, le nombre de travailleurs intérimaires s'est établi en moyenne à environ 6 400 par mois au cours des huit premiers mois de 2011, enregistrant ainsi une baisse de 2,8% par rapport à la même période de l'année précédente. Cette évolution négative doit être nuancée étant donné qu'elle est en partie due à l'entrée en vigueur d'une réglementation européenne sur la coordination des systèmes de sécurité sociale. Cette réglementation prévoit que les salariés non-résidents d'entreprises intérimaires résidentes sont affiliés à la sécurité sociale de leur

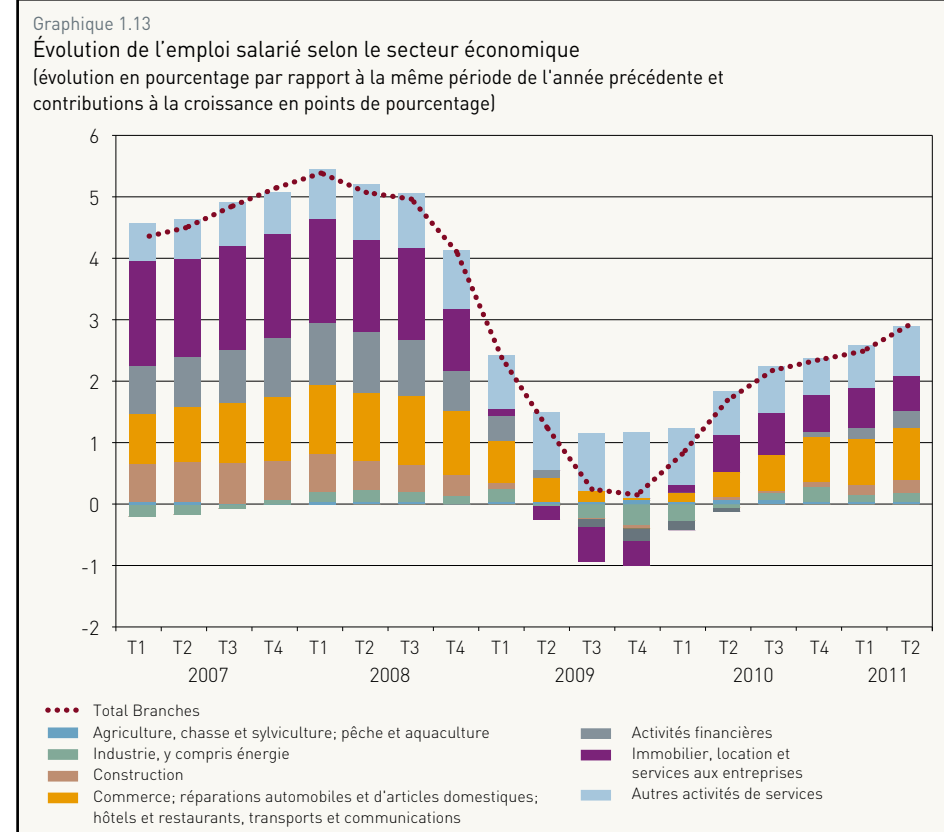
⁶ Ce chiffre correspond à la moyenne historique de la part des frontaliers dans les créations nettes d'emplois entre janvier 1998 et septembre 2008.

pays de résidence s'ils sont détachés à plus de 25% dans ce pays. Ce changement d'ordre législatif induit automatiquement un effet baissier sur l'emploi intérimaire. Cet effet ne change néanmoins pas la situation de fond. De fait, même en neutralisant cet effet, la croissance annuelle du travail intérimaire est en nette décélération depuis mi-2010 (tout en évoluant positivement en glissement annuel). Par ailleurs, l'emploi intérimaire continue d'évoluer à un niveau inférieur à ceux enregistrés avant la crise (même après neutralisation de l'impact dû au changement réglementaire).

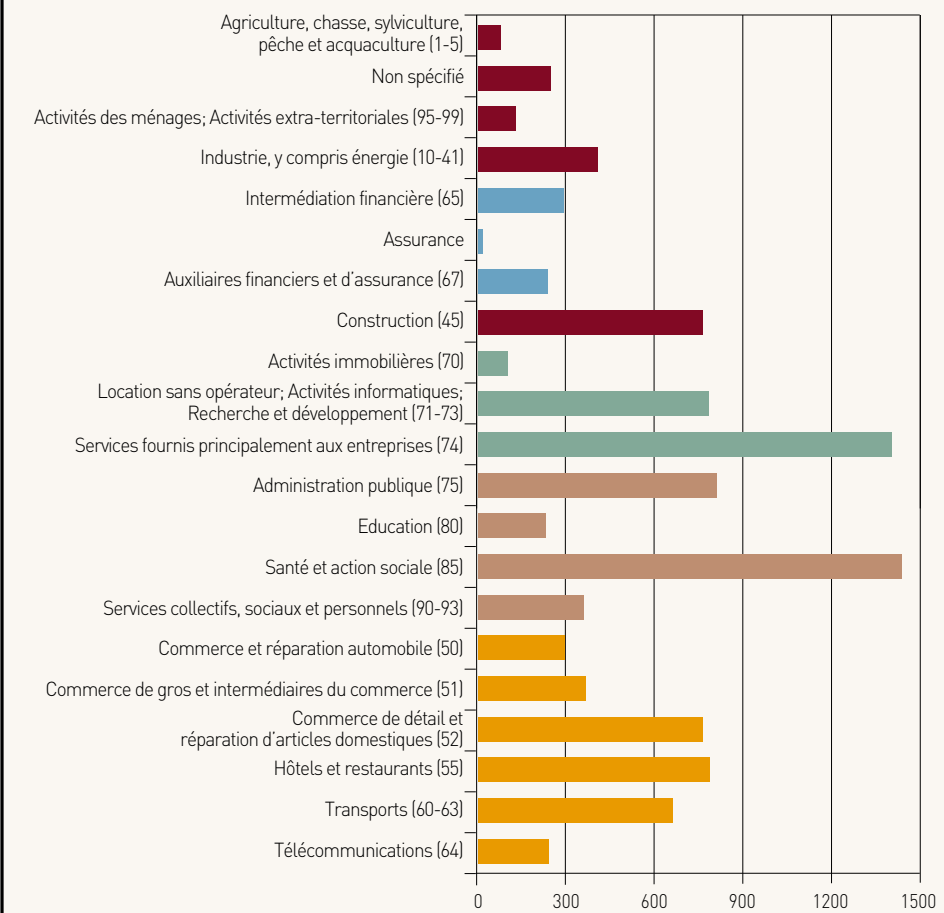
En tant que facteur d'ajustement, l'évolution de l'emploi intérimaire est souvent interprétée comme un signe précurseur de l'évolution future de l'emploi. En tant que telle, l'évolution récente du travail intérimaire pourrait être le reflet de deux situations contradictoires. D'une part, l'affaiblissement du recours au travail intérimaire est susceptible d'annoncer un essoufflement de la croissance de l'emploi au cours des mois à venir. D'autre part, il est possible que cette baisse ait été le reflet d'un regain d'optimisme des entreprises au cours des premiers mois de l'année. Face au renforcement perçu de l'activité, ces dernières ont en effet pu opter davantage pour des embauches effectives. A l'heure actuelle, les données disponibles ne permettent pas de confirmer l'une ou l'autre théorie.

L'analyse sectorielle telle que retracée par la comptabilité nationale révèle qu'au deuxième trimestre 2011, la progression annuelle de l'emploi salarié (2,9%) trouve son origine essentiellement dans le secteur commercial (0,9 p.p.) et les autres activités de services (0,8 p.p.). Le secteur «immobilier, location et services aux entreprises» et le secteur financier ont contribué à respectivement 0,6 p.p. et 0,3 p.p. de la croissance annuelle de l'emploi. L'industrie et la construction ont également contribué positivement à l'évolution de l'emploi.

Dès lors, au deuxième trimestre 2011 et en comparaison avec la même période de l'année précédente, 10 421 postes ont été créés dans l'économie luxembourgeoise. Au deuxième trimestre 2011, le secteur commercial (au sens large) a été le principal moteur de la croissance de l'emploi, avec 3 116 créations nettes d'emplois. Une analyse détaillée révèle que près de la moitié de ces créations nettes d'emplois proviennent du secteur de l'hôtellerie et de la restauration (788 postes créés) ainsi que du commerce de détail (765 emplois). Les emplois restants se répartissent entre les activités de transports (662), le commerce de gros (367), le commerce et la réparation d'automobiles (295) ainsi que les secteurs de la télécommunication (239 emplois).



Graphique 1.14
Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au deuxième trimestre 2011
(évolution absolue par rapport au deuxième trimestre 2010)



Sources : IGSS et calculs BCL

Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne, NACE Rév. 1.

variés comme les activités juridiques, comptables et de conseil, les activités d'ingénierie et d'architecture ou encore les services de nettoyage et les entreprises d'emploi intérimaire⁷. Par ailleurs, plus de 600 emplois ont été nouvellement créés dans les services informatiques. Dans ce contexte, il convient de noter que les services aux entreprises (y compris les services informatiques) avaient enregistré des baisses d'emplois suite à la crise. Le secteur financier demeure quant à lui à la traîne. De fait, malgré une évolution favorable au deuxième trimestre 2011, le niveau de l'emploi salarié demeure inférieur à son niveau d'avant-crise dans le secteur de « l'intermédiation financière » (incluant les établissements de crédit) et les « auxiliaires financiers et d'assurance ». Notons par ailleurs qu'entre le deuxième trimestre 2010 et le deuxième trimestre 2011, les secteurs de la construction et de l'industrie ont conjointement créé plus de 1 100 emplois. L'augmentation de l'emploi dans l'industrie doit néanmoins être interprétée avec prudence. De fait, cette progression pourrait en partie refléter une hausse des embauches effectives au détriment de travailleurs intérimaires.

⁷ Comme cela a été mentionné auparavant, l'emploi intérimaire a baissé au cours des six premiers mois de l'année en cours. Les emplois créés dans le secteur « services fournis principalement aux entreprises » proviennent ainsi nécessairement des branches économiques incluses dans ce secteur, autres que les agences de travail intérimaire.

L'évolution de l'emploi dans les secteurs précités reflète le redressement graduel de la situation économique dans ces secteurs au cours de l'année échue au second trimestre. Par ailleurs, au deuxième trimestre 2011, le secteur « autres activités de services », qui inclut le secteur public et les branches assimilées, représente 27,3% (soit l'équivalent de 2 842 emplois) des créations nettes d'emplois annuelles. Plus de la moitié de ces emplois proviennent de la branche « santé et action sociale » (1 441 emplois) incluant notamment le personnel des hôpitaux, des maisons de retraite et des crèches. Les autres créations d'emplois publics se répartissent à travers l'administration publique (812 créations nettes d'emplois), les services collectifs, sociaux et personnels (358 emplois) ainsi que le secteur de l'éducation (230 emplois). Du côté du secteur « immobilier, location et services aux entreprises », les créations nettes d'emplois (2 299) proviennent essentiellement du sous-secteur « services fournis principalement aux entreprises » (1 410 postes créés). Ce sous-secteur inclut des services

En ce qui concerne les postes vacants, après s'être amélioré tout au long de 2010 et en début d'année 2011, le taux d'emplois vacants⁸ a commencé à se détériorer en avril dernier. Cette récente baisse est imputable à la baisse des offres d'emploi non satisfaites (OENS) postées par les entreprises auprès de l'ADEM⁹, conjuguée à une certaine stabilisation de la progression annuelle de l'emploi. Au cours des derniers mois, le taux d'emplois vacants s'est rapproché de sa moyenne historique. Au niveau sectoriel, les plus récentes données disponibles révèlent qu'au deuxième trimestre 2011, les offres d'emplois non satisfaites (OENS) proviennent essentiellement de la branche « activités immobilières; activités spécialisées, scientifiques et techniques » (38,1%), et en particulier des services aux entreprises. Les postes vacants résiduels trouvent leur origine principalement du côté du secteur commercial (13,4%), des « activités financières et d'assurance » (9,8%) ainsi que du secteur public, en particulier le secteur de la santé (8,8%).

Bien que des différences importantes subsistent en termes de dynamique de croissance, on constate une hausse généralisée de l'emploi à travers l'ensemble des secteurs économiques. Il est néanmoins à craindre que la dégradation des perspectives économiques ait des répercussions néfastes sur la progression de l'emploi au cours des prochains mois.

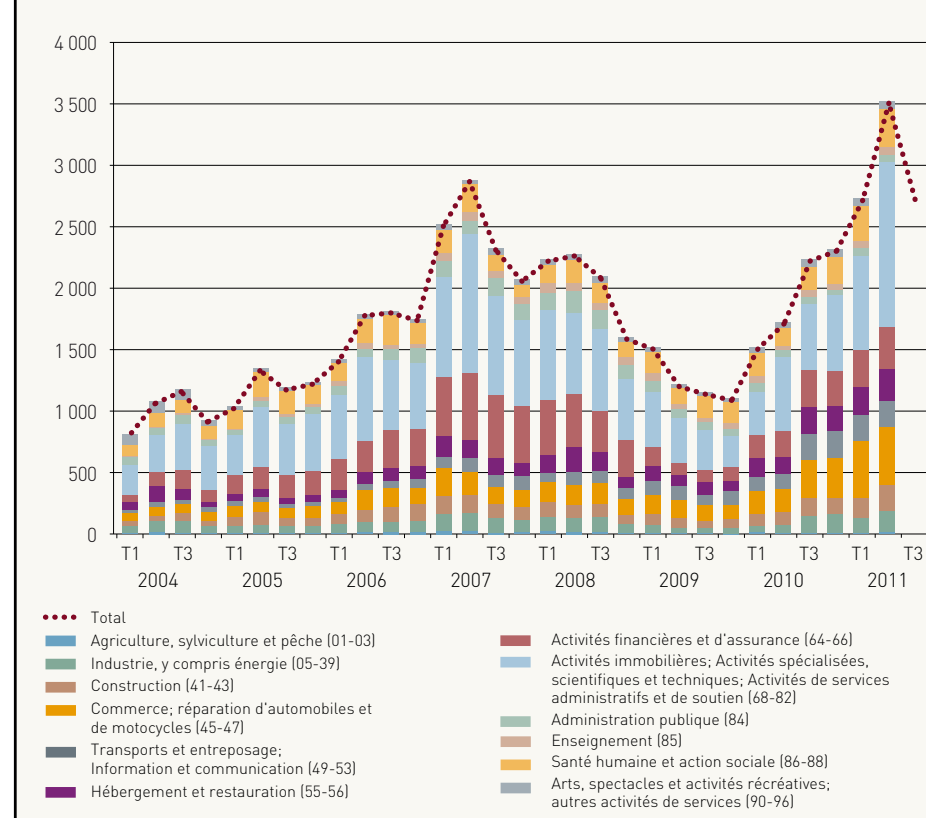
2.2.2 Le chômage

Sur le front du chômage, la tendance favorable observée en début d'année semble s'être renversée. De fait, le taux de chômage s'est repositionné sur une trajectoire légèrement ascendante depuis le mois d'avril 2011. Selon les plus récentes estimations, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé s'est établi à 6,0% en octobre 2011. En comparaison avec le même mois de l'année précédente, cela revient tout de même à une baisse de 0,1 p.p.. Le taux de chômage « strict » non-ajusté pour les variations saisonnières s'est également établi à 6,0% en octobre 2011.

⁸ Le taux d'emplois vacants mesure la proportion des emplois totaux qui sont vacants.

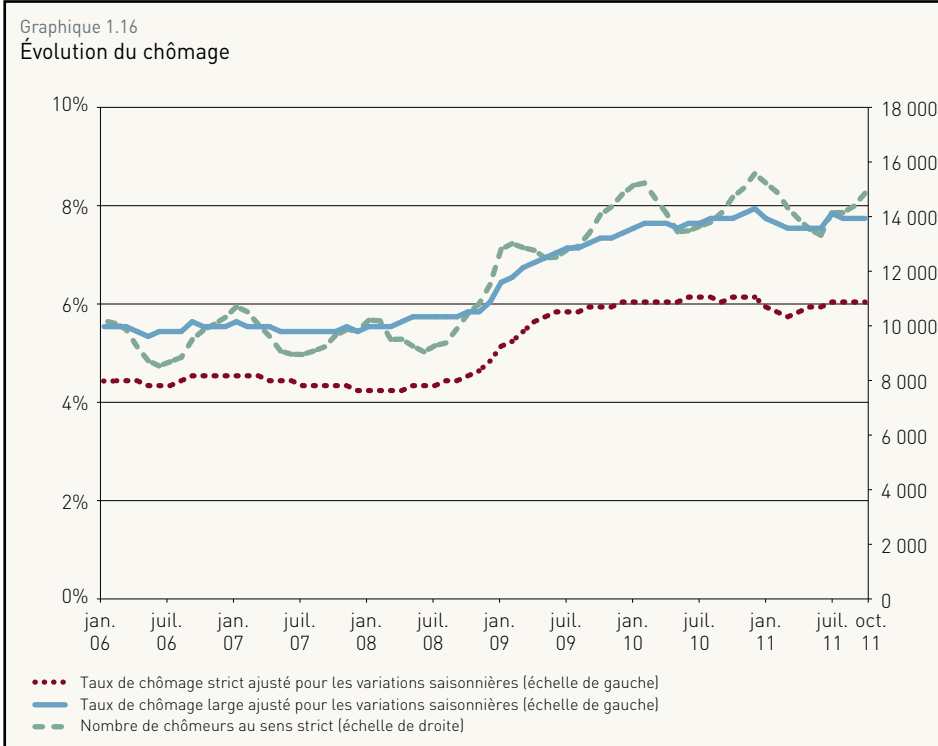
⁹ Malgré tout, le nombre d'OENS continue d'évoluer à des niveaux relativement élevés. De fait, selon les plus récentes données disponibles, le nombre d'OENS s'est établi à 2 446 en octobre 2011, soit à un niveau supérieur à la moyenne de 1 445 OENS enregistrée sur la période allant de janvier 1998 à août 2008.

Graphique 1.15
Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites



Sources : Eurostat, Adem et calculs BCL

Remarque : Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits au niveau de la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne (NACE). Les branches économiques sont classées selon la NACE Rév. 2 à partir du deuxième trimestre 2009. La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites en ce qui concerne le troisième trimestre 2011 n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin.

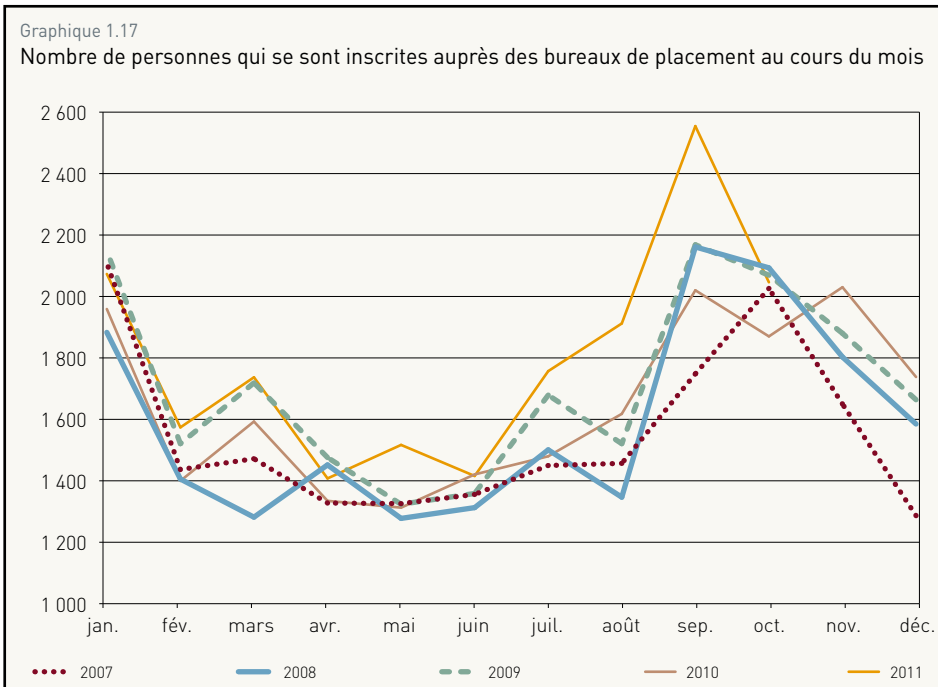


Sources : ADEM, IGSS, Statec

du travailleur additionnel, des personnes qui auparavant étaient exclues du marché du travail (les femmes au foyer p.ex.) peuvent décider d'intégrer la population active afin de contribuer aux revenus du ménage. Par

A cet égard il convient de noter que le nombre de demandeurs d'emploi inscrits auprès de l'ADEM a enregistré une augmentation particulièrement importante au mois de juillet 2011 (hausse de 6,2%, soit l'équivalent de 829 chômeurs supplémentaires en glissement mensuel). Certaines pistes pourraient être avancées afin d'expliquer cette forte augmentation. La littérature économique distingue deux effets opposés qui peuvent se produire à la suite d'une détérioration de la situation sur le marché du travail. Face à la hausse du chômage et de la durée moyenne du chômage, les demandeurs d'emploi peuvent être découragés et décider de ne plus s'inscrire auprès des administrations de l'emploi. Cet *effet de découragement* est particulièrement important pour les chômeurs en fin de droits ou non-indemnisés. Au contraire, sous l'*effet*

La récente dégradation du chômage est également perceptible du côté des flux d'entrée au chômage (officiel). De fait, en 2011, le nombre de personnes qui se sont inscrites auprès de l'ADEM chaque mois excède celui enregistré le même mois de l'année précédente.



Sources : ADEM, IGSS, Statec

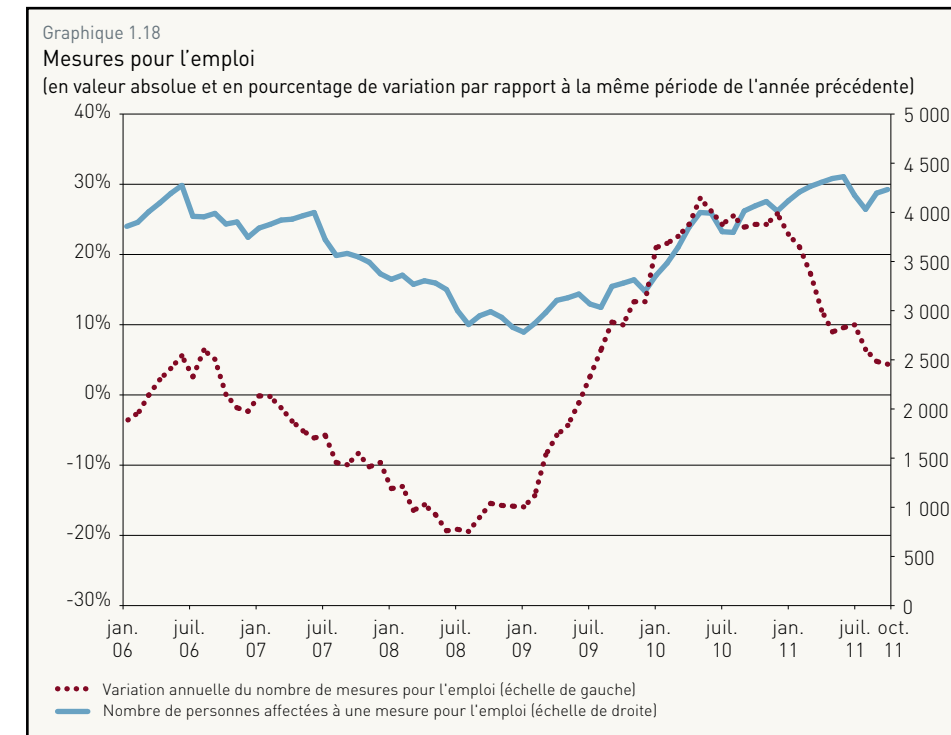
10 A l'issue de leur parcours scolaire, les jeunes sont susceptibles de bénéficier d'une indemnisation de chômage sous réserve du respect de certaines conditions dont les principales sont les suivantes : pour pouvoir bénéficier d'une indemnisation, le jeune doit s'inscrire auprès de l'ADEM en tant que demandeur d'emploi endéans les douze mois suivant la fin de la formation. Par ailleurs, le jeune doit être inscrit comme demandeur d'emploi pendant au moins 26 semaines avant de pouvoir bénéficier d'une allocation-chômage.

De son côté, le taux de chômage au sens « large » ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 7,7% en octobre 2011, ce qui dénote une certaine stabilisation par rapport au même mois de l'année précédente. Le taux de chômage au sens « large » inclut les demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure pour l'emploi. Malgré un certain ralentissement en termes de croissance annuelle, le nombre de mesures de soutien à l'emploi continue d'évoluer à des niveaux élevés. En septembre 2011, 4 185 personnes étaient affectées à une mesure pour l'emploi (+4,3% en glissement annuel). Ces mesures se matérialisent essentiellement par des stages en entreprise, des formations professionnelles ainsi que des mesures en faveur de la (ré)insertion sur le marché du travail de jeunes chômeurs et de chômeurs non-indemnisés.

Le recours au chômage partiel avait progressivement diminué au fur et à mesure de la reprise économique. On constate toutefois une recrudescence de l'importance de ce dispositif depuis le mois d'avril 2011. Selon les plus récentes données disponibles, le nombre de demandes introduites par les entreprises s'est établi à 32 pour le mois de décembre 2011¹¹, en hausse par rapport au mois précédent (où 28 demandes ont été formulées). Dans le même temps, le nombre de salariés potentiellement affectés par une mesure de chômage partiel s'est établi à 2 494 en décembre 2011, soit le niveau le plus élevé enregistré depuis septembre 2010. Il convient de souligner que le Gouvernement a décidé de prolonger les mesures spéciales de chômage partiel jusqu'à la fin 2012.

L'analyse des demandes d'autorisation introduites par les entreprises montre qu'en décembre 2011, ces demandes proviennent essentiellement du secteur industriel (représentant environ trois quarts des demandes de chômage partiel) et dans une moindre mesure des secteurs « commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles », « construction », « transports et entreposage » ainsi que de la construction et du secteur « activités de services administratifs et de soutien ».

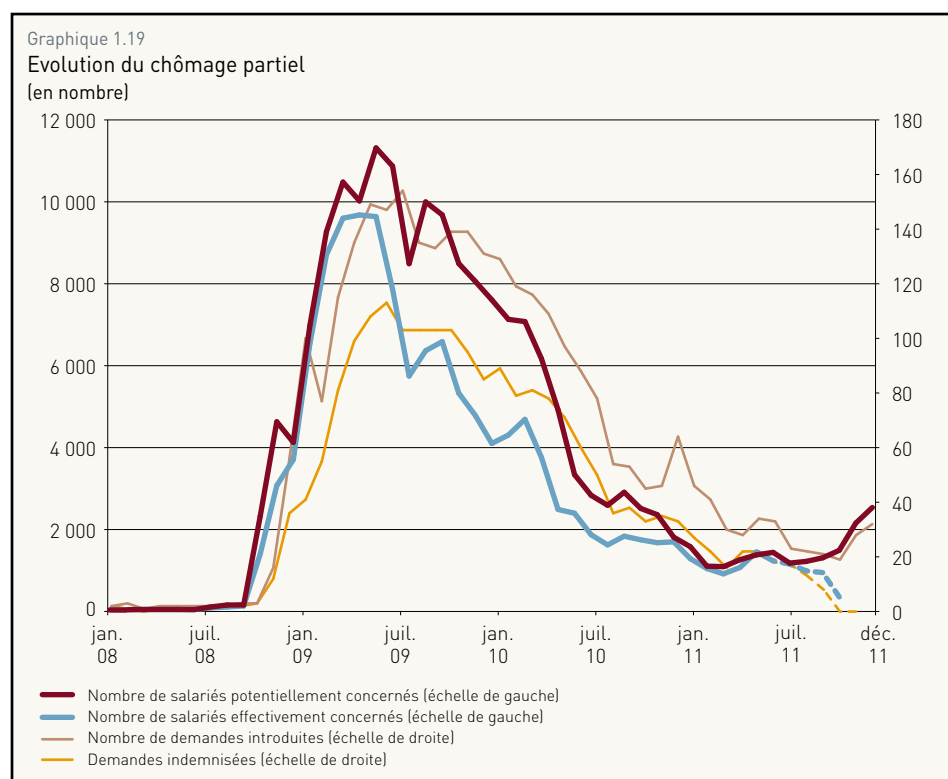
Selon les plus récentes données disponibles, la durée moyenne de travail a augmenté de 0,9% au cours des huit premiers mois de 2011¹², en glissement annuel. Cette évolution s'explique principalement par un moindre recours au chômage partiel (en comparaison annuelle) ainsi que par un allongement de la durée individuelle de travail via des heures supplémentaires par exemple.



Sources : ADEM, calculs BCL

11 Le nombre de demandes avisées favorablement par le Comité de conjoncture s'est établi à 26 pour le mois de décembre 2011.

12 Ces données doivent être interprétées avec prudence. De fait, ces données ne sont pas ajustées pour les variations saisonnières.



Sources : ADEM, Comité de conjoncture

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

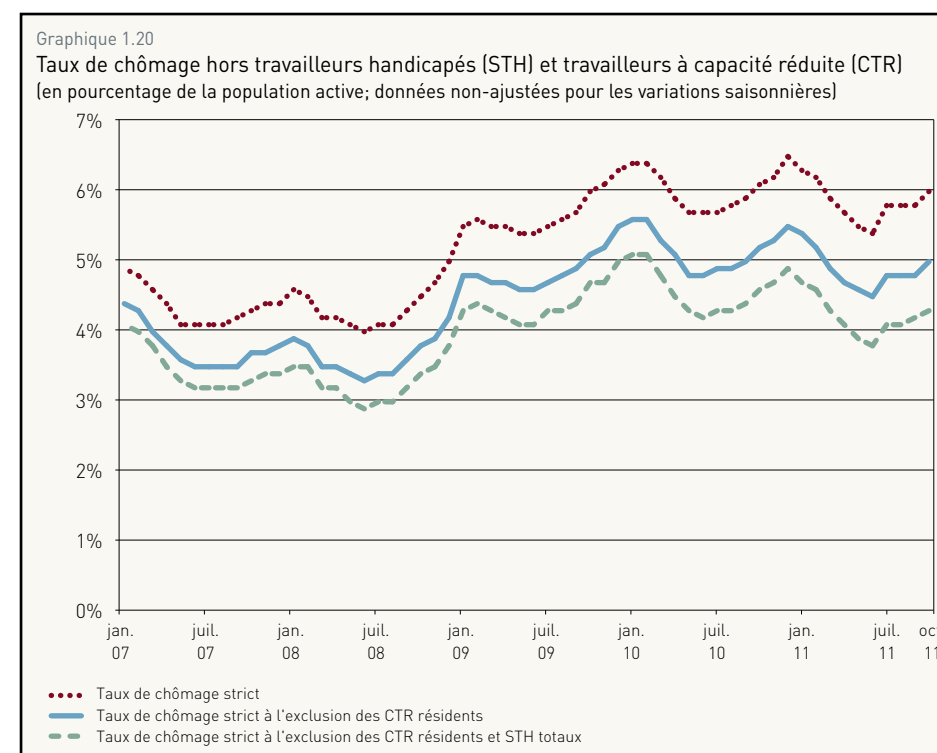
Sur une perspective à plus long terme, il est à craindre que la hausse du chômage induite par la crise vienne alimenter le chômage structurel. La détérioration continue du chômage de longue durée témoigne des difficultés rencontrées par certaines catégories de chômeurs à réintégrer le marché du travail, en particulier les chômeurs âgés et à niveau de qualification inférieur.

Par ailleurs, environ un quart des demandeurs d'emploi résidents sont considérés comme « travailleurs à capacité de travail réduite » (CTR)¹³ ou « travailleurs handicapés » (STH)¹⁴. Le nombre de ces demandeurs d'emploi n'a cessé d'augmenter au cours des dernières années. Au-delà de leur statut particulier, ces catégories sont essentiellement constituées de personnes âgées de plus de 51 ans et peu qualifiées, ce qui renforce davantage leurs difficultés à réintégrer le marché du travail. En 2011, ces travailleurs ont contribué en moyenne à 1,6 p.p. au taux de chômage au sens strict. Par ailleurs, l'écart grandissant entre le taux de chômage strict et le taux de chômage strict hors CTR et STH témoigne du renforcement de l'importance de cette catégorie de demandeurs d'emploi au fil des années.

En conclusion, les perspectives économiques moroses laissent planer une zone d'ombre sur le marché du travail.

¹³ Personnes bénéficiaires d'une décision de reclassement externe prise par la commission mixte de reclassement des travailleurs incapables à exercer leur dernier poste de travail en application des dispositions L.551-1. et suivantes du Code du travail (y compris un certain nombre de personnes reconnues également comme travailleur handicapé).

¹⁴ Demandeurs d'emploi présentant une diminution de leur capacité de travail de 30% au moins et qui sont reconnus aptes à exercer un emploi salarié sur le marché du travail ordinaire ou dans un atelier protégé (y compris un certain nombre de personnes bénéficiant également d'une décision de reclassement externe).



Sources : ADEM, calculs BCL

Remarque : Près de 95% des travailleurs handicapés repris dans ce graphique (STH totaux) sont constitués de demandeurs d'emploi résident sur le territoire national. Ces personnes sont donc incluses dans les chiffres officiels relatifs au chômage. Par ailleurs, les données relatives aux mois d'août à octobre sont des données provisoires.

2.3 LES ACTIVITÉS SECTORIELLES

2.3.1 Industrie et construction

La production industrielle, qui avait fortement reculé en 2009 en raison de la crise économique, s'est nettement redressée tout au long de l'année 2010. Au niveau sectoriel, il est apparu que toutes les branches de l'industrie ont bénéficié de la reprise en 2010, même si leurs trajectoires infra-annuelles ont quelque peu varié d'un secteur à l'autre.

Les données couvrant les neuf premiers mois de l'année 2011 sont extrêmement décevantes. La production industrielle par jour ouvrable (pjo) a fortement ralenti au premier trimestre 2011, avant de s'inscrire en baisse aux deuxième et troisième trimestres 2011 (voir tableau). Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches, à l'exception de l'industrie des biens intermédiaires et de la sidérurgie, ont vu leur production se replier au troisième trimestre de l'année 2011. Au total, la production industrielle du Luxembourg se situait en septembre 2011 à un niveau de près de 14% inférieur à celui qui était observé en août 2008. Sur la même période, la production de la zone euro affichait, quant à elle, un recul de l'ordre de 5%.

Les données de la plus récente enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie ne sont guère plus réjouissantes. Elles indiquent une baisse, pour le deuxième trimestre consécutif, du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie. En octobre, ce taux s'établissait à 79,8%, soit en deçà de la moyenne historique estimée à 81,5%. Les nouvelles commandes, quant à elles, évoluent depuis juillet à des niveaux largement inférieurs à ceux qui étaient observés sur la première moitié de l'année 2011. Enfin, les perspectives d'exportations ont enregistré une forte décline en octobre par rapport à l'enquête précédente. Au final, les perspectives de production pour le quatrième trimestre 2011 sont clairement négatives.

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

	2009	2010	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-15,9	10,5	14,7	5,7	6,3	1,8	-3,7	-2,3
Pjo - Biens intermédiaires	-16,6	10,4	16,9	0,7	2,5	-0,9	-6,7	1,3
Pjo - Biens d'équipement	-29,9	12,7	17,8	21,8	12,4	12,1	-0,5	-3,1
Pjo - Biens de consommation	-5,4	12,3	7,8	11,2	12,9	1,1	2,2	-3,5
Pjo - Energie	-2,7	11,8	22,8	4,1	12,1	2,9	-8,8	-15,9
Pjo - Industrie hors sidérurgie	-14,8	9,9	12,4	7,1	6,8	0,5	-4,0	-5,4
Pjo - Sidérurgie	-24,2	15,8	35,7	-5,7	1,7	12,2	-1,4	28,5

Source : Statec

L'activité dans le secteur de la **construction** a pour sa part 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 quasiment stagné en 2010 par rapport à 2009 et ce en dépit d'un redressement des heures travaillées.

La production dans le secteur de la construction a fait montre d'un grand dynamisme en janvier et février 2011, pour deux raisons. Premièrement, elle a profité d'un report d'activité non effectuée en décembre 2010, du fait de conditions climatiques extrêmement défavorables. Deuxièmement, elle a aussi bénéficié d'effets de base favorables, puisque l'activité dans le secteur de la construction s'était fortement réduite au début de l'année 2010 en raison notamment de mauvaises conditions météorologiques. La croissance sur un an de la production de la construction s'est ainsi établie à un rythme moyen supérieur à 20% au cours des deux premiers mois de l'année 2011, avant de stagner en mars. Au total, la pjo a progressé de plus de 11% au premier trimestre 2011. Ensuite, elle s'est inscrite en retrait aux deuxième et troisième trimestres de 2011. Au final, les indicateurs disponibles pour les neuf premiers mois de l'année 2011 indiquent une progression de l'activité de 2,0% par rapport aux neuf premiers mois de l'année 2010 et ce en dépit d'une diminution du nombre de salariés de 1,6% sur la même période.

Dans le secteur résidentiel, le nombre total de permis de bâtir a enregistré une quasi-stabilisation en 2010 en atteignant 3551, les permis de construire ayant progressé de manière dynamique sur le segment des maisons individuelles (+32,9%) en 2010 et reculé pour les maisons collectives (-11,7%). Sur les six premiers mois de l'année, le nombre total de permis de bâtir s'est établi à 1886, soit un niveau supérieur de 15% à celui observé au cours du premier semestre de 2010. Pour les segments des maisons individuelles et des maisons à appartements, la hausse observée sur la même période a été de respectivement 11,3% et 18,4%.

Les enquêtes de conjoncture auprès des entrepreneurs indiquent que le sous-secteur de la construction de logements est actuellement le moteur de l'activité du secteur construction, tandis que la production dans le sous-secteur des travaux publics est en berne. Les évolutions favorables des permis de bâtir observées au premier semestre 2011 devraient théoriquement stimuler la production de bâtiment au cours des prochains trimestres. Il n'est en revanche pas certain que ce regain d'activité dans le bâtiment soit suffisant pour compenser la baisse observée depuis plusieurs mois dans le segment des travaux publics.

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

	2009	2010	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3
Production par jour ouvrable (pjo) -Total	1,1	-0,1	4,3	1,1	-4,4	11,7	-1,1	-3,8
Heures travaillées	-0,9	1,1	9,1	-6,0	4,3	12,0	-1,6	-5,9
Permis de bâtir ¹⁾	-8,5	0,3	13,7	-3,8	-21,0	13,1	17,4	-

Source : Statec

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

Encadré 1.1

LES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL AU LUXEMBOURG SONT-ILS SURÉVALUÉS ?

A l'instar de la majorité des pays de l'OCDE, les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg ont fortement progressé depuis le milieu des années 1990¹. La crise économique et financière qui a succédé à l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis a entraîné un ajustement substantiel des prix à la baisse, notamment dans des pays comme les Etats-Unis, l'Espagne, l'Irlande ou encore le Royaume-Uni. Le Luxembourg semble avoir été relativement épargné par ce phénomène, puisqu'il n'a pas été sujet, jusqu'à présent, à un dégonflement massif des prix immobiliers. En effet, après la brève période d'accalmie enregistrée en 2008 et en 2009, les prix de l'immobilier résidentiel sont repartis à la hausse.

Eu égard à l'augmentation des prix immobiliers au Luxembourg, de nombreux observateurs ont abordé la question de l'existence d'une bulle immobilière. Cependant, une hausse durable des prix n'est pas une condition suffisante à l'identification d'une bulle. L'interprétation à donner quant à l'évolution des prix de l'immobilier s'articule en effet autour de la problématique suivante : la hausse des prix résulte-t-elle d'un déséquilibre entre une demande de logements soutenue et une offre limitée, auquel cas cette hausse apparaît justifiée par les conditions du marché, ou résulte-t-elle d'un comportement spéculatif alimenté par des anticipations continues de hausse des prix déconnectées des fondamentaux économiques, auquel cas la situation peut alors être qualifiée de bulle immobilière.

L'objectif de cet encadré est d'apporter une contribution à ce débat. Un état des lieux sur l'ensemble des données disponibles est réalisé dans un premier temps afin de mettre en exergue l'hétérogénéité des sources statistiques permettant d'analyser l'évolution des prix immobiliers au Luxembourg, ainsi que les lacunes existantes dans ce domaine. La deuxième partie s'interroge par la suite sur la présence d'une bulle immobilière au Luxembourg, en essayant d'apporter un éclairage sur cette question à travers l'utilisation, d'une part, d'indicateurs économiques traditionnels et d'autre part, d'un modèle à correction d'erreur mettant en relation l'évolution des prix immobiliers avec certains de ses déterminants fondamentaux.

ETAT DES LIEUX DES DONNÉES EXISTANTES

Les différents indicateurs disponibles pour analyser l'évolution des prix immobiliers au Luxembourg sont présentés dans le Tableau 1 avec leurs principales caractéristiques.

Tableau 1
Principales caractéristiques des indicateurs de prix immobiliers au Luxembourg

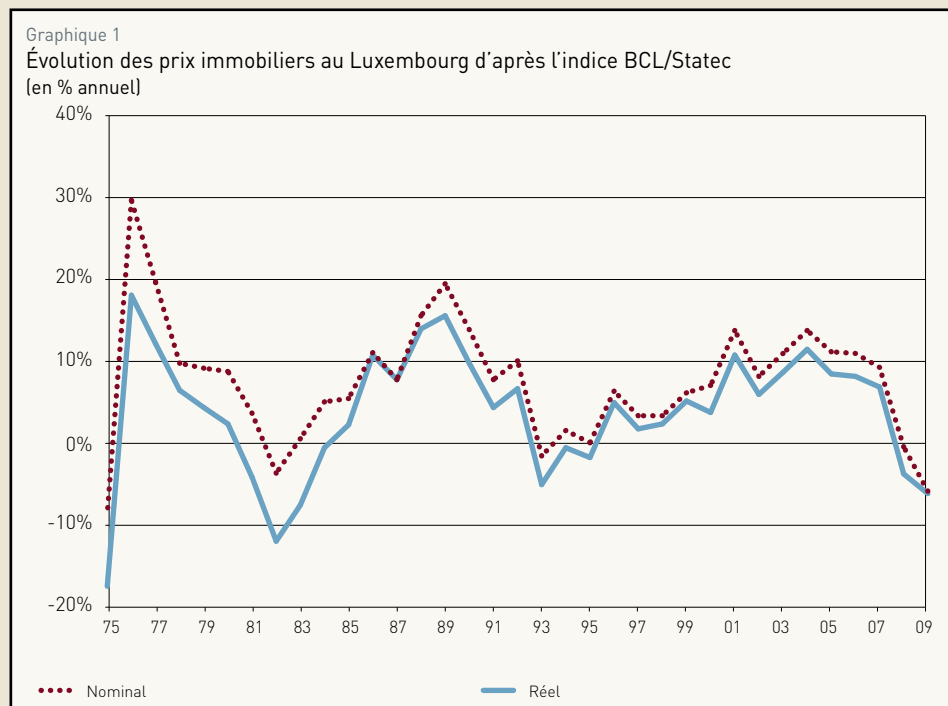
	Prix	Résidences	Fréquence	Période couverte	Délai de publication
BCL/STATEC	enregistrés	maisons et appartements	annuelle	1974 - 2009	1 à 2 ans
Observatoire de l'Habitat	affichés	maisons et appartements	trimestrielle	2005 T1 - 2011 T3	2 à 3 mois
Observatoire de l'Habitat	enregistrés ; par m ²	appartements neufs/anciens	trimestrielle	2007 T1 - 2011 T3	2 à 3 mois
STATEC	enregistrés ; par m ² ; (hédoniques)	appartements neufs/anciens	trimestrielle	2007 T1 - 2011 T2	2 à 3 mois

Les quatre indicateurs de prix immobiliers mentionnés ci-dessus ont des caractéristiques plutôt hétérogènes. Pourtant, une seule série longue existe. Il s'agit d'un indicateur annuel, calculé par la BCL² sur la base d'une statistique de ventes de biens immobiliers compilée par le STATEC à partir d'un fichier administratif fourni par le service d'évaluation immobilière de l'Administration des contributions directes. Les données sous-jacentes proviennent toutefois des actes notariés déposés auprès de l'Administration de l'enregistrement et des domaines (AED). L'indicateur couvre à la fois les maisons et les

1 Voir e.g. Girouard N., M. Kennedy, P. van den Noord et C. André (2006) « *Recent house price developments: The role of fundamentals* », OCDE, Document de travail n°475, BCL (2007), « *Evolution des prix de l'immobilier au Luxembourg* », Bulletin BCL 2007/1, pp.37-40, et André (2010) « *A bird's eye view of OECD housing markets* », OCDE, Document de travail n°746, Janvier 2010.

2 Pour plus de détails, voir le Bulletin BCL 2000/2, pp. 56-71.

appartements (ainsi que les maisons à appartements), mais ne prend pas en compte les terrains à bâtir. Par ailleurs, aucune distinction n'est faite entre nouvelles et anciennes constructions. Si la période couverte est relativement longue, elle s'arrête en 2009 en raison d'un délai de publication de un à deux ans.



Sources : Statec, calculs BCL

Le Graphique 1 indique que les prix immobiliers se sont accrus durant la majeure partie de la période couverte par l'indicateur. Entre 1975 et 2009, les prix ont respectivement augmenté de 1 156% et 267% en termes nominaux et réels. Cependant, la surface et la qualité des logements ne sont pas prises en compte par cet indicateur. Dans la mesure où les informations disponibles vont dans le sens d'une augmentation de la surface habitable³ et de la qualité des logements au cours des dernières décennies, cet indicateur n'apporte qu'un éclairage partiel.

Dans l'ensemble, cette série longue suggère l'existence de trois cycles majeurs depuis le

milieu des années 1970. Sur une période plus récente, les prix semblent avoir entamé un cycle de hausse à partir du milieu des années 1990, avant de se replier en 2008 et en 2009, à l'instar des développements qui ont eu lieu dans la plupart des pays de l'OCDE⁴. Pour connaître l'évolution des prix immobiliers après 2009, il est nécessaire de recourir aux trois autres indicateurs mentionnés dans le Tableau 1, ces derniers ayant d'ailleurs en partie été élaborés pour combler la lacune de données imputable au délai de publication de la série annuelle.

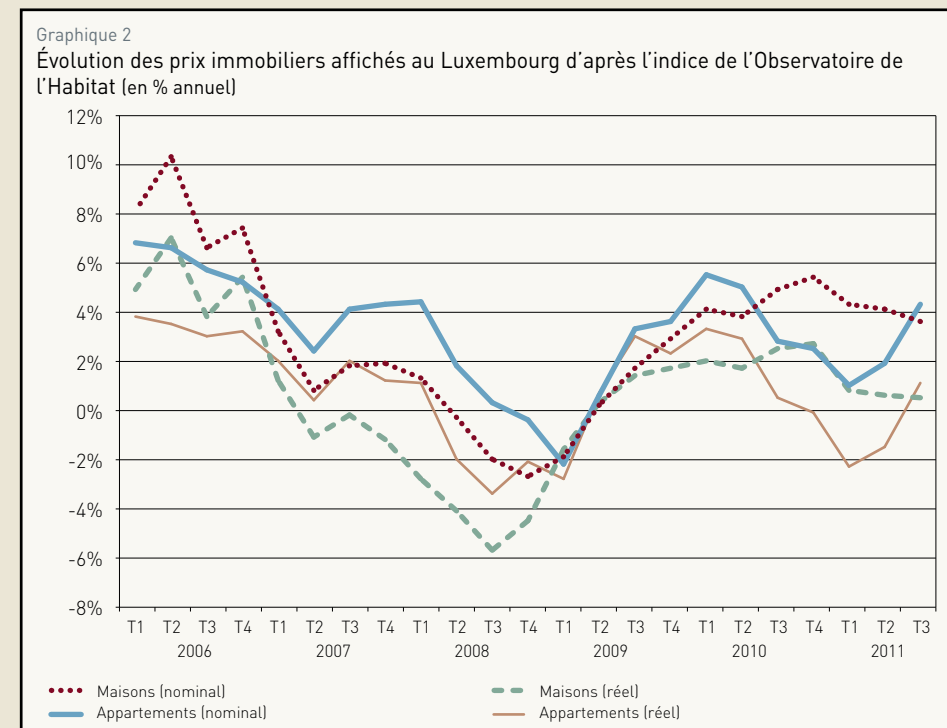
L'Observatoire de l'Habitat a tout d'abord développé une série d'indicateurs basés sur les prix affichés, c'est-à-dire sur les prix proposés dans les annonces immobilières. En l'absence de données à jour sur les prix immobiliers enregistrés, ces indicateurs ont pendant maintes années fait un apport important aux statistiques luxembourgeoises et demeurent pertinents, dans la mesure où les maisons ne sont pas couvertes par les nouvelles statistiques élaborées à partir des prix de transaction officiels⁵. Si aucune distinction n'est faite entre anciennes et nouvelles constructions, les données de l'Observatoire sont ventilées selon la région d'aménagement. Les indices, publiés avec un délai de deux à trois mois environ, sont calculés d'après une méthode de stratification basée sur le nombre de chambres et pondérés en fonction de leur représentativité sur le marché. Ces indicateurs à structure fixe sont disponibles en termes nominaux et réels pour la période allant du premier trimestre 2005 au troisième trimestre 2011.

³ Voir Stieß I., V. van der Land et E. Schietinger [2011] «Wohnungspolitik ökologisch und sozial gestalten - Rahmenbedingungen, Instrumente und Ansätze zur Förderung eines nachhaltigen Wohnungsbaus und einer nachhaltigen Bestandssanierung in Luxemburg», Institut für sozial-ökologische Forschung (ISOE), Mai 2011.

⁴ Voir e.g. André [2010], op. cit.

⁵ Selon l'Observatoire de l'Habitat, il semble d'ailleurs que l'indicateur des prix affichés des appartements puisse être utilisé comme indicateur avancé pour les prix enregistrés des appartements, avec un décalage de six à neuf mois. Voir Observatoire de l'Habitat [2010] «Analyse de l'évolution des prix de vente des appartements entre janvier 2007 et juin 2010», Note n° 15, Octobre 2010.

Malgré les différences méthodologiques entre cet indicateur et l'indice annuel BCL/Statec, le Graphique 2 confirme le repli des prix immobiliers sur plusieurs trimestres, notamment en 2008. Des divergences peuvent toutefois être constatées au cours de la période couverte par ces deux indicateurs. Par exemple, alors que la série annuelle indique une hausse des prix immobiliers de presque 10% en termes nominaux en 2007, les taux de croissance annuels calculés à partir des indicateurs construits par l'Observatoire de l'Habitat apparaissent quant à eux nettement moins élevés, tant pour les maisons que pour les appartements. La série annuelle laisse d'ailleurs supposer une baisse des prix nominaux d'environ 6% en 2009, alors que les prix affichés semblent avoir entamé un rebond au cours de cette période. Cependant, les observations de l'indicateur annuel en 2008 et 2009 risquent d'être sujettes à des révisions importantes lors de la prochaine publication des données sous-jacentes.



Sources : Observatoire de l'Habitat, calculs BCL

Quant à l'évolution des prix après 2009, les indicateurs construits par l'Observatoire de l'Habitat indiquent que les prix affichés des maisons (appartements) se sont, en termes de moyennes trimestrielles des progressions annuelles, accrus de 4,4% (3,4%) en valeur nominale et de 1,6% (0,6%) en termes réels. Dans l'ensemble, depuis le début de la crise économique et financière vers la mi-2007, les prix affichés des maisons ont baissé de 0,6% en termes réels, alors que les prix réels affichés des appartements ont augmenté de 2,5%. Ces évolutions respectives font toutefois suite à une période prolongée au cours de laquelle les prix se sont considérablement accrus.

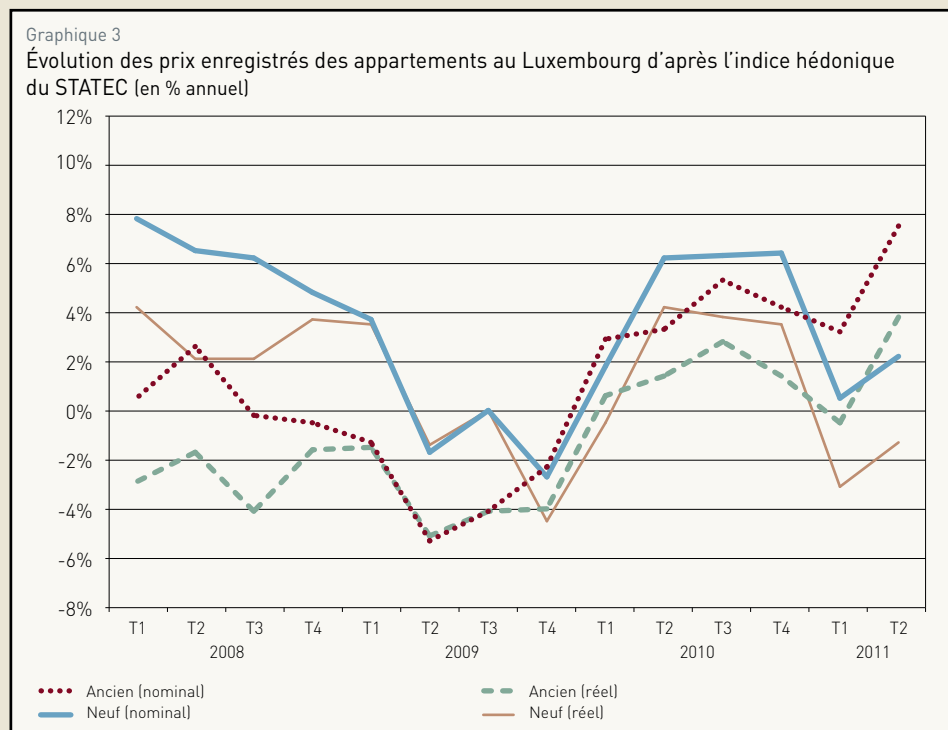
Qu'en est-il des prix enregistrés ? Des statistiques trimestrielles basées sur les prix de transaction officiels tels que renseignés dans les actes notariaux sont disponibles depuis peu. Les données sous-jacentes proviennent d'un fichier administratif de l'AED et sont complétées par des informations du cadastre vertical. L'Observatoire de l'Habitat et le STATEC élaborent ensuite des statistiques de prix enregistrés. Cependant, seuls les appartements sont couverts en raison du caractère parcellaire des informations disponibles, les transactions concernant les maisons unifamiliales étant par exemple difficiles à exploiter en l'absence d'indications sur leur surface⁶.

Alors que les données sous-jacentes exploitées par l'Observatoire de l'Habitat et le STATEC sont identiques, il existe des différences entre les statistiques respectives élaborées par les deux instituts, le STATEC calculant notamment des indices de prix immobiliers à qualité constante (appelés « hédoniques »)⁷. Ces deux indicateurs, qui font la distinction entre constructions

⁶ Voir C. Lamoray «Un indice des prix hédoniques des appartements», STATEC, Cahier d'étude n° 44, Septembre 2010.

⁷ Pour de plus amples détails sur les différences méthodologiques, le lecteur est invité à se référer aux notes méthodologiques de l'Observatoire de l'Habitat ainsi qu'au cahier d'étude n° 44 du STATEC.

existantes et nouvelles constructions, sont calculés trimestriellement et sont publiés avec un délai de deux à trois mois. Une ventilation par région d'aménagement est également disponible. L'avantage majeur de ces statistiques, disponibles à partir du premier trimestre 2007, repose sur la prise en compte de la surface des appartements.



Sources : STATEC, calculs BCL

Au premier trimestre de l'année en cours, le graphique fait toutefois ressortir une baisse des prix réels, notamment pour les nouvelles constructions. Un rebond des séries est observable au deuxième trimestre, même si les prix réels des nouvelles constructions ont continué à se replier par rapport au trimestre correspondant de 2010. Les taux de croissance annuels relatifs au troisième trimestre publiés par l'Observatoire de l'Habitat vont dans le sens d'une modération de la dynamique des prix enregistrés des appartements.

Force est de constater que l'évolution des prix réels des appartements est relativement atone depuis le début de la crise, bien qu'une reprise soit discernable depuis 2010. En effet, depuis l'émergence des tensions financières, les prix hédoniques réels des nouvelles constructions n'ont augmenté que de 4,0%, alors que les prix réels des constructions existantes ont fléchi de 1,4%. Sans vouloir devancer les résultats de la deuxième partie de l'encadré, ces développements vont dans le sens d'une normalisation des prix immobiliers au Luxembourg⁸.

L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES CONDITIONS DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE SUR LE MARCHÉ IMMOBILIER LUXEMBOURGEOIS

Comme dans d'autres pays de l'OCDE, la phase ascendante du dernier cycle immobilier au Luxembourg s'est distinguée par son ampleur et sa durée, mais également par sa déconnexion du cycle économique à la suite de l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000. La synchronisation de la hausse des prix immobiliers au niveau international a d'ailleurs été largement mise en avant par la littérature économique⁹.

8 Il convient de souligner que les développements présentés ci-dessus se rapportent au Luxembourg dans son ensemble, alors que des divergences considérables peuvent exister d'une région d'aménagement à l'autre.
9 Voir BCL (2006) « L'évolution récente des prix immobiliers au Luxembourg est-elle exceptionnelle », Bulletin de la BCL 2006/1, pp.85-100, et André (2010), op. cit.

Pour des raisons de parcimonie, le Graphique 3 retrace uniquement la progression annuelle des prix enregistrés des appartements de l'indice hédonique.

Cet indicateur permet tout d'abord de faire ressortir des différences entre les développements des prix des anciennes et des nouvelles constructions. Entre fin 2007 et fin 2009, les prix réels des anciennes constructions se sont ainsi repliés de plus de 5%, alors que les prix réels des nouvelles constructions n'ont pratiquement pas diminué. Les prix des anciennes et des nouvelles constructions se sont toutefois inscrits en hausse en 2010, tant en termes nominaux qu'en termes réels.

Outre l'hypothèse de rattrapage avancée par certains commentateurs, l'évolution des prix des logements au Luxembourg a parfois été interprétée comme un phénomène de bulle immobilière. Pourtant, les hausses prolongées et soutenues du prix de l'immobilier ne sont pas nécessairement synonymes de surévaluation dans la mesure où elles reflètent les conditions fondamentales du marché. Conformément à la littérature existante¹⁰, cette question est ici abordée en deux temps à travers, d'une part, l'utilisation d'indicateurs traditionnels de déséquilibre des prix de l'immobilier, et d'autre part, l'estimation d'une relation d'équilibre de long terme dans le cadre d'un modèle économétrique simplifié, qui met en relation l'évolution des prix immobiliers avec certains de ses déterminants fondamentaux. Cette analyse est complétée au préalable par une brève présentation des déterminants de l'évolution des prix immobiliers au Luxembourg depuis le milieu des années 1990.

Entre 1995 et 2010, les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg ont augmenté de près de 190% en valeur nominale, soit une hausse annuelle moyenne de 7%¹¹. Au cours de la même période, le PIB réel, utilisé ici comme une approximation de l'évolution du revenu disponible des ménages, s'est accru de près de 82%, soit environ 4% en moyenne en rythme annuel¹². Dans le même temps, le faible niveau des taux d'intérêt réels de court terme et l'allongement de la durée des prêts hypothécaires ont renforcé la capacité d'emprunt et donc d'achat d'un bien immobilier par un ménage pour un revenu donné¹³. L'augmentation de l'emploi, la croissance de la population et l'évolution de la composition des ménages, ainsi que les changements de législation introduits en 2002¹⁴, ont également contribué au dynamisme de la demande sur le marché immobilier luxembourgeois. Cette demande soutenue s'est par ailleurs heurtée à une offre de logement limitée qui a fait augmenter le prix de l'immobilier résidentiel. Au cours de la période considérée, l'évolution des coûts de construction a quant à elle connu une hausse sensiblement similaire à celle de l'indice des prix à la consommation et de sa composante loyers, soit environ 2,3% en moyenne en rythme annuel.

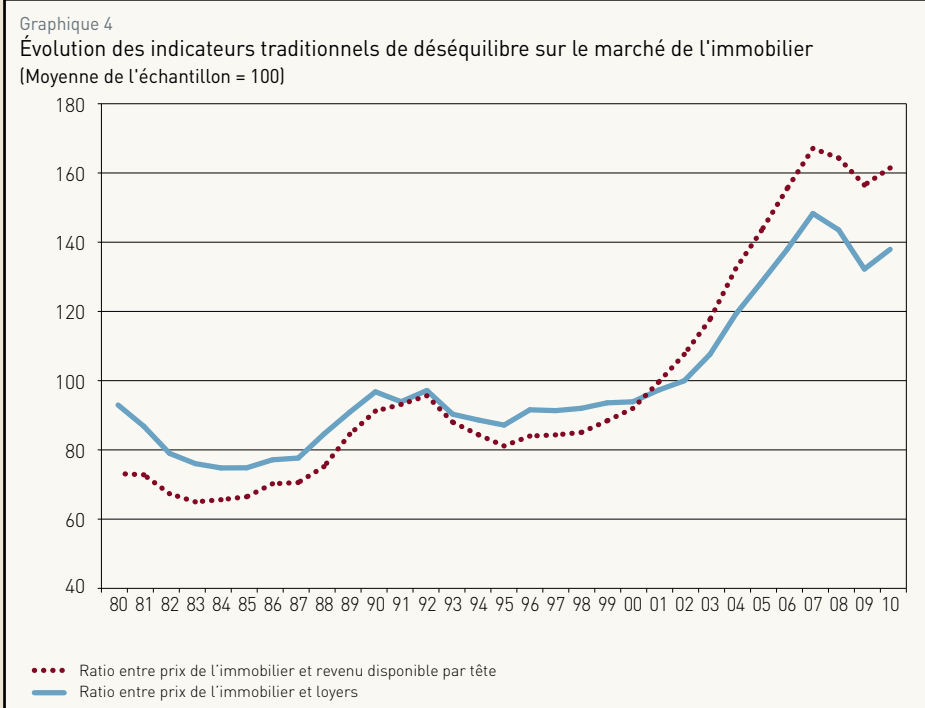
Tableau 2

Taux de croissance du prix de l'immobilier résidentiel et de ses déterminants fondamentaux sur la période 1995-2010 (en %)

	Sur l'ensemble de la période	En rythme annuel
Prix des logements	189,9	7,0
PIB réel	76,2	3,8
Prix à la consommation	35,8	2,1
dont : loyers d'habitation	45,3	2,5
Coûts de construction	41,3	2,3
Permis de bâtir	46,4	3,4
Population	24,3	1,5
Emploi	66,0	3,4
	Sur la période 1986-1995	Sur la période 1996-2010
Taux d'intérêt réel moyen de court terme (en % annuel)	5,5	0,9

Sources : STATEC, calculs BCL

10 Voir e.g. C. Blot (2006) « Peut-on parler de bulle sur le marché immobilier au Luxembourg », BCL, Cahier d'études n°20, Mai, 2006, Girouard et al. (2006), op. cit., BCL (2007), op. cit., et BCE (2011) « Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals », Revue de stabilité financière, Juin 2011, pp.57-59.
11 Cette évolution est basée sur l'indice annuel du prix de l'immobilier BCL/STATEC complété par l'indice hédonique du prix des appartements calculé par le STATEC à partir de 2008.
12 Les données relatives au revenu disponible sont publiées depuis peu par le Statec et sont seulement disponibles sur la période 2006-2009. En complétant cette série par les données historiques calculées par la BCL, le revenu disponible au Luxembourg aurait augmenté de 107% en valeur nominale entre 1995 et 2009, soit un taux de croissance annuel moyen de plus de 5%.
13 Ces changements structurels se sont toutefois accompagnés d'une forte augmentation du taux d'endettement des ménages, ce qui pourrait se traduire par des difficultés de remboursement pour certains ménages en cas de dégradation de la conjoncture et/ou de hausse prononcée des taux d'intérêt hypothécaires. Voir à ce sujet l'encadré sur les comptes financiers des ménages publié dans le rapport annuel 2010 de la BCL.
14 Voir à ce sujet la loi du 30 juillet 2002 relative aux différentes mesures fiscales destinées à encourager la mise sur le marché et l'acquisition de terrains à bâtir et d'immeubles d'habitation.



Sources : BCL/STATEC, calculs BCL

Le graphique 4 présente les deux indicateurs traditionnels généralement utilisés par la littérature économique pour analyser la formation de déséquilibres sur le marché immobilier : le *ratio d'accessibilité des ménages*, défini comme le rapport entre le prix de l'immobilier résidentiel et le revenu disponible par tête, qui permet de mesurer l'évolution de la capacité d'achat d'un logement par les ménages, et le *ratio de valorisation intrinsèque d'un actif immobilier*, défini comme le rapport entre le prix de l'immobilier résidentiel et le prix des loyers, qui permet d'apprécier le rendement potentiel d'un investissement sur le marché immobilier et/ou d'évaluer l'attraction relative de la location par rapport à l'achat.

Dans le cas du Luxembourg, ces deux ratios se situent actuellement au-dessus de leur moyenne de long terme, indiquant par là des signes de surévaluation potentielle des prix de l'immobilier résidentiel, en particulier depuis le début des années 2000. Ces deux mesures de déséquilibre sur le marché immobilier soulèvent cependant de nombreux problèmes et doivent donc être interprétées avec précaution¹⁵.

Tout d'abord, le *ratio d'accessibilité des ménages* constitue une mesure potentiellement biaisée de la capacité d'achat des ménages. En effet, au cours de la période étudiée, la relation entre l'évolution des prix immobiliers et celle du revenu disponible a probablement subi des modifications structurelles, notamment du fait de l'allongement de la durée des prêts et de la baisse des taux d'intérêt réels. En outre, le revenu disponible est mesuré au niveau agrégé et couvre donc l'ensemble de la population, alors que les prix de l'immobilier sont déterminés sur un marché dans lequel certains groupes d'acheteurs ont des revenus plus élevés que la moyenne de la population. Dans la même perspective, ce ratio ne prend pas en compte l'évolution de la composition des ménages dans son mode de calcul, en particulier du point de vue de la progression du taux des ménages monoparentaux, de l'augmentation rapide du nombre de personnes vivant seules et du vieillissement de la population.

Le *ratio de valorisation intrinsèque d'un actif immobilier* représente également une mesure potentiellement biaisée du rendement d'un investissement résidentiel, et ce pour les raisons suivantes. Tout d'abord, l'ajustement des loyers à la hausse pour les locataires en place est contraint par une réglementation stricte, ce qui explique en partie les divergences d'évolution entre le prix des loyers et le prix de l'immobilier résidentiel. Ensuite, contrairement à l'indice du prix de l'immobilier résidentiel utilisé comme numérateur pour la construction de ce ratio, l'indice des loyers utilisé comme dénominateur est ajusté de la qualité des logements, impliquant par là une tendance haussière pour l'évolution de cet indicateur sur la majeure partie de la

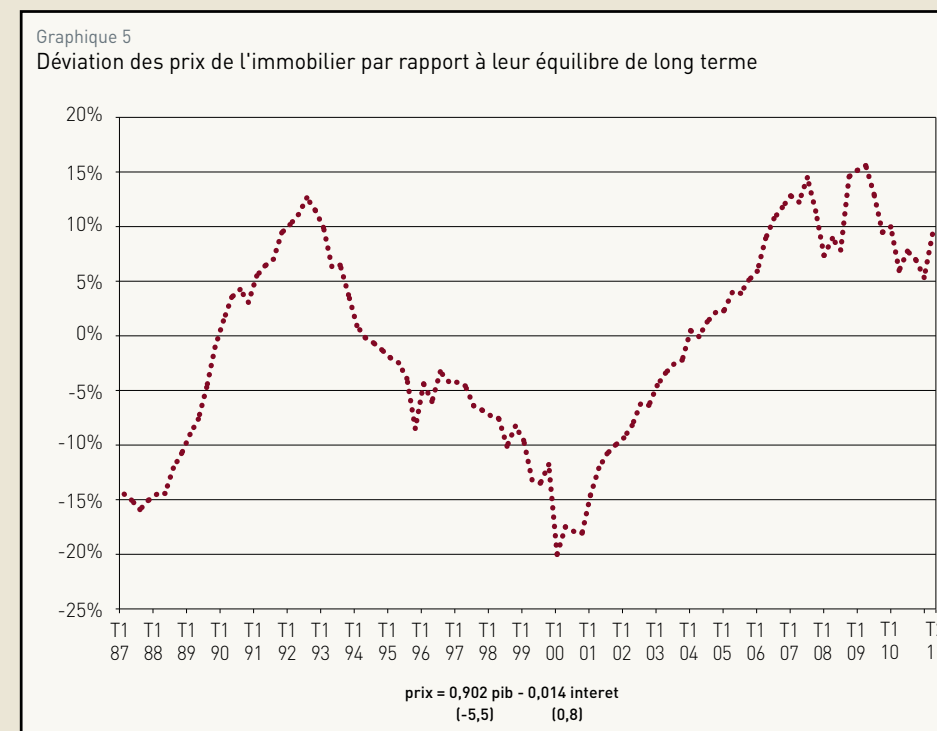
15 Voir notamment Girouard et al. (2006) et André (2010), op. cit.

période étudiée. Enfin, le coût d'usage de la détention d'un bien immobilier, qui intègre entre autres le taux d'intérêt nominal après impôt, la taxe foncière, les coûts de détérioration et de maintenance du bien, mais également les anticipations de plus-values sur la vente de ce bien, devrait être aussi pris en compte pour un calcul de ce ratio plus précis.

En dépit de leurs lacunes, ces deux indicateurs demeurent pertinents pour appréhender l'évolution globale du prix de l'immobilier au Luxembourg, du moins dans ses grandes lignes. Afin de compléter cette analyse, un modèle à correction d'erreur incorporant une relation de cointégration entre le logarithme du prix réel de l'immobilier résidentiel (*prix*) d'une part, et le logarithme du PIB réel (*pib*) et le taux d'intérêt réel de court terme (*intérêt*) d'autre part, est estimé sur la période allant du premier trimestre de 1986 au deuxième trimestre de 2011. L'interprétation de la relation de cointégration fournit alors une estimation de la valeur d'équilibre de long terme des prix de l'immobilier, vis-à-vis de laquelle le niveau actuel des prix peut être comparé.

En accord avec la relation de cointégration estimée, les prix réels de l'immobilier résidentiel luxembourgeois seraient entrés dans une phase de surévaluation à partir de 2005, avant de connaître une période d'ajustement depuis 2009¹⁶. À la fin de l'année 2010, les prix de l'immobilier résidentiel luxembourgeois demeuraient cependant légèrement surévalués en termes réels.

Ces estimations relatives à une surévaluation potentielle des prix immobiliers au Luxembourg sont toutefois à interpréter avec précaution pour différentes raisons, qui militent en faveur d'une hausse des prix immobiliers. Tout d'abord, les données utilisées ne tiennent pas compte de la superficie et de la qualité des logements sur la majeure partie de la période étudiée. Ensuite, le modèle utilisé ne prend pas en compte, d'une part, les changements structurels induits par des modifications de la législation, et d'autre part, l'influence d'autres variables telles que l'existence de contraintes relatives à l'offre de biens disponibles¹⁷. Enfin, il est important de remarquer que l'ajustement consécutif à une surévaluation des prix immobiliers ne signifie pas nécessairement une baisse subséquente des prix, mais une augmentation moins élevée que celle des déterminants fondamentaux.



16 Les chiffres présentés entre parenthèses au pied du graphique correspondent aux statistiques de Student associées aux coefficients estimés, ce qui implique que les taux d'intérêt réels de court terme n'apparaissent pas comme étant significatifs dans la détermination des prix immobiliers à long terme. En imposant une contrainte de nullité à ce coefficient dans la relation de cointégration, le coefficient du prix de l'immobilier réel associé au PIB réel devient sensiblement égal à l'unité.

17 En dépit de sa simplicité, le modèle à correction d'erreur utilisé pour estimer la relation de cointégration explique plus des deux tiers des fluctuations du prix réel de l'immobilier sur l'ensemble de la période considérée.

En guise de conclusion, et sur la base des informations disponibles, cette étude tendrait à suggérer des signes de surévaluation persistants des prix de l'immobilier luxembourgeois et ce malgré le processus de normalisation entamé dans le sillage de la crise économique et financière. Il convient toutefois d'appréhender ces résultats avec prudence. En effet, au-delà des limites associées aux indicateurs et aux modèles économétriques traditionnels utilisés par la littérature existante, les difficultés d'interprétation pour le Luxembourg proviennent également de l'hétérogénéité des sources statistiques et de leurs lacunes. Afin d'apporter une contribution à ce débat, la BCL a décidé de mener des travaux visant à la construction d'un nouvel indice du prix de l'immobilier résidentiel incorporant à la fois les prix des maisons et les prix des appartements disponibles par le biais du fichier administratif de l'AED.

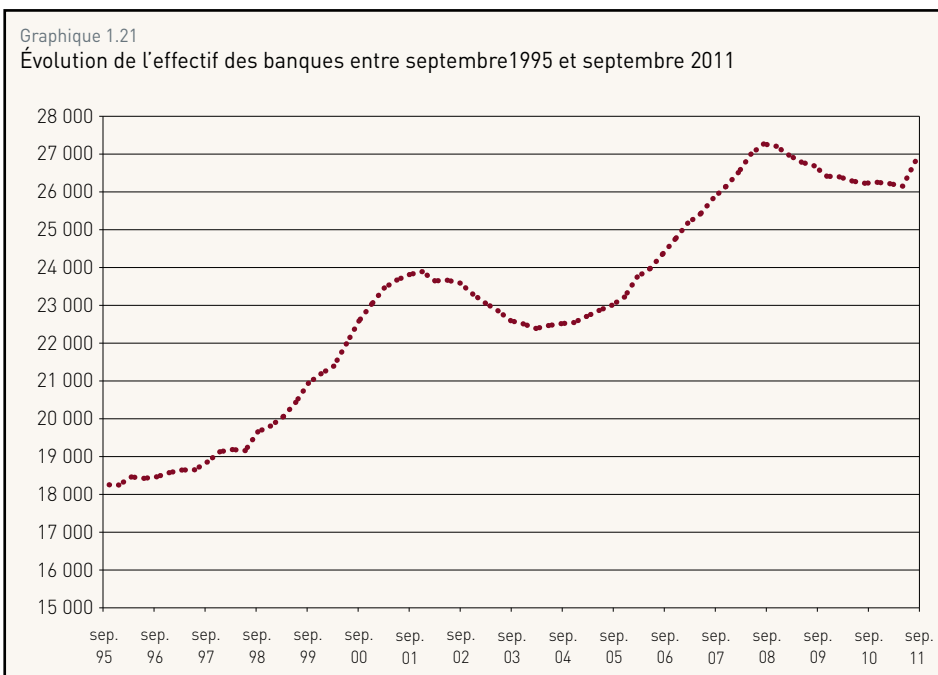
2.3.2 Secteur financier

L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'élève à 26 809 personnes au 30 septembre 2011, ce qui représente une hausse de 656 emplois par rapport au 30 juin 2011. Par rapport au 30 septembre 2010, l'emploi bancaire est en hausse de 2,2%.

Il convient toutefois de souligner que cette augmentation est essentiellement due à une opération particulière. En effet, un établissement de crédit a augmenté son effectif de 558 personnes au cours du dernier trimestre, en rémunérant désormais directement des salariés qui travaillaient auparavant pour le sous-traitant de son service d'administration de fonds d'investissement.

En neutralisant cette opération non-récurrente, l'emploi au 30 septembre 2011 est en hausse de 98 unités par rapport au trimestre précédent. En effet, 56 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs au cours des trois derniers mois (hausse allant de 1 à 42 salariés, selon les cas). Par ailleurs, 33 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 28 salariés, selon les cas).

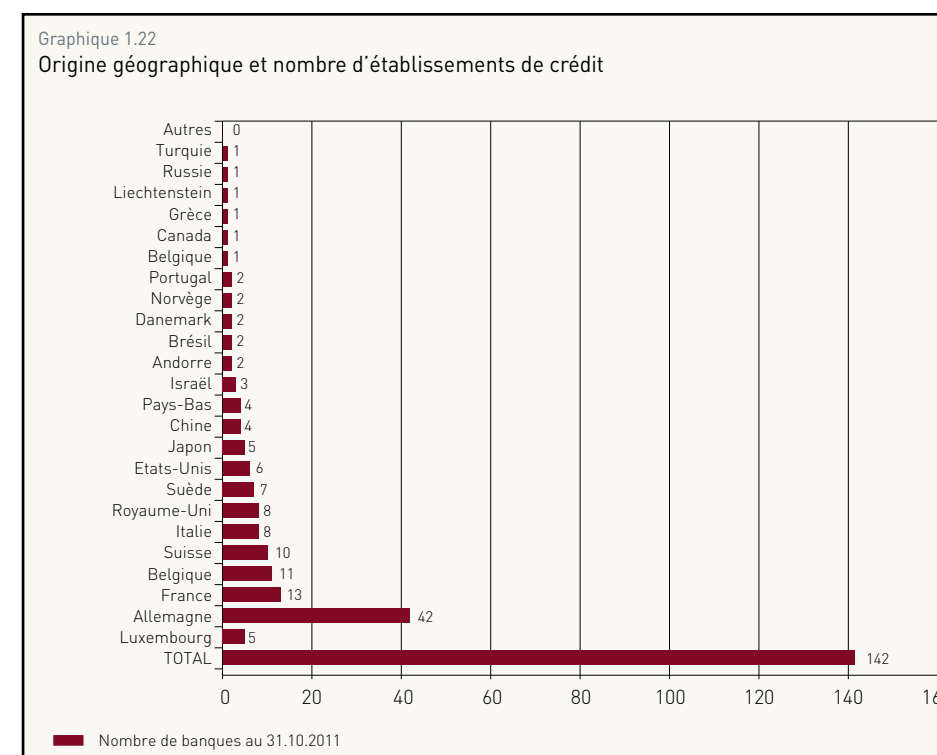


Source : BCL

L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Le nombre d'établissements de crédit a diminué de quatre unités entre fin octobre 2010 et fin octobre 2011, passant de 146 à 142 unités. Par ailleurs, le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire se poursuit.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, avec 42 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, on dénombre 5 banques luxembourgeoises, 11 banques belges, 13 banques françaises, 10 banques suisses.



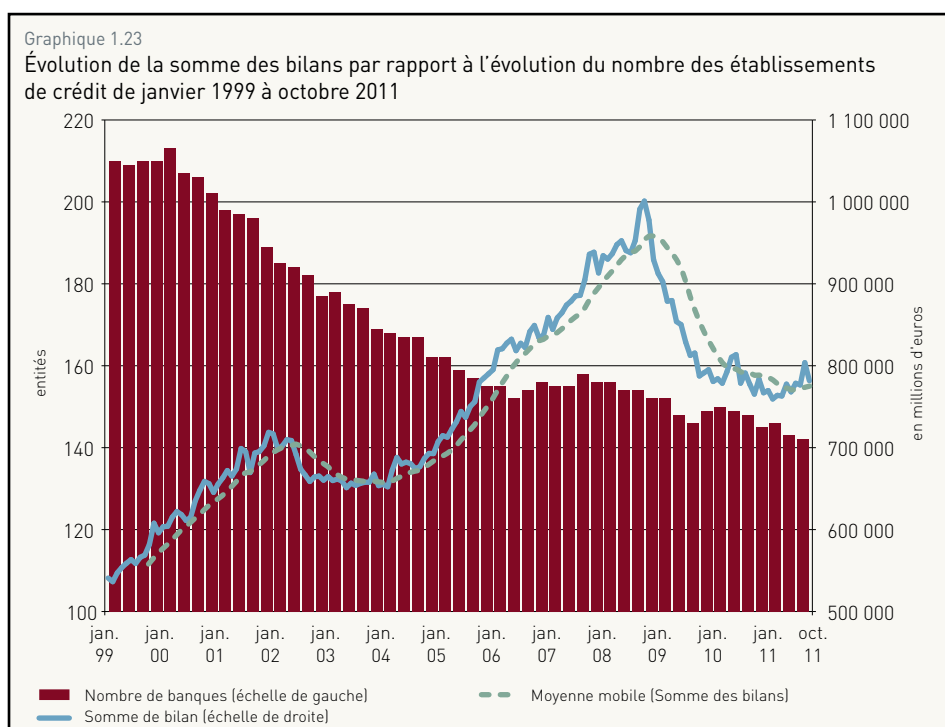
Source : CSSF

Le bilan des établissements de crédit

Le graphique suivant, qui reprend l'évolution de la somme des bilans des banques, montre un recul du volume des activités au cours des années 2002 et 2003, puis une hausse entre fin 2004 et octobre 2008, suivie d'une baisse jusqu'en mars 2010. On s'aperçoit 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 cours de l'année 2010.

Depuis le début de l'année 2011, la somme des bilans affiche, en variation mensuelle, une évolution contrastée. Toutefois, entre janvier et octobre, la somme des bilans a augmenté de 1,6%. Le mois de septembre 2011 a, par ailleurs, été caractérisé par une somme des bilans de 805 998 millions d'euros, pour la première fois, depuis juin 2010, supérieure au seuil des 800 000 millions d'euros. Cependant cette hausse ne s'est pas poursuivie en octobre, où la somme des bilans était de 783 962 millions d'euros, soit une baisse de 2,7% par rapport au mois précédent. Enfin, la comparaison annuelle entre octobre 2010 et octobre 2011 est positive, puisque la somme des bilans d'octobre 2011 est supérieure à celle d'octobre 2010.

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



Source : BCL

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

Entre les mois d'octobre 2010 et d'octobre 2011, la somme des bilans des établissements de crédit est donc en hausse. Il est intéressant de noter les variations au sein des différents postes de l'actif du bilan agrégé des banques.

Les créances interbancaires, qui représentent près de la moitié (49,4%) de l'actif du bilan des banques, ont augmenté de 7,7%, soit 27 719 millions d'euros, entre octobre 2010 et octobre 2011, pour s'élever à 387 390 millions d'euros. L'évolution mensuelle sur la période étudiée reste contrastée. Toutefois, le fort mouvement de baisse entamé au début de l'année 2009 semble s'interrompre. Rappelons qu'entre janvier 2009 et janvier 2010, les créances interbancaires avaient diminué de 19,3%.

Il convient cependant de noter que les facilités de dépôt auprès de la Banque centrale du Luxembourg sont incluses dans ces créances. Les mois de juillet, septembre et octobre 2011 se sont caractérisés par un usage plus important de ces facilités de dépôt, par rapport au début de l'année. Ainsi en juillet, 8 115 millions d'euros ont été déposés auprès de la Banque centrale du Luxembourg, en septembre ce sont 13 716 millions d'euros qui ont été déposés, enfin, en octobre, 12 387 millions d'euros ont été déposés. Il faut néanmoins mettre ces chiffres en rapport avec la fin de l'année 2008, où un montant de 29 018 millions d'euros avait été déposé auprès de la Banque centrale du Luxembourg. La faible rémunération des facilités de dépôt (0,75% au 13 juillet 2011 et 0,50% au 9 novembre 2011) doit inciter les banques commerciales à se prêter de l'argent entre elles. Ainsi, une augmentation des dépôts effectués auprès de la Banque centrale du Luxembourg est un indicateur de tensions sur le marché interbancaire.

Les créances sur la clientèle ont augmenté de 3%, soit 5 642 millions d'euros, entre octobre 2010 et octobre 2011, pour s'élever à 194 958 millions d'euros. Ce poste représente presque un quart de l'actif du bilan des banques. Notons que le volume des crédits accordés aux résidents luxembourgeois et aux résidents du reste du monde sont en hausse, tandis que les crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro sont en légère baisse.

Le portefeuille de titres des banques, qui représente désormais 21,8% de l'actif du bilan, s'est contracté de 11,1% entre octobre 2010 et octobre 2011, passant de 191 976 millions d'euros à 170 578 millions d'euros, soit un montant proche de celui de septembre 2000. Cette contraction résulte en partie de la baisse de certains indices boursiers depuis le mois d'avril 2010. En effet, en mars 2010 la valeur du portefeuille de titres s'élevait encore à 218 807 millions d'euros. 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 90,6% en valeurs mobilières à revenus fixes. Les 9,4% restants sont des valeurs mobilières à revenus variables (actions et participations).

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une évolution à la hausse (16,4%) entre octobre 2010 et octobre 2011; il s'élève à 31 036 millions d'euros, soit 4% de l'actif du bilan. Cette évolution à la hausse est à noter, car la vente de produits dérivés par les banques est relativement contra-cyclique. En effet, un contexte d'incertitude sur les marchés financiers incite les investisseurs à se protéger contre les risques et donc à acquérir des produits dérivés ayant pour objet cette protection.

Tableau 1.7

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

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	10-2010	06-2011	10-2011	10-2010 - 10-2011		06-2011 - 10-2011		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	359 671	372 925	387 390	27 719	7,7	14 465	3,9	49,4
Créances sur la clientèle	189 316	197 867	194 958	5 642	3,0	-2 908	-1,5	24,9
Portefeuille titres	191 976	174 612	170 578	-21 398	-11,1	-4 035	-2,3	21,8
Autres actifs	26 662	24 976	31 036	4 374	16,4	6 061	24,3	4,0
Total de l'actif	767 625	770 379	783 962	16 337	2,1	13 583	1,8	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Evolution du volume des principaux postes du passif du bilan

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

Les encours de dettes interbancaires, qui représentent 45% du passif du bilan des banques, ont augmenté de 1,2%, soit 4 081 millions d'euros, entre octobre 2010 et octobre 2011, pour s'élever à 353 001 millions d'euros. Ces positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg. A titre informatif, début 2009, les concours aux établissements de crédit de la zone euro représentaient 29 863 millions d'euros, contre 4 777 millions d'euros fin octobre 2011. Il convient toutefois de noter que ce concours est en augmentation, puisqu'il s'élevait à 2 068 millions d'euros en janvier 2011. Les encours de dettes interbancaires sont donc majoritairement des dettes contractées avec des établissements de crédits. Enfin, le solde net des actifs et passifs interbancaires, fin octobre 2011, est créditeur de 34 389 millions d'euros.

Les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 7,6% entre octobre 2010 et octobre 2011, pour s'élever à 278 026 millions d'euros. Le refinancement des banques reste toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle, qui représentent un poids relatif de 35,5% de la somme du passif fin octobre 2011.

Entre octobre 2010 et octobre 2011, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 12,6%. 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 64 914 millions d'euros fin octobre 2011, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (8,3% de la somme du passif).

Fin octobre 2011, 88 021 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 2,2% entre octobre 2010 et octobre 2011.

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

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 10-2011
	10-2010	06-2011	10-2011	10-2010 - 10-2011		06-2011 - 10-2011		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	348 920	353 137	353 001	4 081	1,2	- 136	0,0	45,0
Dettes envers la clientèle	258 339	267 014	278 026	19 686	7,6	11 012	4,1	35,5
Dettes représentées par un titre	74 256	69 110	64 914	-9 342	-12,6	-4 195	-6,1	8,3
Autres passifs	86 110	81 119	88 021	1 911	2,2	6 902	8,5	11,2
Total du passif	767 625	770 379	783 962	16 337	2,1	13 583	1,8	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

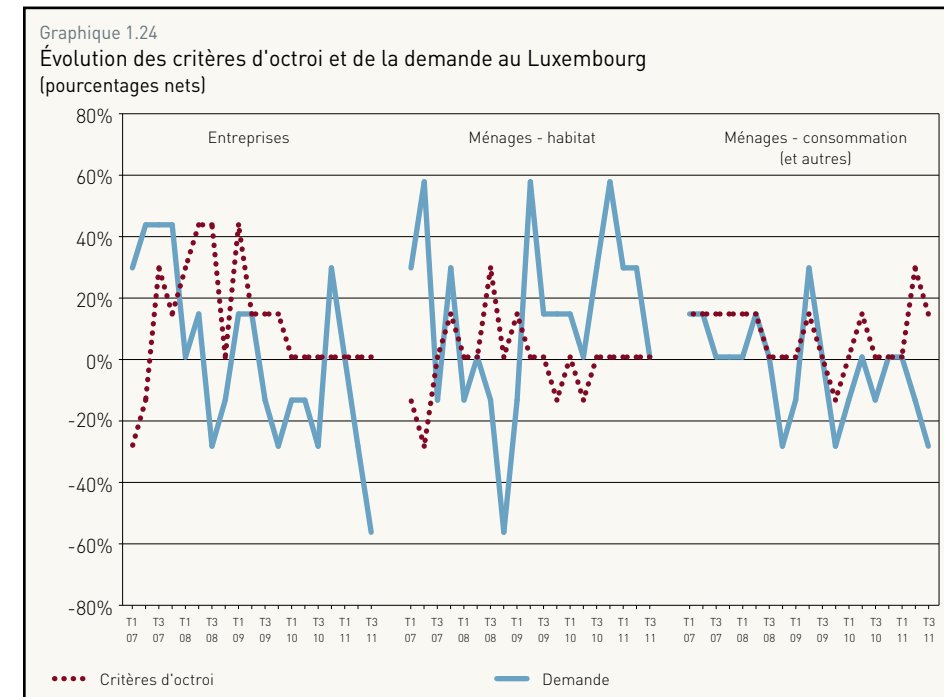
L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

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'Eurosysteme. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande. Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement des critères d'octroi (une hausse de la demande) et la part de celles ayant signalé un assouplissement (une baisse). A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

La plus récente enquête fut réalisée en septembre et couvre le troisième trimestre 2011. Au Luxembourg, les critères d'octroi n'ont guère changé au troisième trimestre, alors qu'au niveau de la zone euro ils se sont durcis davantage par rapport au trimestre précédent. Le durcissement accru des critères d'octroi rapporté par les banques de la zone euro est lié à la ré-intensification de la crise de la dette souveraine. En effet, la détérioration du coût des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan ont contribué considérablement au rebond des pourcentages nets. Dans ce contexte, les réponses à une question supplémentaire sur l'accès aux financements du marché vont dans le sens d'une détérioration des conditions de refinancement des banques. Néanmoins, les résultats de l'enquête laissent aussi supposer un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro. Ainsi, les banques ont signalé que leurs

perceptions des risques - découlant par exemple des prévisions concernant l'activité économique générale ou encore des perspectives concernant un secteur ou une entreprise spécifique - se sont détériorées davantage, contribuant ainsi au durcissement des critères d'octroi au troisième trimestre.

Les résultats relatifs à la demande vont également dans le sens d'une décélération de l'activité économique et se caractérisent notamment par une chute de la demande émanant des entreprises, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble. En effet, les banques ont cité un moindre besoin de financement - découlant entre autres d'un recul des investissements en capital fixe - comme ayant contribué à faire baisser la demande des entreprises. Si la demande pour les crédits immobiliers demeure inchangée au Luxembourg, elle s'est fortement repliée au niveau de la zone euro en raison d'une dégradation des perspectives sur le marché du logement et de la confiance des consommateurs. La demande pour les crédits à la consommation (et autres crédits) s'est inscrite en baisse dans les deux échantillons. Au Luxembourg, cette évolution est liée à une conjonction de facteurs, alors que dans la zone euro dans son ensemble la baisse de la demande découle surtout d'une dégradation de la confiance des consommateurs et des dépenses de consommation en biens durables.



Source : BCL

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

Entreprises : Au Luxembourg, l'orientation globale des critères d'octroi appliqués aux crédits dispensés aux entreprises est restée inchangée depuis le premier trimestre 2010. Dans la zone euro, les pourcentages nets ont rebondi pour s'inscrire à leur niveau le plus élevé depuis le deuxième trimestre 2009. Cette évolution est dans une grande mesure attribuable à une détérioration du coût des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan ainsi que des perceptions des risques des banques. Ces développements font suite à une période au cours de laquelle les pourcentages nets relatifs à l'évolution des critères d'octroi se sont généralement établis à des niveaux très bas, à l'exception d'un rebond éphémère au deuxième trimestre de l'année passée.

Force est de constater que les critères d'attribution n'ont toujours pas été assouplis depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, ni au Luxembourg ni dans la zone euro dans son ensemble. La politique de crédit des banques demeure donc restrictive, dans la mesure où les durcissements cumulés enregistrés depuis le deuxième trimestre 2007 n'ont pas encore été neutralisés et encore moins inversés. Les résultats de l'enquête de septembre indiquent d'ailleurs que les critères d'octroi pourraient se durcir au dernier trimestre de l'année.

Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro s'est également traduit par des conditions moins favorables aux emprunteurs, notamment en ce qui concerne la marge sur les prêts plus risqués.

Pour ce qui est de la demande, les résultats de l'enquête de septembre sont très défavorables au Luxembourg. La demande nette a en effet atteint son creux historique au troisième trimestre. La chute de la demande découle d'un moindre besoin de financement des entreprises. Généralement, la demande émanant des entreprises est plutôt morose, voire négative, depuis 2008.

Dans la zone euro la demande nette s'est également repliée, les pourcentages nets ayant atteint leur niveau le plus faible depuis début 2010. Si une forte tendance haussière de la demande nette fut discernable entre le troisième trimestre 2010 et le premier trimestre 2011, cette tendance s'est inversée au deuxième trimestre.

Ménages (habitat): En ce qui concerne l'évolution des crédits à l'habitat accordés aux ménages, les critères d'octroi au Luxembourg sont restés inchangés au troisième trimestre 2011. Plus généralement, les critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers n'ont pratiquement pas changé depuis des années. Pour ce qui est de la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets ont atteint leur sommet sur deux ans. Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro est attribuable à une détérioration des perceptions de risques des banques, mais surtout à une dégradation des coûts des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan.

Si les critères d'octroi sont restés inchangés au Luxembourg, une grande banque a toutefois signalé un durcissement de certaines de ses conditions d'octroi. Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro s'est également traduit par des conditions d'octroi moins favorables, notamment en termes de marge sur les prêts plus risqués.

La demande nette est restée inchangée au Luxembourg lors de la plus récente enquête, alors que les banques de l'échantillon agrégé de la zone euro ont signalé une chute de la demande. En effet, les pourcentages nets dans la zone euro se sont établis à leur creux sur plus de deux ans. Cette évolution serait imputable à un moindre besoin de financement, découlant d'une dégradation des perspectives sur le marché du logement et de la confiance des consommateurs.

Ménages (consommation et autres): Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont très légèrement durcis au troisième trimestre. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont également durcis, en raison d'une détérioration du coût des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan ainsi que des perceptions de risques des banques découlant notamment de la capacité de remboursement des consommateurs.

Si les conditions d'octroi sont restées inchangées au Luxembourg, les banques de l'échantillon agrégé de la zone euro ont signalé un durcissement de la marge sur les prêts plus risqués.

La demande nette s'est repliée lors de la plus récente enquête, tant au Luxembourg qu'au niveau de la zone euro dans son ensemble. Si au Luxembourg la baisse de la demande est attribuable à une constellation de différents facteurs, comme par exemple un recours plus important à l'épargne des ménages, le recul de la demande dans la zone euro découle surtout d'un moindre besoin de financement lié aux dépenses de consommation en biens durables et à la confiance des consommateurs.

Réponse aux questions supplémentaires: L'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également une question supplémentaire récurrente qui 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 quelque peu détériorées au cours du trimestre sous revue. Dans la zone euro, les conditions d'accès aux financements du marché se sont fortement détériorées. Tous les segments de marché (marchés monétaires, émission de titres de créance et titrisation) sont affectés.

Encadré 1.2

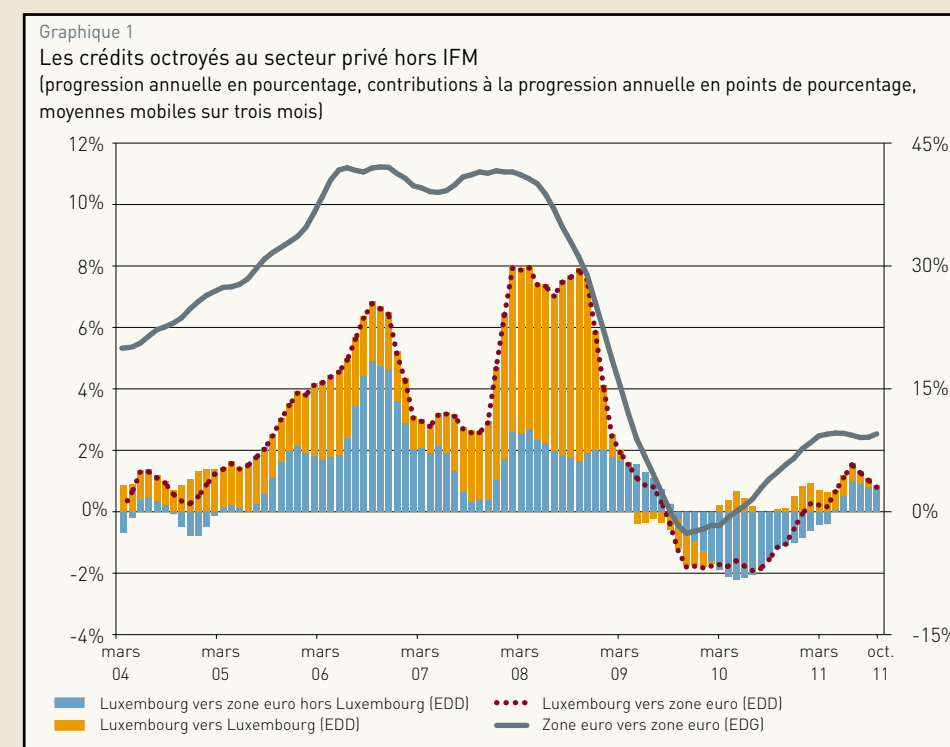
L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits octroyés au secteur privé¹, publié en septembre 2011 (voir Rapport Annuel 2010). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le troisième trimestre ainsi qu'octobre 2011.

Les sources exploitées ci-dessous comprennent les données bilantaires (données BSI) des IFM, la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données MIR) qui couvre aussi les volumes de crédits nouvellement accordés, ainsi que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) qui fournit des indications sur l'évolution de l'offre et de la demande des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises. Plusieurs ajustements statistiques des données bilantaires ont été effectués. Les séries ne sont toutefois pas ajustées pour les effets saisonniers.

Dans le Graphique 1, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé par les IFM implantées au Luxembourg sont ventilées selon l'origine géographique des contreparties. Le graphique retrace également l'évolution du taux de croissance annuel des crédits octroyés par l'ensemble des IFM de la zone euro à des contreparties du secteur privé de la zone euro.

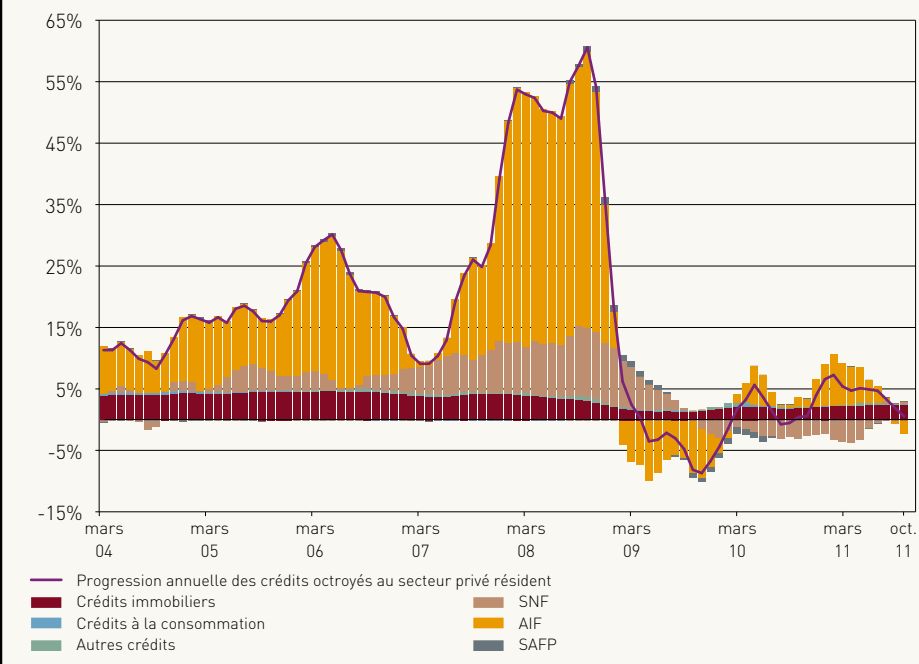
Dans le passé, certains parallèles ont été soulignés entre les deux séries qui retracent les progressions annuelles respectives. Le Graphique 1 montre que, depuis la mi-2011, les tendances sous-jacentes de ces deux séries ont divergé quelque peu. Si le taux de croissance annuel des crédits octroyés par les IFM de la zone euro dans son ensemble s'est stabilisé aux alentours de 2,5% au troisième trimestre, pour s'inscrire à 2,7% en octobre, la progression de la série luxembourgeoise s'est ralentie. Ce ralentissement découle largement des crédits octroyés à des contreparties résidentes, même si la contribution des crédits octroyés aux non-résidents s'est également inscrite en légère baisse. La suite de l'encadré se limitera aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associés aux développements macroéconomiques luxembourgeois.



Sources : BCL, BCE

¹ Dans le présent encadré, « secteur privé » signifie « secteur privé hors institutions financières monétaires (IFM) ». L'interbancaire est exclu de l'analyse, entre autres en raison de sa volatilité. Le secteur privé se compose des ménages, des sociétés non-financières (SNF) ou entreprises, des sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) et des autres intermédiaires financiers (AIF). Les prêts aux ménages sont également ventilés selon le type de crédit (crédits immobiliers, crédits à la consommation et autres crédits). Légèrement plus de la moitié des prêts octroyés par les IFM au Luxembourg à des contreparties du secteur privé de la zone euro sont destinés à des non-résidents.

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



Source : BCL

parties résidentes soit largement attribuable à une évolution défavorable des crédits destinés aux AIF, comme l'établit le Graphique 2. En effet, la contribution des crédits aux AIF à la progression annuelle de l'ensemble des crédits octroyés au secteur privé est à nouveau devenue légèrement négative au troisième trimestre. La contribution des crédits immobiliers demeure toutefois positive, alors que celle des crédits octroyés aux SNF est très faible.

Malgré l'importance des crédits octroyés aux AIF, une analyse détaillée de ce secteur dépasse la portée de cet encadré. Maintes informations disponibles pour les secteurs des ménages et des entreprises ne couvrent d'ailleurs pas les AIF. Les variables explicatives sous-jacentes ne sont de surcroît pas aisément identifiables, même suite à un travail analytique approfondi.

Le Graphique 3 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou de variations de stocks² (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

Les volumes de crédits à l'habitat ont continué à progresser. Le taux de croissance annuel s'est stabilisé au troisième trimestre, ainsi qu'en octobre, tout en dépassant toujours les 9 %, et la progression des variations de stocks s'est poursuivie. Les données disponibles dans le cadre de la collecte MIR, non reprises dans le graphique, vont aussi dans le sens d'une progression vigoureuse et continue des crédits à l'habitat³.

² 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).

³ Il convient de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte MIR et la collecte BSI. 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.

Selon les données d'octobre 2011, presque la moitié des encours de crédits octroyés aux résidents sont destinés aux AIF, largement composés de fonds d'investissement. Environ un tiers des crédits sont octroyés aux ménages, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 20% des encours sont destinés aux entreprises. La part des crédits aux SAFF est peu élevée. La composition sectorielle des encours a d'importantes implications pour les développements des crédits et pour l'économie plus généralement.

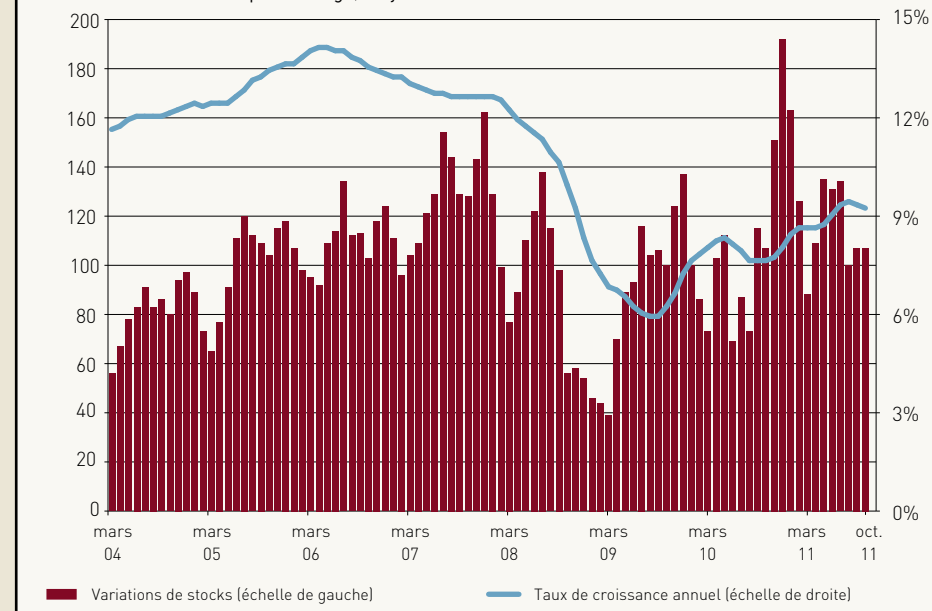
En regard du poids des crédits aux AIF, il est peu surprenant de constater que l'inflexion de la progression annuelle des crédits octroyés aux contre-

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que la progression des crédits immobiliers découle d'une hausse de la demande. Les critères d'octroi des crédits immobiliers n'ont pas changé considérablement depuis l'émergence des turbulences financières, alors que la demande nette s'inscrit en hausse continue pratiquement depuis son rebond en 2009. Néanmoins, lors de la plus récente enquête, la demande nette pour les crédits immobiliers s'est établie à zéro, ce qui explique sans doute la stabilisation de la progression annuelle des encours de crédits.

Afin d'être complet, il convient d'évoquer les développements des crédits à la consommation, qui se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. La tendance haussière du taux de croissance annuel, discernable depuis le deuxième trimestre de l'année en cours, s'est interrompue au troisième trimestre. L'évolution des variations mensuelles des encours de crédits est également devenue moins favorable. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont légèrement durcis entre juillet et septembre, tandis que la demande nette s'est légèrement repliée.

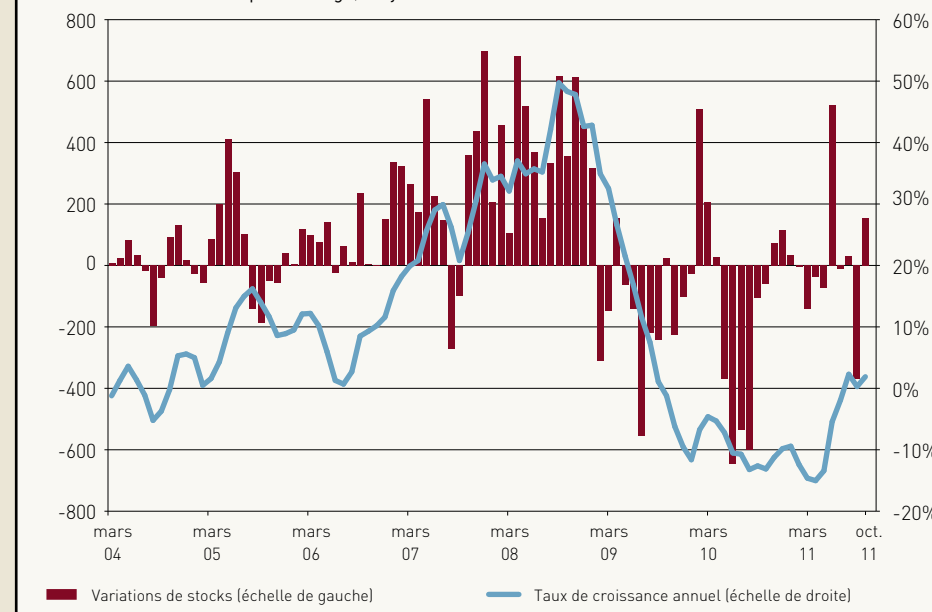
Pour ce qui est du secteur des entreprises, l'évolution des crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg demeure atone, comme le montre le Graphique 4.

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



Source : BCL

Graphique 4
Les crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg
(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

Néanmoins, le taux de croissance annuel est devenu positif au troisième trimestre. Ces développements ne doivent toutefois pas être interprétés comme une reprise généralisée. L'évolution des variations mensuelles des encours demeure en effet plutôt morose, malgré l'un ou l'autre rebond éphémère. 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 continuent à s'inscrire à des niveaux très élevés. Par contre, les gros volumes continuent à s'inscrire à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009. Les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi inchangés depuis 2010. La demande nette s'est toutefois inscrite en forte baisse au troisième trimestre⁴.

On peut donc conclure que le rebond des crédits octroyés au secteur privé résident s'est interrompu au troisième trimestre, évolution qui découle en premier lieu d'une chute des crédits octroyés aux AIF. Les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse continue, mais leur progression s'est stabilisée au troisième trimestre. Alors que la croissance annuelle des crédits aux entreprises implantées au Luxembourg est devenue positive, ces développements ne témoignent toutefois pas d'une reprise généralisée. La plus récente enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les développements des crédits à l'habitat ainsi que des crédits octroyés aux SNF s'expliquent notamment par l'évolution de la demande.

⁴ A rappeler que les résultats agrégés de l'enquête ne permettent pas de différencier selon l'origine géographique des contreparties.

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

L'analyse des taux d'intérêts appliqués par les établissements de crédit aux crédits et dépôts vis-à-vis des ménages et des sociétés non-financières qui suit porte sur des données établies au 30 septembre 2011. Les deux baisses des taux directeurs de la BCE décidées début octobre et novembre 2011 ne produisent leurs effets qu'à partir de la date de mise en œuvre c'est-à-dire au cours des mois d'octobre et de novembre 2011 et ne se répercuteront que dans les données collectées respectivement au 31 octobre et au 30 novembre 2011. Partant, les données au 30 septembre 2011, sur lesquelles porte la présente analyse, ne reflètent pas encore les effets des deux baisses des taux directeurs précitées.

Taux d'intérêt et volumes des crédits accordés par les banques

Suite aux augmentations des taux directeurs de l'Eurosystème, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable a augmenté de 42 points de base entre janvier (1,87%) et septembre 2011 (2,29%). Rappelons que le mois de février 2011 s'était caractérisé par l'observation la plus basse, depuis la mise en place de cette collecte statistique en janvier 2003, avec un taux de 1,81%. Depuis lors, ce taux est en constante progression.

Suite à une tendance à la hausse de l'ensemble des crédits à la consommation au cours du second trimestre 2011, le coût des crédits à la consommation ayant un taux variable et ceux dont la période de fixation du taux est supérieure à cinq ans connaissent une baisse, alors que les crédits à la consommation ayant un taux fixe entre un et cinq ans stagnent au cours du troisième trimestre 2011. Ainsi, le coût des crédits à la consommation à taux variable ou dont la période de fixation initiale du taux est d'une durée inférieure ou égale à 1 an évolue de 2,45% à 3,24% entre janvier et juillet 2011, puis diminue à 2,54% en septembre 2011, soit une baisse de 70 points de base depuis le mois de juillet. Entre janvier et septembre 2011, le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans a augmenté de 25 points de base, passant de 4,44% à 4,69%. En ce qui concerne le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est supérieure à cinq ans, il évolue entre 4,96% en janvier et 5,05% en juillet, avant de diminuer de 23 points de base pour s'élever à 4,82% en septembre 2011.

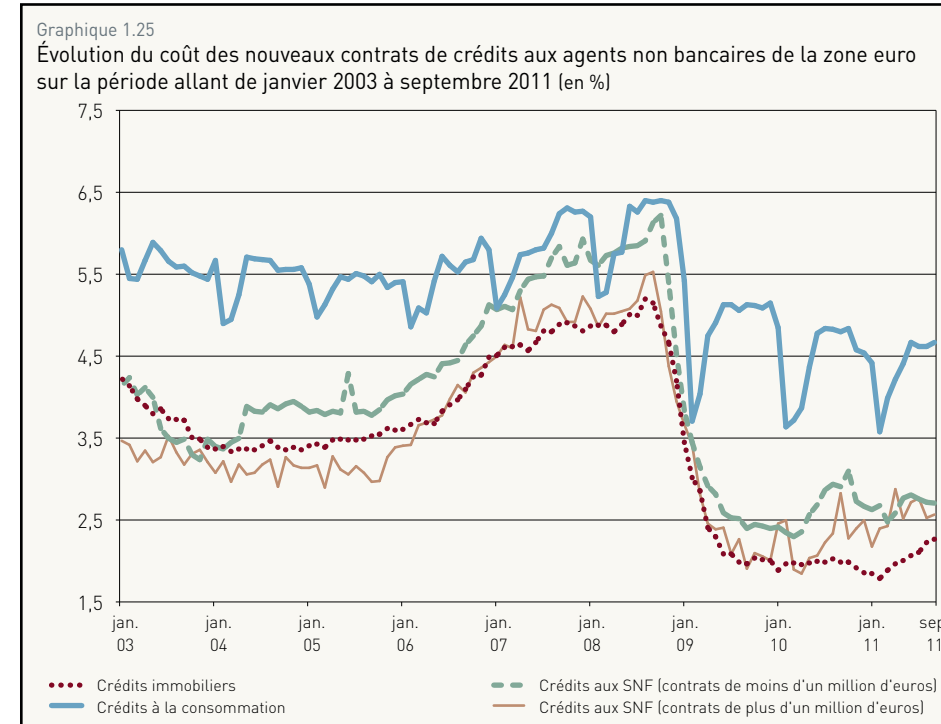
La catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a vu son coût sensiblement augmenter entre janvier (2,27%) et septembre 2011 (2,67%). Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers et comportent donc un risque de défaut plus important. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, les autres crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

Les crédits aux sociétés non financières pour les nouveaux contrats d'un montant inférieur à un million d'euros, ont vu leur coût augmenter de 8 points de base entre janvier (2,65%) et septembre 2011 (2,73%). Par ailleurs, le coût des crédits correspondant aux nouveaux contrats d'un montant supérieur à un million d'euros a augmenté de 39 points de base sur la période, passant de 2,20% à 2,59%.

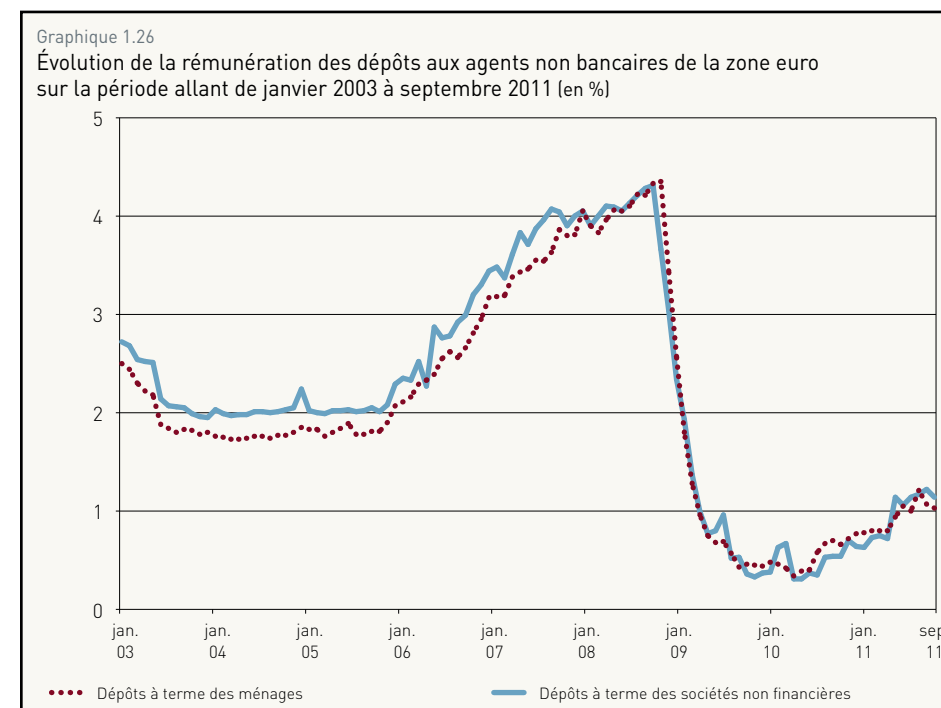
Taux d'intérêt et volumes des dépôts en banques

La rémunération des dépôts des ménages est en hausse presque continue depuis le mois de janvier, quelles que soient les échéances de ces dépôts. Ainsi, à titre d'exemple, les nouveaux contrats de maturité inférieure à un an ont vu leur rémunération évoluer entre 0,82% en janvier et 1,05% en septembre 2011, soit une hausse de 23 points de base.

Le constat est similaire en ce qui concerne la rémunération des dépôts des sociétés non financières, qui est en hausse quelles que soient les échéances de ces dépôts. La rémunération des dépôts des sociétés non financières évolue entre 0,75% en janvier et 1,16% en septembre 2011, soit une hausse de 41 points de base.



Source : BCL



Source : BCL

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

Les développements récents sur les marchés financiers, générés en grande partie par la persistance de la crise de l'endettement de nombreux pays développés, se répercutent de manière contrastée dans les résultats des établissements de crédit luxembourgeois. D'une part, en dépit des développements précités, les établissements de crédit ont su dégager un produit bancaire en hausse au cours des trois premiers trimestres de l'année 2011 par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Cette hausse du produit bancaire, qui se conjugue à une augmentation modérée des frais de personnel et d'exploitation, a permis d'améliorer le résultat avant dépréciations, provisions et impôts au 30 septembre 2011. D'autre part, les développements précités sur les marchés financiers ont généré un accroissement des besoins de provisionnement et provoqué des dépréciations en nette hausse par rapport à septembre 2010. Partant, le résultat net dégagé au 30 septembre 2011 est en baisse par rapport à celui observé au 30 septembre 2010.

En ce qui concerne la marge sur intérêts, on note une stabilisation par rapport au dernier trimestre de 2010 alors que sur base annuelle, la marge sur intérêts affiche une progression de 3,1%, soit 133 millions d'euros. Cette dernière évolution s'explique par l'accroissement du volume d'activités tel que mesuré par la somme de bilan et par des taux d'intérêt supérieurs à ceux observés l'année passée. Ainsi, au 30 septembre 2010 la marge sur intérêts s'élève à 4 419 millions d'euros, contre 4 286 millions d'euros au 30 septembre 2010.

Ainsi, la marge sur intérêts se rapproche des montants enregistrés avant la crise, bien que le niveau absolu des produits d'intérêts et des intérêts bonifiés reste largement inférieur à celui d'avant crise. De plus, il importe de noter que la marge sur intérêts est aussi influencée par le recul des revenus de valeurs mobilières (dividendes) qui sont inclus. En effet, en neutralisant les revenus de dividendes d'un montant de 581 millions d'euros, la marge sur intérêts est en hausse de 4,8% au cours des neuf premiers mois de 2011 par rapport à la même période de 2010. La baisse des revenus de valeurs mobilières de 42 millions d'euros ou 6,7% s'explique par la réduction des portefeuilles d'actions et de participations mais également par des résultats moindres des entreprises dans lesquelles les banques détiennent des actions et/ou des participations. Finalement, il apparaît que les intérêts perçus sont en hausse de 7,9%, soit 1 067 millions d'euros par rapport au 30 septembre 2010 alors que les intérêts bonifiés ont progressé de 892 millions d'euros ou 9,0% entre les 30 septembre 2010 et 2011.

Les revenus hors intérêts, quant à eux, ont nettement augmenté entre les deux dates de référence, en passant de 3 111 à 3 393 millions d'euros, soit une hausse de 9,1%. Cette hausse s'explique essentiellement par la volatilité accrue des valeurs boursières, qui a abouti à une hausse des revenus nets sur commissions (augmentation du nombre de transactions effectuées pour compte de clients). Ainsi, les revenus nets sur commissions ont augmenté de 10,9% en comparaison annuelle, soit 287 millions d'euros, pour s'élever à 2 928 millions d'euros au 30 septembre 2011.

Dans ce même contexte, une légère hausse, de 75 millions d'euros, des autres revenus nets est à noter. Ces derniers s'élèvent à 324 millions d'euros au 30 septembre 2011, contre une position de 249 millions d'euros fin septembre 2010. Cet accroissement s'explique en grande partie par les variations avantageuses dégagées par les portefeuilles-titres de certaines banques de la Place au cours du premier semestre de 2011. Il importe toutefois de mentionner que ces revenus sont très volatils. Ainsi, les deux premiers trimestres se sont soldés par un résultat net positif de respectivement 295 et 36 millions d'euros, alors que le troisième trimestre se solde par une perte nette de 7 millions d'euros. De plus, il convient également de noter que la majeure partie de ces résultats sont dégagés par un nombre limité de banques.

Sur base de ces développements, le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en hausse de 5,6% (soit de 415 millions d'euros) en comparaison annuelle et s'élève à 7 812 millions d'euros au 30 septembre 2011.

Tableau 1.9

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des établissements luxembourgeois¹⁾ (en millions d'euros, sauf indication contraire)

	Rubrique des débits et des crédits	2010/09	2011/09	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Produits d'intérêts	13 532	14 599	7,9	1 067
2	Revenus de valeurs mobilières	623	581	-6,7	-42
3	Intérêts bonifiés	9 869	10 761	9,0	892
4	Marge sur intérêts	4 286	4 419	3,1	133
5	Revenus nets sur commissions	2 641	2 928	10,9	287
6	Revenus sur opérations de change	221	141	-36,2	-80
7	Autres revenus nets	249	324	30,1	75
8	Revenus hors intérêts	3 111	3 393	9,1	282
9	Produit bancaire	7 397	7 812	5,6	415
10	Frais de personnel	1 907	1 918	0,6	11
11	Frais d'exploitation	1 339	1 427	6,6	88
12	Frais de personnel et d'exploitation	3 246	3 345	3,0	99
13	Amortissements sur immobilisé non financier	198	199	0,5	1
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts	3 953	4 268	8,0	315

Source : CSSF

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

Du côté des frais généraux, on note une augmentation de 3% en comparaison annuelle après une diminution annuelle de 0,5% le trimestre précédent. Cette augmentation se décompose en une hausse des frais d'exploitation de 6,6%, qui se trouve plus au moins au même niveau que celle observée durant les derniers trimestres, ainsi qu'une augmentation des frais de personnel de 0,6%. Les principaux facteurs explicatifs de cette croissance des frais de personnel sont les salaires (+ 35,9 millions d'euros), les charges sociales (+ 15,8 millions d'euros) et les frais liés au travail temporaire (+ 4,6 millions d'euros) par rapport à septembre 2010. Dans ce contexte, il convient de rappeler que l'effectif dans les établissements de crédit a progressé, en termes réels, de 21 unités entre fin septembre 2010 et fin septembre 2011.

Compte tenu de ces développements, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts a augmenté de 315 millions d'euros pour s'élever à 4 268 millions d'euros au 30 septembre 2011.

En ce qui concerne plus particulièrement les dépréciations, on note une nette accélération par rapport à l'année 2010 en raison notamment de la crise de l'endettement des principaux pays développés. Toutefois, à l'instar des développements observés en 2008 lors de l'éclatement de crise des subprimes, les dépréciations se concentrent sur quelques banques (trois banques enregistrent plus de 50% des dépréciations, tandis que sept banques atteignent trois quarts du montant total).

Il n'en demeure pas moins que ces facteurs exceptionnels exercent un impact significatif sur les profits et sont à la base du recul de 17,7% du résultat avant impôts; ce dernier s'élève à 3 110 millions d'euros en septembre 2011, soit 667 millions d'euros de moins qu'en 2010.

Les impôts sur les revenus et le bénéfice sont en baisse de 83 millions euro par rapport à septembre 2010 alors que le résultat net de 2 635 million d'euros affiche une baisse de 584 millions d'euros par rapport à la même période de l'année précédente.

Finalement, il convient de demeurer très prudent quant à l'interprétation des résultats dégagés au cours des trois premiers trimestres de 2011. D'une part, le résultat net sur commissions pourrait se dégrader au cours du quatrième trimestre, en raison notamment de la diminution de la valeur nette d'inventaire des OPC entamée depuis fin juin 2011. D'autre part, la crise de l'endettement et ses effets sur les marchés

financiers pourraient générer des dépréciations accrues au cours du dernier trimestre de l'année en cours. Finalement, il convient également de voir en détail quels seront les effets de la restructuration de la dette grecque sur les bilans et les comptes de profits et pertes des banques luxembourgeoises. Cet impact pourra varier très fortement d'un établissement à l'autre. D'une part, certaines banques ont des engagements plus importants que d'autres et d'autre part, il convient de voir quelle est la valorisation actuelle des engagements grecs dans le chef des banques individuelles pour apprécier correctement le volume d'éventuelles dépréciations additionnelles.

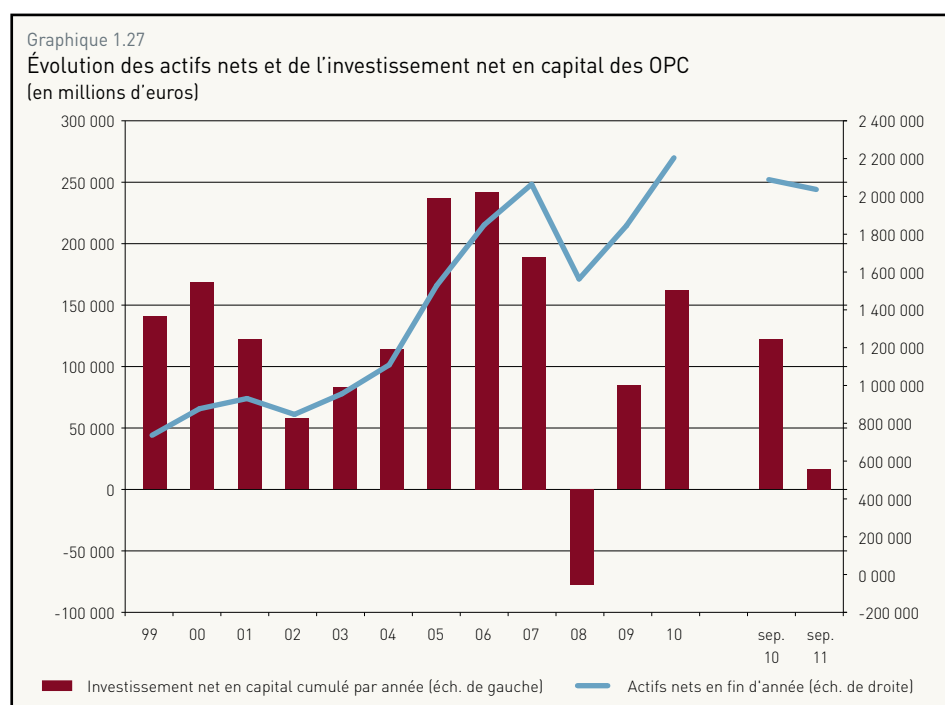
Les organismes de placement collectif

Au cours de l'été 2011, l'industrie des fonds d'investissement a poursuivi sa croissance en ce qui concerne le nombre d'entités inscrites sur la liste officielle des organismes de placement collectif. Toutefois, au cours de la même période, le volume des actifs sous gestion s'est contracté, principalement en raison d'effets de marché défavorables, mais aussi d'une diminution des investissements nets.

L'évolution en nombre

Les neuf premiers mois de l'année en cours se sont caractérisés par un accroissement régulier du nombre des fonds d'investissement, qui a augmenté de 149 unités entre décembre et septembre pour s'établir, au 30 septembre, à 3 816 entités. Cette hausse se décompose en une augmentation de 148 entités du nombre de fonds d'investissement spécialisés (FIS) qui s'élève à 1340 entités au 30 septembre 2011, combinée à un accroissement d'une unité du nombre d'organismes de placement collectif soumis à la loi de 2002, telle que modifiée, dont le nombre total s'élève à 2 476. Finalement, on note encore que le nombre de compartiments a progressé de 375 unités au cours de la période sous revue, passant de 12 937 à 13 312 unités entre décembre 2010 et septembre 2011.

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



Source : CSSF

Au cours du troisième trimestre de 2011, l'évolution des marchés financiers s'est avérée globalement négative, en particulier en août. En parallèle, on constate depuis le mois de juin une diminution croissante des investissements nets en capital. Par conséquent, malgré une évolution globalement positive au premier semestre, la valeur nette d'inventaire (VNI) observée à la fin du mois de septembre s'est dépréciée de près de 7,0% par rapport au niveau observé fin juin 2011. A un an d'écart, le volume des actifs sous gestion a diminué de 2,5%. Au 30 septembre 2011, il s'élevait à 2 032 077 millions d'euros, contre 2 083 740 millions à la fin du mois de septembre 2010.

Plus globalement, l'analyse du tableau ci-dessous confirme que le volume des actifs sous gestion se situe depuis septembre 2011 à un niveau inférieur à celui observé avant l'éclatement de la crise financière de 2008. Le taux de croissance à un an d'écart observé au cours de l'année 2010 s'élevait en moyenne à 21,5%. Depuis janvier 2011, il est en chute libre et est même devenu négatif en septembre.

Tableau 1.10

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾²⁾	Variation des marchés financiers ³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	1 840 993	1 356	50 727	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
2011									
jan.	3 684	12 979	2 184 027	14 212	-29 179	323 339	17,4	-14 967	-0,7
fév.	3 705	13 030	2 208 198	15 623	8 548	310 264	16,3	24 171	1,1
mars	3 724	13 057	2 190 896	2 515	-19 817	210 358	10,6	-17 302	-0,8
avril	3 736	13 097	2 195 408	10 667	-6 155	182 521	9,1	4 512	0,2
mai	3 749	13 186	2 219 208	7 906	15 894	226 795	11,4	23 800	1,1
juin	3 749	13 164	2 184 999	-4 879	-29 330	174 362	8,7	-34 209	-1,5
juil.	3 795	13 210	2 189 665	-7 883	12 549	170 442	8,4	4 666	0,2
août	3 799	13 256	2 085 941	-10 550	-93 174	16 951	0,8	-103 724	-4,7
sep.	3 816	13 312	2 032 077	-11 343	-42 521	-51 663	-2,5	-53 864	-2,6

Source : CSSF

- 1) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.
- 2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2010 et 2011.
- 3) Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Récemment, la BCL a mis à la disposition du public des tableaux statistiques détaillant l'actif et le passif des OPC non monétaires selon leur politique d'investissement (fonds en actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, 'hedge funds', autres fonds). Ces nouvelles statistiques permettent une analyse plus fine des développements constatés dans le secteur des fonds d'investissement.

Tableau 1.11

Evolution du total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Fonds obligataires	Fonds actions	Fonds mixtes	Fonds immobiliers	Hedge funds	Autres fonds
2008	506 236	411 095	324 716	31 803	33 966	96 580
2009	584 222	587 830	385 162	30 266	21 501	89 399
2010						
jan.	611 071	584 525	389 056	30 038	21 800	89 925
fév.	635 379	600 360	395 724	30 322	27 781	94 228
mars	668 679	651 913	421 346	31 284	28 441	94 132
avril	688 385	662 364	420 637	32 262	28 255	98 094
mai	697 724	636 030	419 835	33 407	26 843	96 466
juin	703 734	635 075	424 600	34 986	26 808	96 939
juil.	720 805	644 594	428 219	34 697	25 962	96 610
août	755 886	642 667	437 890	34 761	25 648	97 150
sep.	759 987	662 844	445 148	35 117	25 926	97 935
oct.	760 954	680 089	458 824	35 087	24 426	99 714
nov.	766 944	704 285	464 784	35 263	25 266	102 328
déc.	754 748	737 842	478 518	34 129	25 483	107 043
2011						
jan.	759 242	729 925	484 778	34 132	24 764	108 225
fév.	777 300	741 829	492 513	35 004	24 759	109 582
mars	779 725	730 750	492 821	34 565	25 315	109 444
avril	773 833	734 349	508 582	37 483	24 436	111 906
mai	793 531	736 545	513 154	37 563	25 529	112 324
juin	790 087	717 195	508 333	37 254	25 241	111 173
juil.	816 422	717 351	521 205	38 879	25 606	112 846
août	804 611	641 998	501 601	39 496	24 383	108 755
sep.	798 528	598 907	492 836	41 177	24 374	108 268

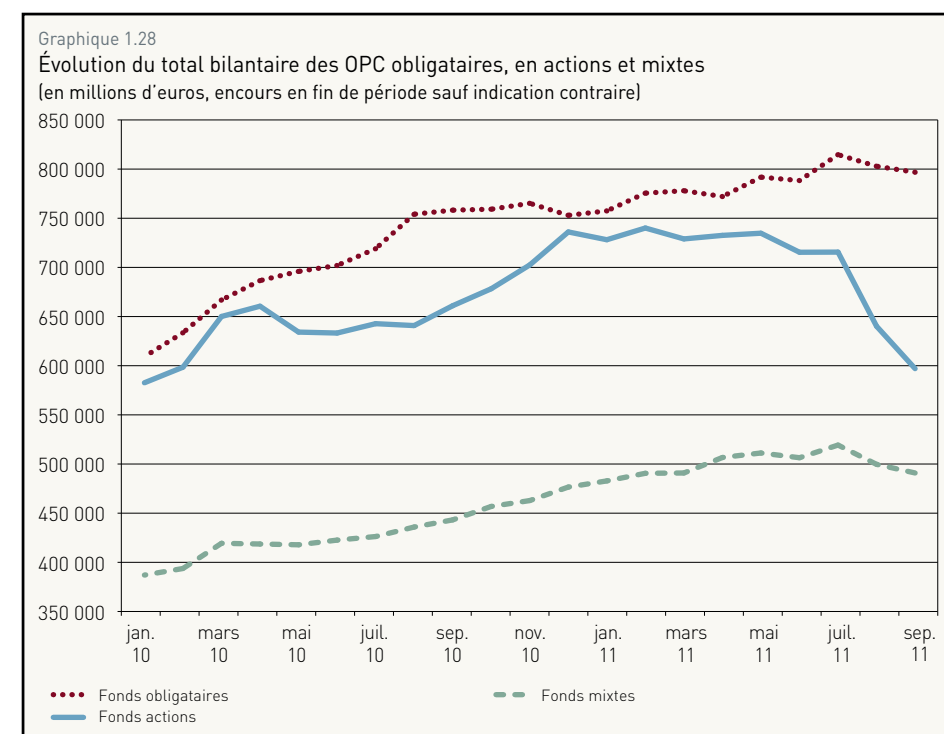
Source : BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds pour la période qui s'étend de décembre 2008 à septembre 2011. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires constituent la catégorie la plus importante, suivis par les fonds en actions et les fonds mixtes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie 'autres' reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

Les évolutions récentes varient quelque peu selon le type de fonds. Les actifs des fonds obligataires ont enregistré une croissance soutenue entre janvier et juillet 2010. Ensuite, la tendance à la hausse s'est affaiblie, et les chiffres relatifs aux deux derniers mois sont en baisse. Entre juillet et septembre, le total du bilan a diminué de 2,2%, passant de 816,4 milliards d'euros à 798,5 milliards d'euros.

Les fonds majoritairement investis en actions ont connu une évolution en dents de scie entre décembre 2010 et juin 2011. Au cours du troisième trimestre, la chute des cours boursiers a provoqué une forte baisse du total de l'actif qui a diminué de 16,5% entre juillet et septembre, passant de 717,3 milliards d'euros à 598,9 milliards d'euros.

Quant aux fonds mixtes, ils synthétisent les évolutions des fonds obligataires et en actions, soit une croissance stable entre janvier 2010 et juillet 2011, suivie d'une brusque inversion de tendance à partir de juillet 2011.



Source : BCL

Vu la faible importance des montants en jeu, les autres fonds ne sont pas représentés sur le graphique. Toutefois, on note que les actifs des fonds immobiliers affichent une tendance faiblement haussière sur toute la période sous revue. A l'opposé, le total bilantaire des 'hedge funds' est plutôt orienté à la baisse à partir de mars 2010. Enfin, l'évolution des actifs des autres fonds est comparable à celle des fonds mixtes, avec une tendance à la hausse sur la période couvrant janvier 2010 à juillet 2011, suivie d'un décrochage pour les deux derniers mois pour lesquels les statistiques sont disponibles.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Au 30 septembre 2011, 421 compartiments monétaires étaient officiellement enregistrés auprès de la CSSF, alors que ce nombre s'élevait à 466 un an auparavant. La diminution du nombre de compartiments monétaires, entamée fin 2009, s'est poursuivie tout au long des années 2010 et 2011.

La somme des bilans

Entre le 30 septembre 2010 et le 30 septembre 2011, la somme de bilan des OPC monétaires est passée de 297 806 millions d'euros à 284 499 millions d'euros, ce qui représente une diminution de 4,5% en un an.

Par contre, à partir de juillet 2011, on constate une reprise de la croissance de la VNI des fonds monétaires, qui s'est nettement accrue, passant de 262 680 millions d'euros en juillet à 284 499 millions d'euros en septembre.

Les OPC monétaires, qui avaient perdu de leur attrait aux yeux des investisseurs depuis avril 2009, semblent retrouver leurs faveurs suite à la crise de la dette publique de la zone euro. A nouveau, les gestionnaires de patrimoine se tournent vers les OPC monétaires, dont les rendements sont limités mais constituent un placement peu risqué en regard des OPC classiques ayant une politique d'investissement orientée vers les instruments financiers.

La politique d'investissement

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

Tableau 1.12
Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des OPC monétaires et leur évolution (encours en fin de période)

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	09-2010	06-2011	09-2011	09-2010 - 09-2011		06-2011 - 09-2011		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances	56 102	49 852	75 915	19 813	35,3	26 063	52,3	26,7
Portefeuilles-titres	235 453	210 076	200 233	-35 220	-15,0	-9 843	-4,7	70,4
Autres actifs	6 251	5 005	8 351	2 100	33,6	3 346	66,8	2,9
Total de l'actif	297 806	264 933	284 499	-13 307	-4,5	19 566	7,4	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Fin septembre 2011, le portefeuille de titres représentait 70,4% de l'actif, soit 200 233 millions d'euros. Parallèlement, les créances sur les établissements de crédit représentaient un poids relatif de 26,7%, soit 75 915 millions d'euros. Il convient de noter que le poids relatif de ces créances est en constante augmentation depuis le mois de juin 2011. Cet indicateur est à observer, car lors des crises financières, la politique d'investissement des OPC monétaires bascule généralement en faveur des placements bancaires, considérés comme moins risqués. Ainsi, fin décembre 2008, les créances sur les établissements de crédit représentaient un poids relatif de 31,1% du bilan des OPC monétaires. Cette proportion s'est ensuite réduite, jusqu'à atteindre environ 18% au printemps 2011. Notons qu'avant la crise financière de 2008, ce pourcentage avoisinait les 12%.

Tableau 1.13
Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	09-2010	06-2011	09-2011	09-2010 - 09-2011		06-2011 - 09-2011		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Etablissements de crédit	141 522	129 523	113 651	-27 871	-19,7	-15 872	-12,3	57,0
Administrations publiques	47 279	41 954	46 494	- 785	-1,7	4 540	10,8	23,3
Autres secteurs	46 075	37 115	39 212	-6 863	-14,9	2 097	5,7	19,7
Total	234 876	208 592	199 357	-35 519	-15,1	-9 235	-4,4	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits

Le portefeuille des titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se décompose en titres émis par des établissements de crédit (113 651 millions d'euros au 30 septembre 2011), en titres émis par le secteur public (46 494 millions d'euros) et en titres émis par le secteur privé non bancaire (39 212 millions d'euros). A un an d'écart, les trois catégories affichent une diminution, qui est particulièrement sensible pour les titres bancaires et les titres du secteur privé. Quant au volume de titres émis par les administrations

publiques, après avoir nettement diminué depuis juin 2009, où il atteignait 69 369 millions d'euros, il enregistre une timide reprise depuis juin de cette année.

2.3.3 Commerce et autres services non financiers

En 2010, l'activité des grossistes s'est nettement redressée, tandis que le dynamisme du commerce électronique dopait les statistiques du commerce de détail. Dans les secteurs des transports et des services auxiliaires des transports, les évolutions ont été très favorables sur l'ensemble de l'année 2010.

La bonne santé dans le secteur du commerce s'est maintenue en moyenne sur les huit premiers mois de l'année 2011. Le chiffre d'affaires s'est inscrit en hausse sur un an de 15,6% en moyenne sur les huit premiers mois de l'année 2011 dans le commerce de gros et de 12,0% sur la même période dans le commerce de détail. Les ventes de détail hors ventes par correspondance (VPC) et ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) ont affiché comme à l'accoutumé des évolutions nettement moins favorables (+1,0% en moyenne sur les huit premiers mois de l'année 2011).

Dans le secteur automobile, les statistiques d'immatriculations sont apparues relativement volatiles depuis la fin de l'année 2010 (voir tableau). Il n'en reste pas moins que sur les dix premiers mois de l'année 2011, les immatriculations d'automobiles au Luxembourg se situent à un niveau qui reste de près de 0,6% inférieur à celui qui prévalait en moyenne un an plus tôt sur la même période.

Tableau 1.14
Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs¹⁾ (en taux de variation annuel)

	2009	2010	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3
Immatriculations de voitures	-9,3	4,8	13,0	-1,2	-7,8	0,0	-6,7	7,2
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-10,8	4,3	12,0	7,1	1,0	11,3	2,2	-
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-23,5	26,7	39,4	31,3	19,5	26,0	8,7	-
Commerce de détail	0,0	12,2	13,1	12,5	11,2	13,8	11,8	-
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC ²⁾ et VCMS ³⁾	-0,7	3,2	3,8	4,6	1,4	1,8	1,8	-
Hôtels et restaurants	-2,7	2,9	2,4	3,2	2,9	3,2	3,5	-
Transport aérien	-23,1	22,8	38,2	21,7	18,1	19,7	5,1	-
Transport par eau	-16,1	15,0	48,7	-11,8	7,7	-15,3	-0,8	-
Transport terrestre	-7,2	3,5	9,3	5,9	2,4	3,9	6,8	-
Services auxiliaires des transports	-16,3	19,8	27,8	18,6	13,2	12,7	-1,8	-

1) En valeur.

2) VPC : ventes par correspondance

3) VCMS : ventes de carburants en magasins spécialisés

2.4 L'ENQUÊTE MENSUELLE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

L'indicateur de confiance des consommateurs au Luxembourg, qui s'est clairement retourné à la baisse à la mi-2011, évolue depuis trois mois en dessous de sa moyenne historique. La crise de la dette souveraine, qui s'est accentuée au sein de plusieurs pays de la zone euro, semble avoir sérieusement entamé la confiance des consommateurs. Dans la zone euro, la confiance des consommateurs a commencé à se dégrader en juillet 2011. La baisse qu'elle a enregistrée depuis lors apparaît plus contenue que ce qui a été observée au Luxembourg [-9 points pour la zone euro entre juillet et novembre 2011, contre -15 points au Luxembourg sur la même période].

La plus récente enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date de novembre 2011. Elle indique que l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg après correction des variations saisonnières s'est stabilisé en novembre à son niveau le plus bas depuis janvier 2010.

Les anticipations des ménages concernant la situation économique générale au Luxembourg se sont assombries en novembre pour le sixième mois consécutif, tandis que les trois autres composantes se sont améliorées. L'inquiétude des consommateurs face au chômage a légèrement diminué par rapport au mois passé tandis que la composante relative à la situation financière des ménages s'est quelque peu redressée. La composante relative à la capacité d'épargner s'est pour sa part inscrite en nette hausse en novembre.

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

Tableau 1.15
Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

	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	Novembre	-5	-8	52	0	43
	Décembre	-5	-11	58	-1	49
2010	Janvier	-11	-17	62	1	34
	Février	-6	-14	52	1	39
	Mars	-2	-7	48	1	45
	Avril	-5	-7	41	-3	33
	Mai	-5	-25	31	-10	44
	Juin	-1	-12	26	-7	40
	Juillet	5	-9	19	-4	52
	Août	6	-1	18	-1	43
	Septembre	4	-7	18	3	38
	Octobre	4	-1	22	-5	46
	Novembre	6	1	24	0	46
	Décembre	0	-1	35	-6	43
2011	Janvier	4	-2	30	-4	52
	Février	2	2	30	-5	41
	Mars	5	2	22	1	38
	Avril	7	-1	19	-4	50
	Mai	9	2	10	-3	46
	Juin	6	-3	13	-3	43
	Juillet	7	-4	20	1	49
	Août	1	-12	28	-3	45
	Septembre	-2	-22	32	0	46
	Octobre	-8	-25	47	-4	43
	Novembre	-8	-28	45	-3	47

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.

La tonalité générale des dernières enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs du Luxembourg est fortement négative. Au cours de ces derniers mois, les ménages n'ont eu de cesse de réviser fortement à la baisse leurs anticipations relatives à la situation économique au Luxembourg. Leurs inquiétudes face à l'évolution future du taux de chômage ont en moyenne progressé à un rythme effréné sur les six derniers mois. De surcroît, les anticipations des consommateurs eu égard à leur situation financière évoluent depuis mars 2011 en dessous de leur moyenne historique.

Les données issues des enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs effectuées depuis le mois de juin suggéraient un recul de la consommation privée des ménages au deuxième trimestre 2011 - comme nous l'écrivions déjà dans le Bulletin 2011/2 de Septembre de la BcL -, qui a été par la suite confirmé lors de la première estimation des comptes nationaux pour le deuxième trimestre par le Statec (la croissance trimestrielle de la consommation des ménages s'étant établie à -0,1%, d'après la dernière estimation disponible des comptes trimestriels; voir le tableau 1.17). Les résultats décevants de ces dernières enquêtes de conjoncture auprès des ménages, couplés aux résultats modérés affichés par les

détaillants du Luxembourg (voir la section précédente), nourrissent les craintes d'un nouveau recul de la consommation privée des ménages au Luxembourg au troisième trimestre de 2011.

2.5 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en octobre 2011 dresse un tableau plus pessimiste que ne le laissaient entrevoir les estimations précédentes. De fait, la croissance économique est désormais estimée à 2,7% en 2010, contre 3,5% en juillet. Par ailleurs, les comptes révisés pour l'année 2009 dressent désormais l'image d'une contraction de l'activité plus prononcée (-5,3% contre -3,6% dans la version précédente). De même, la croissance de l'activité est désormais estimée à 0,8% en 2008 contre 1,4% selon les estimations précédentes.

La révision à la baisse de la croissance économique pour l'année 2008 est imputable à la baisse de la contribution de l'ensemble des composantes de la demande, à l'exception de l'investissement et des variations de stocks. En ce qui concerne les années 2009 et 2010, l'évolution plus favorable qu'estimé auparavant de la demande interne n'a pas permis de compenser la révision à la baisse de la contribution à la croissance économique du commerce extérieur.

Tableau 1.16
Comptes nationaux annuels : deuxième estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2010

	Comptes nationaux d'octobre 2011 Taux de variation annuels				Révisions apportées à la croissance par rapport aux comptes nationaux de juillet 2011 (en points de pourcentage)				Contributions à la croissance (en points de pourcentage)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Consommation privée	3,3	3,4	1,1	2,1	0,0	-1,3	0,9	0,1	1,1	1,1	0,4	0,7
Consommation publique	2,8	1,4	4,8	2,9	0,0	-1,3	0,2	0,0	0,4	0,2	0,7	0,5
Formation brute de capital fixe	17,9	3,2	-13,0	3,0	0,0	1,8	6,2	0,4	3,4	0,7	-2,7	0,6
Variations des stocks	-48,0	-20,2	-259,1	211,4	0,0	7,1	-283,0	336,9	-0,5	-0,1	-0,9	1,3
Acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-1 103,9	1,3	-276,9	70,9	-1,2	-0,6	1,3	1,2	-0,4	0,0	-0,9	1,0
Demande intérieure (excluant les stocks)	5,9	2,8	-5,1	5,9	0,0	-0,3	0,7	2,9	4,6	2,0	-2,5	2,8
Importations	9,3	5,6	-12,0	4,6	0,0	-2,9	-1,8	-2,1	-12,9	-8,1	17,2	-5,9
Exportations	9,1	4,0	-10,9	2,8	0,0	-2,6	-2,7	-3,5	15,5	7,0	-19,0	4,6
Exportations nettes	8,3	-3,4	-5,7	-4,4	0,0	-1,5	-6,6	-9,0	2,6	-1,1	-1,8	-1,4
Produit intérieur brut	6,6	0,8	-5,3	2,7	0,0	-0,7	-1,7	-0,8	6,6	0,8	-5,3	2,7
Déflateur du PIB	3,6	4,4	0,1	4,9	0,0	0,2	0,5	-0,7				
Emploi salarié	4,7	4,9	1,0	1,8	0,0	0,0	0,0	0,2				
Emploi total	4,5	4,7	1,0	1,8	0,0	0,0	0,0	0,2				
Rémunération moyenne par salarié	3,7	2,2	1,8	2,6	0,0	0,1	0,0	1,0				
Productivité du travail	2,1	-3,8	-6,2	0,8	0,0	-0,7	-1,7	-1,0				
Coût unitaire du travail	1,6	6,2	8,6	1,7	0,0	0,8	1,9	2,0				
Marge de profit	1,9	-2,0	-8,1	3,3	0,0	-0,6	-1,2	-2,8				

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

Par ailleurs, les chiffres relatifs à l'emploi et aux rémunérations des salariés n'ayant fait l'objet que de révisions marginales (à l'exception de l'année 2010), la croissance annuelle du coût du travail ainsi que celle de la productivité du travail se sont mécaniquement réajustées. La plus récente version de la comptabilité nationale témoigne ainsi de trois années consécutives de pertes de productivité et d'une accélération de l'évolution du coût unitaire du travail.

La première estimation des comptes nationaux pour le deuxième trimestre 2011 fait état d'une progression du PIB réel de 1,9% par rapport au même trimestre de l'année précédente et de 0,3% par rapport au trimestre précédent. Notons en outre qu'en termes annuels, les estimations relatives à la croissance économique ont été révisées pour trois trimestres de 2010, à savoir 0,1% au lieu de 1,2% pour le premier trimestre, 4,2% au lieu de 5,0% pour le deuxième et 4,2% au lieu de 5,7% pour le quatrième trimestre 2010.

Tableau 1.17

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

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T3-2010	T4-2010	T1-2011	T2-2011	T3-2010	T4-2010	T1-2011	T2-2011
Consommation privée	1,0	-0,2	1,5	-0,1	2,2	2,9	2,1	2,3
Consommation publique	1,0	-1,4	-3,2	1,7	3,5	-0,1	-2,0	-1,9
Formation brute de capital fixe	-1,3	2,5	-1,1	3,4	9,2	4,6	3,9	3,5
Exportations	-0,5	2,4	1,4	1,2	2,0	2,8	6,3	4,5
Importations	-1,4	0,8	4,8	0,9	2,8	2,0	7,7	5,1
PIB réel	0,4	1,0	0,2	0,3	2,3	4,2	2,9	1,9
Emploi salarié	0,6	0,6	0,8	1,0	2,2	2,4	2,6	2,9
Emploi total	0,6	0,6	0,8	0,9	2,2	2,4	2,7	2,9
Rémunération moyenne par salarié	1,2	0,9	0,3	-0,7	2,3	3,6	3,7	1,7
Productivité du travail	-0,2	0,4	-0,5	-0,7	0,2	1,7	0,3	-1,0
Coût unitaire du travail	1,4	0,5	0,8	0,0	2,1	1,9	3,4	2,7

Sources : 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.

Comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique « dépenses », à l'exception de la consommation publique (-1,9%), l'ensemble des composantes de la demande ont évolué favorablement au deuxième trimestre 2011 en glissement annuel, les importations s'étant cependant davantage accrues que les exportations. En glissement trimestriel, seule la consommation privée a enregistré une légère baisse (-0,1%).

Tableau 1.18

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

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T3-2010	T4-2010	T1-2011	T2-2011	T3-2010	T4-2010	T1-2011	T2-2011
PIB réel	0,4	1,0	0,2	0,3	2,3	4,2	2,9	1,9
Agriculture, chasse et pêche	-1,8	0,5	6,8	-6,4	0,0	0,8	4,5	-1,4
Industrie y compris énergie	1,4	-3,6	12,5	-2,5	5,5	1,8	17,0	7,2
Construction	0,0	-1,4	7,1	-4,2	3,6	4,4	9,7	1,2
Commerce, transports et communications	-0,1	1,9	2,1	2,1	4,6	7,5	5,2	6,0
Services financiers	-1,1	-0,2	-3,6	-0,4	-0,2	2,8	-6,3	-5,2
Services immobiliers, de location et aux entreprises	2,0	4,3	-0,6	1,7	3,9	8,6	8,4	7,6
Autres activités de services	1,0	0,2	-2,1	2,4	3,2	1,8	1,0	1,5
Valeur ajoutée totale	0,2	1,6	-0,2	0,6	2,7	4,9	2,9	2,2

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondis près)

Au niveau sectoriel et en glissement annuel, il apparaît qu'à l'exception du secteur financier (-5,2%) et du secteur primaire (-1,4%), l'activité a évolué favorablement dans l'ensemble des branches économiques au deuxième trimestre 2011. A noter les bonnes performances économiques enregistrées notamment par le secteur « immobilier, location et services aux entreprises », l'industrie et le secteur commercial (au sens large), avec une croissance annuelle de leur valeur ajoutée de respectivement 7,6%, 7,2% et 6,0%. Il convient néanmoins de rester prudent dans l'interprétation de ces données, en raison du caractère incomplet de la couverture statistique du premier trimestre 2011.

En comparaison avec le trimestre précédent, l'activité a évolué négativement dans le secteur primaire (-6,4%), la construction (-4,2%), l'industrie (-2,5%) ainsi que dans le secteur financier (-0,4%). Au contraire, la croissance de la valeur ajoutée se poursuit dans le secteur du commerce (y compris les services de transports et l'Horeca), dans le secteur « immobilier, location et services aux entreprises » et dans les « autres activités de services ».

Cette nouvelle version de la comptabilité nationale trimestrielle fait état d'une décélération de la croissance annuelle de la rémunération par tête au cours du deuxième trimestre 2011 (1,7% contre 3,7% au cours du trimestre précédent et 2,1% au deuxième trimestre 2010). Cette évolution, associée à une baisse de la croissance annuelle de la productivité du travail, s'est traduite par une hausse des coûts salariaux unitaires (nominaux) de 2,7% au deuxième trimestre 2011 (en glissement annuel). Pour plus de détails sur l'évolution du coût salarial moyen, se référer à la section 2.2.

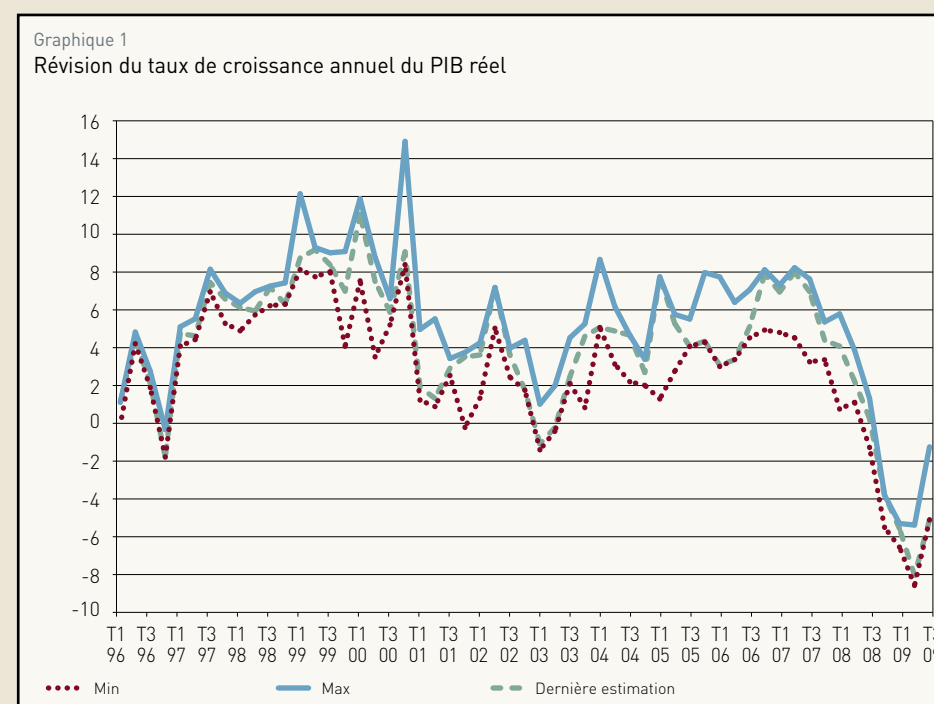
En conclusion, la prudence reste de mise dans l'interprétation des comptes nationaux annuels et trimestriels, en raison de possibles révisions futures.

Encadré 1.3

LA RÉVISION DES COMPTES NATIONAUX ET SON IMPACT SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES

Les projections macroéconomiques sont conditionnelles au dernier set disponible de données de la comptabilité nationale. Ces données peuvent diverger des données précédentes et elles divergent fort vraisemblablement également des estimations finales, publiées avec des retards très importants. L'incertitude entourant les données fait partie des aléas auxquels les économistes sont confrontés lors de l'établissement des projections. L'ajout d'une observation trimestrielle ainsi que la révision des données précédentes peuvent changer radicalement le diagnostic conjoncturel, avant même d'entamer la projection proprement dite. Il convient de tenir compte de ces incertitudes aussi bien dans l'interprétation du passé que dans l'élaboration des projections. Cet encadré se propose d'analyser le dernier set des comptes nationaux, publié le 7 octobre 2011, de le comparer aux données précédentes et d'en tirer des interprétations pour les projections macroéconomiques.

Si l'estimation des comptes nationaux est un exercice laborieux, elle l'est en particulier au Luxembourg compte tenu de la taille de l'économie, de son fort degré d'ouverture au commerce international, de la prépondérance du secteur financier et de la qualité des informations statistiques sous-jacentes. Les comptes nationaux sont ainsi soumis à des examens réguliers et le STATEC adapte ses estimations, entre autres en cas de changements méthodologiques ou d'adaptation de ses propres outils, mais surtout en fonction des informations statistiques sous-jacentes qui



Sources : Statec, calculs BCL

sont à sa disposition. Ces informations sont généralement assez partielles pour les périodes les plus récentes et elles ne deviennent que progressivement plus exhaustives. La fiabilité des estimations s'accroît certes au fil du temps, mais de façon graduelle.

Le graphique 1 donne une idée de l'ampleur des révisions des estimations de l'activité économique telle que mesurée par le PIB réel. Il se base sur les 23 échantillons de comptes nationaux trimestriels publiés à fréquence régulière depuis avril 2006. Il donne pour chaque trimestre la plus récente estimation du taux de croissance en glissement annuel ainsi que sa valeur maximum et minimum. Considérant exclusivement les données en temps réel, c'est-à-dire depuis avril 2006, pour un trimestre donné, l'écart entre le taux minimum et le maximal a été d'au moins 1,3 p.p. et au pire de 5,0 p.p.¹. En ce qui concerne les taux annuels moyens, alors que la contraction du PIB réel en 2009 avait été préalablement estimée à 3,6%, la récente révision des comptes nationaux a réévalué ce chiffre à 5,3%. De même, pour 2010, la croissance économique qui avait été évaluée à 3,5% a été ramenée à 2,7%.

Le graphique 2 présente les niveaux – normalisés au 1^{er} trimestre 2007 – des comptes nationaux actuels et de leurs estimations d'avril 2011 pour le PIB réel. Dans la version actuelle, le rebond conjoncturel depuis son creux au deuxième trimestre 2009 a été beaucoup moins dynamique qu'estimé précédemment. L'activité économique n'aurait pas gommé l'impact de la récession, puisque le niveau de l'activité économique au deuxième trimestre de 2011 demeurerait encore en dessous du sommet d'avant la crise (1^{er} trimestre de 2008) à raison de 2,4%.

Bien que l'impact de ce type de révisions sur les projections de la BCL soit difficile à quantifier, ces dernières ne se résument pas à une inférence directe à partir des comptes nationaux, nous pouvons néanmoins en estimer l'effet sur base d'une méthode de simulation plus naïve et mécanique. Cette méthode revient à supposer un taux de croissance de 0% pour les trimestres pour lesquels nous ne disposons pas de données. Nous nous basons donc uniquement sur l'acquis de croissance, afin de cerner l'impact mécanique sur les « projections » des révisions des comptes nationaux. Ensuite, nous appliquons cette méthode à la nouvelle série ainsi qu'à la série publiée précédemment et nous examinons l'impact sur l'acquis de croissance, ce dernier

impact étant une approximation de l'effort potentiel de la révision statistique sur les taux de croissance annuels projetés. En partant du dernier trimestre de 2010 jusqu'au dernier trimestre de 2012 (chiffres manquants et donc « mis à zéro » à partir du 3^{ème} trimestre de 2011), nous obtenons un acquis de croissance de 3,0% pour 2011 avec l'ancienne série des comptes nationaux et de 1,7% avec la nouvelle série « officielle » publiée le 7 octobre 2011. Nous constatons donc une différence très marquée pour 2011.

L'analyse et l'interprétation des comptes nationaux est utilement complétée par la com-

paraison avec d'autres sources statistiques, afin de parfaire le diagnostic conjoncturel et de nuancer éventuellement les estimations des comptes nationaux – d'autant plus que celles-ci se basent sur des informations partielles et sont sujettes à révision.

Certaines incohérences apparaissent entre la Balance de Paiements et les comptes nationaux. En 2010, selon la Balance des Paiements, les exportations nominales de services ont augmenté de 20%, alors que les comptes nationaux enregistraient une hausse de seulement 10% pour ces mêmes exportations. Il faut noter que cet aspect est loin d'être anecdotique, puisque les exportations de services représentent 75% des exportations totales (qui elles-mêmes contribuent à hauteur de 167% dans le PIB).² De même, la croissance des importations de services est estimée à 16% par la Balance des Paiements et 10% par les comptes nationaux. Des différences au niveau des exportations et importations de biens sont également observées, mais elles sont assez marginales. Il y a donc une divergence importante en ce qui concerne les services, de sorte qu'un alignement est à attendre pour le futur. Rien ne permet cependant pour l'instant de déterminer quelle source s'alignera sur l'autre.

Les recettes de l'Administration centrale ont connu une croissance de l'ordre de 13% au cours des neuf premiers mois de 2011. Ce résultat conforte à première vue le constat d'une sous-estimation du PIB dans les comptes trimestriels publiés le 7 octobre 2011. Cependant, il importe d'interpréter cette vive progression des recettes publiques avec précaution. Les recettes de l'Administration centrale sont en effet extrêmement volatiles et fréquemment déconnectées de la croissance économique. Le dynamisme des recettes durant les trois premiers trimestres de l'année s'explique d'ailleurs en partie par des facteurs non récurrents ayant affecté l'impôt sur le revenu des collectivités et par la lenteur des remboursements de TVA. Les mesures de consolidation budgétaire mises en œuvre en janvier 2011 ont également alimenté la forte progression des recettes. Enfin, le produit de l'impôt sur les traitements et salaires tend structurellement à augmenter à un rythme supérieur à celui du PIB, en raison d'une élasticité de cet impôt à la base imposable correspondante (principalement les salaires) nettement supérieure à l'unité.

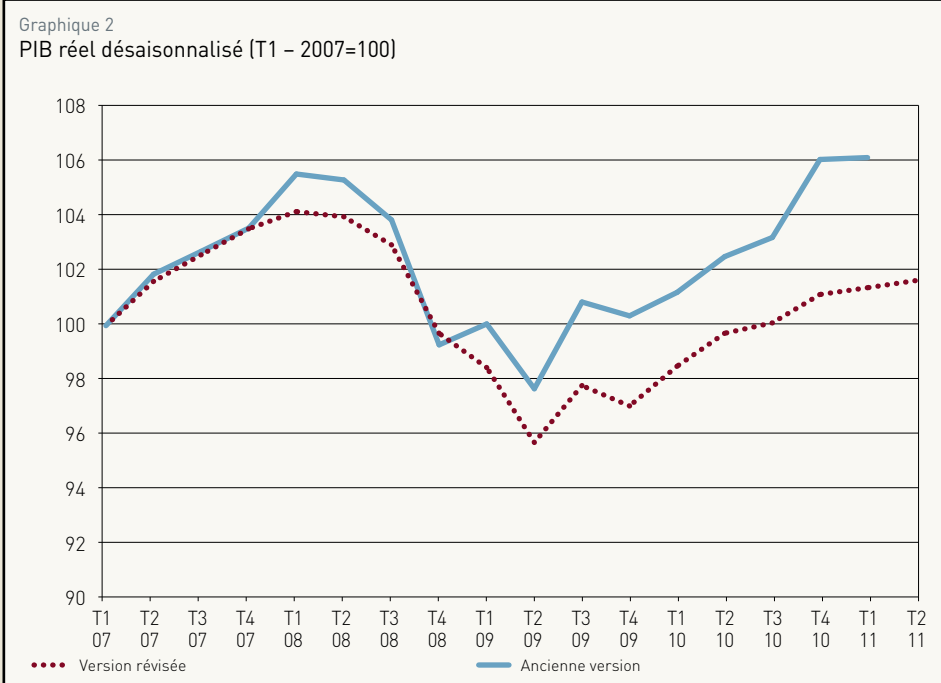
Une analyse comparative de deux grandeurs macroéconomiques issues des mêmes comptes est un exercice utile afin de se forger une idée de la cohérence interne des comptes nationaux et du fonctionnement de l'économie luxembourgeoise. De tels exercices permettent d'identifier des zones d'ombre, telles qu'une rupture de tendance, une incohérence interne des comptes ou un ajustement potentiel dans l'économie luxembourgeoise. En revanche, étant donné les révisions potentielles des données, il convient vraisemblablement de ne pas tirer de conclusions trop hâtives quant à une réaction potentielle des agents économiques, mais plutôt de s'assurer la fiabilité du diagnostic et des statistiques.

Des faits troublants sont observables entre le marché du travail et la croissance économique. L'emploi semble en effet évoluer plus favorablement que ne le suggèrent les séries relatives à l'activité économique. Il a continué d'augmenter au cours de l'essentiel de la période 2008-2011, alors que le PIB reculait de façon marquée au cours de la même période, avec à la clef une chute de la productivité apparente du travail (c'est-à-dire du ratio PIB sur nombre de travailleurs). Or les chiffres sur l'emploi sont normalement plus faciles à mesurer que les données de la comptabilité nationale.

Bien qu'on sache que l'emploi réagit moins rapidement que le PIB, cet aspect des choses ne permet pas d'expliquer entièrement la diminution marquée du ratio PIB sur nombre de travailleurs observée au graphique 3. Il convient toutefois de rester prudent, le marché du travail au Luxembourg étant très particulier. Les entreprises recherchent en effet des travailleurs hautement qualifiés et ont des difficultés à satisfaire ce besoin. Il est donc cohérent de penser qu'elles ont tendance à vouloir conserver leurs travailleurs (thésaurisation du travail ou « labour hoarding »), même en période difficile. On pourrait s'attendre à une chute du nombre d'heures travaillées en cas de théaurisation du travail. Cela correspond en effet à l'évolution observée en 2008 et 2009 (-0,2% et -4,1% respectivement), cette diminution ayant été suivie d'une légère remontée en 2010 (+0,4%). Une comparaison avec d'autres pays de la zone euro, effectuée au graphique 3, confirme que la chute de la productivité a été anormalement forte au Luxembourg.³

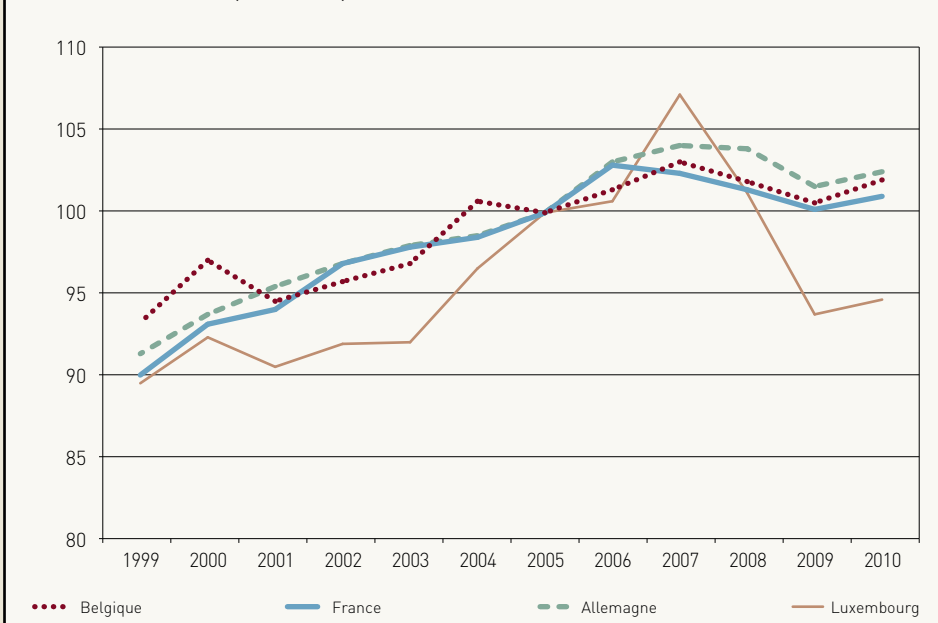
² Dans sa note de conjoncture n° 3-2011, le Statec identifie les révisions des importations de services non-financiers et des exportations de services financiers comme la principale source des révisions du PIB

³ Par voie de conséquence, l'évolution des coûts salariaux unitaires au cours de la période 2008-2010 est encore moins favorable qu'estimée précédemment



Sources : Statec, calculs BCL

¹ Voir aussi: Revision to GDP estimates in Luxembourg, Economie et Statistiques, Working paper du STATEC, n°39, mai 2010.

Graphique 3
Productivité du travail (2005 = 100)

Sources : OCDE, calculs BCL

Après avoir connu un pic en 2007, où la productivité luxembourgeoise était supérieure à celle des pays voisins (du moins en base 2005 = 100), elle a très fortement chuté en 2008 et 2009. Elle a ensuite amorcé une remontée d'ampleur similaire à celle des autres pays, son niveau restant très nettement inférieur à ceux-ci. La question se pose dès lors de savoir si la productivité a réellement chuté aussi fortement, s'il s'agit d'une erreur de mesure (PIB trimestriel sous-estimé) ou d'une combinaison de ces deux facteurs.

Evolutions récentes

Depuis cet exercice de juin 2011, le diagnostic conjoncturel a considérablement changé. En premier lieu, les comptes nationaux annuels publiés en octobre 2011 dressent un bilan nettement moins positif de l'activité au Luxembourg qu'il n'était admis antérieurement. Ainsi, la croissance économique n'aurait été que de 2,7% en 2010, contre 3,5% admis en juin¹⁶. En second lieu, les estimations pour le premier semestre 2011 issues de ces comptes annuels suggèrent une dynamique de croissance beaucoup moins importante que la BCL ne l'avait escompté sur base des indicateurs à court terme. La croissance trimestrielle de 0,2% et 0,3% enregistrée lors des deux premiers trimestres de 2011 serait en moyenne inférieure à celle de la zone euro et nettement en dessous de la moyenne historique luxembourgeoise. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2011 tel qu'il serait enregistré à la fin du premier semestre 2011 selon les nouveaux comptes nationaux ne se chiffre plus qu'à 1,7%. Selon ces données révisées, le Luxembourg ne serait pas encore sorti de la récession à l'issue du second trimestre de 2011, puisque le PIB réel n'aurait pas encore dépassé son niveau d'avant la crise. Finalement, en ce qui concerne le deuxième semestre 2011, le scénario de base ne s'est pas réalisé et le scénario de risque s'y est substitué. Les turbulences sur les marchés financiers se sont amplifiées à partir de juillet, ce qui suggère que la crise financière – et la crise de la dette souveraine dans la zone euro en particulier – est loin d'être résolue. Si ces turbulences n'ont pas leur origine au Luxembourg, elles affectent tout de même l'activité domestique, directement via leur impact sur le secteur financier et indirectement via les effets secondaires sur le secteur non-financier. Un climat d'incertitude brouillant les perspectives s'est installé dans la zone euro et il a fini par saper la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. Ceux-ci ont réagi par un attentisme accru, dont témoignent un ralentissement de leur production et une restriction de leurs dépenses.

Selon les indicateurs à court terme, l'activité économique au Luxembourg pourrait encore avoir progressé au troisième trimestre de 2011, alors qu'elle se serait contractée de façon marquée par la suite. Au troisième trimestre, l'industrie des fonds d'investissement s'est singularisée par un recul important de ses activités, tandis que le secteur non-financier a vraisemblablement évité une contraction. Le repli des activités se serait toutefois généralisé à la fin de l'année.

Au troisième trimestre 2011, les turbulences sur les marchés financiers ont eu un impact ambigu sur le secteur financier. La VNI des OPC a subi de plein fouet le recul des marchés financiers, un choc qui a été aggravé par un retrait net des capitaux. Le recul de 4,4% de la VNI est la première variation négative depuis le premier trimestre 2009 et elle fait suite à une stagnation au deuxième trimestre 2011. Sur base de ces développements, il semblait naturel d'anticiper des répercussions sur les résultats opérationnels du secteur bancaire. Cependant, à rebours de l'évolution de la VNI, le compte de pertes et profits agrégé du secteur fait état d'une progression trimestrielle à la fois des revenus sur commissions et de la marge sur intérêts. Pour sa part, le secteur non-financier a jusqu'à nouvel ordre évité la contagion. Les enquêtes de conjoncture dans la construction ne signalent pas un affaiblissement imminent. Malgré l'amorce d'un repli du sentiment de confiance au deuxième trimestre 2011, la production industrielle aurait progressé de 1,8% sur base trimestrielle au 3^{ème} trimestre, contre quatre reculs consécutifs lors des trimestres précédents. La zone euro, portée par l'Allemagne et la France, aurait connu une progression de 0,2% du PIB réel, ce qui devrait être de bon augure pour le secteur exportateur du Luxembourg. La croissance de l'emploi total s'est toutefois modérée après la hausse prononcée du trimestre précédent.

En ce qui concerne le quatrième trimestre de 2011, peu d'informations sont disponibles à l'heure actuelle. La volatilité et la tendance baissière sur les marchés financiers exerceront sans doute un impact négatif sur la VNI des OPC et les revenus sur commissions des banques. Si la VNI se stabilise à son niveau de septembre, ce qui constitue probablement le scénario le plus positif envisageable à l'heure actuelle, la

2.6 PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE DÉCEMBRE 2011

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2011¹⁵ et ont été élaborées dans un contexte conjoncturel relativement favorable. Les comptes nationaux signalaient un rebond de l'activité soutenu depuis la mi-2009 et l'économie semblait être sur le point d'émerger de la récession. Cette sortie paraissait d'autant plus probable que les indicateurs conjoncturels, tant en ce qui concerne la production que l'emploi, suggéraient une poursuite de la croissance au premier semestre 2011. Une progression du PIB réel de l'ordre de 4,0% en 2011 et une décélération induisant une croissance de 3,0% en 2012 étaient escomptées par la BCL. Le scénario se basait sur un essoufflement de la dynamique de croissance vers la mi-2011, avec une reprise graduelle par la suite. Si ce scénario de base était assez favorable, il était admis que la dynamique à moyen terme resterait en deçà de la moyenne historique, sur fond d'ajustements futurs du secteur financier aussi bien au niveau national qu'international, ces derniers pouvant affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg. La BCL avait toutefois mis en garde contre un excès d'optimisme, la sortie de la récession au Luxembourg n'impliquant pas la fin de la crise financière. Les turbulences sur les marchés obligataires de la zone euro constituaient un risque à la baisse pour le secteur financier, susceptible de compromettre les gains de la croissance.

¹⁵ Voir BCL, Rapport Annuel 2010, pp.52-60

¹⁶ Voir l'encadré aux pages précédentes. Assez exceptionnellement, le STATEC a également ajusté à la baisse la dynamique du PIB nominal pour les années 2009 et 2010.

variation trimestrielle de la VNI sera de -3,3% au cours de ce dernier trimestre de 2011. La Commission européenne anticipe un léger recul du PIB réel dans la zone euro. Un repli de la demande internationale induirait une baisse de la production industrielle. L'annonce d'un arrêt temporaire de la production dans une partie du secteur métallurgique suggérerait même un affaissement considérable de la production à la fin de l'année. La remontée des demandes de chômage partiel en fin d'année indique également un ralentissement conjoncturel plus large.

Sur base de ce scénario, l'activité économique aurait quasiment stagné dans le courant de l'année 2011. Par conséquent, elle n'aurait pas non plus progressé entre le premier trimestre 2008 et la fin de 2011, c'est-à-dire pendant près de quatre ans. Ce défaut de croissance, associé à une politique budgétaire volontairement expansionniste en 2008 et 2009, s'est aussi soldé par l'émergence de plusieurs distorsions. Le taux de chômage progresserait à un niveau historiquement élevé, le déficit public progresserait d'ici 2013 et la dette publique dépasserait les 20% du PIB dès 2012. Il convient d'éviter la persistance de ces distorsions, sans quoi elles se muteront en déséquilibres structurels qui seront nettement plus difficiles à corriger et qui pèseront sur le potentiel de croissance. Si la rechute précoce de l'activité rend la constitution de marges de manœuvre budgétaires plus difficile, celles-ci doivent être graduellement reconstituées. En l'absence d'un tel effort de consolidation, aucune marge de manœuvre budgétaire ne sera disponible lors de la prochaine dégradation conjoncturelle.

Hypothèses techniques

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont notamment dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs.

En ce qui concerne les taux d'intérêt à court terme, le taux Euribor à 3 mois est supposé poursuivre sa baisse, amorcée au quatrième trimestre 2011, jusqu'au quatrième trimestre 2012. Sur l'ensemble de l'année 2011, il s'établirait à 1,4% avant d'atteindre 1,2% en moyenne en 2012 et 1,4% en moyenne en 2013. Les taux longs, qui apparaissent orientés à la hausse depuis le deuxième trimestre 2011, devraient remonter graduellement à partir du premier trimestre 2012 pour atteindre 3,2% au quatrième trimestre 2013. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, reculeraient en moyenne d'environ 3% en 2011 et de 13% en 2012 avant d'enregistrer une quasi-stabilisation en 2013. Par rapport à juin dernier, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été révisées à la baisse à raison de 9,5% en 2011 et d'environ 20% en 2012 et en 2013. Depuis la mi-2011, l'euro s'est déprécié de quelque 5% par rapport au dollar pour se situer aux environs de 1,36\$/€ à la mi-novembre, poussant le taux de change effectif de l'euro à la hausse à concurrence de 4% environ par rapport à juin 2011. Enfin, le prix du pétrole a progressé de 75\$/bl en juin dernier à environ 112\$/bl en novembre 2011. Selon les marchés des « futures », le prix du pétrole s'établirait à 111\$/bl en 2011, avant de revenir à 109\$/bl en 2012 et à 104\$/bl en 2013. Par rapport à l'exercice de juin 2011, ces hypothèses sont quasiment inchangées. En raison de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros sont toutefois quelque peu revues à la hausse, à concurrence de 1,4% en 2011, 6,1% en 2012 et de 5,2% en 2013.

En résumé, les hypothèses relatives aux taux d'intérêt sont légèrement plus favorables que celles qui prévalaient en juin dernier. Les hypothèses se rapportant au taux de change de l'euro ont, quant à elles, été revues à la baisse. En conséquence, si les hypothèses relatives au prix du pétrole en dollar n'ont pas significativement changé, les prix du pétrole exprimés en euros ont été révisés à la hausse sur l'horizon de projection. Les hypothèses relatives aux évolutions des marchés boursiers apparaissent de leur côté nettement moins favorables que celles de juin dernier. A cela s'ajoute la dégradation majeure de la conjoncture en Europe et dans le reste du monde depuis l'été 2011.

Environnement international

La reprise économique mondiale a été un peu plus forte que prévu en 2010 et la vigueur de l'économie mondiale s'est poursuivie jusqu'à la mi-2011. Ensuite, les évolutions des principaux indicateurs économiques ont commencé à perdre de la vitesse et la crise de la dette souveraine s'est intensifiée dans la zone euro. La situation des finances publiques des principaux pays développés hors zone euro n'est guère plus réjouissante, si bien que des plans ambitieux de consolidation budgétaire vont être nécessaires. Ces derniers devraient aussi être crédibles, afin de restaurer la perte de confiance qui s'est déjà manifestée chez l'ensemble des agents économiques (ménages, sociétés non financières et opérateurs de marché). A moyen terme, les perspectives de croissance mondiale apparaissent donc entachées de plusieurs facteurs, dont la mise en œuvre de politiques budgétaires plus rigoureuses dans nombre de pays industrialisés et les besoins de restructuration des bilans des secteurs public et privé. Dans les pays émergents, la croissance de l'activité devrait se modérer en raison des politiques restrictives mises en place pour calmer les tensions inflationnistes. Les scénarii relatifs à la croissance mondiale du FMI et de la CE ont été révisés à la baisse et tablent désormais sur un recul de la croissance du PIB mondial en 2011. Alors que le FMI s'attend à une stabilisation de la croissance mondiale en 2012, le scénario de la CE entrevoit lui une légère baisse de la croissance mondiale en 2012. La croissance du commerce mondial décélérerait en 2011 et en 2012, après une expansion excédant la moyenne historique en 2010.

Tableau 1.19

Projections des institutions internationales et hypothèses techniques (taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)¹⁾

	2010	2011	2012	2013
Commerce mondial (CE)	15,8 (+1,8)	7,2 (-0,6)	5,3 (-2,6)	6,4
PIB mondial (FMI)	5,1 (+0,1)	4,0 (-0,3)	4,0 (-0,5)	-
PIB mondial (CE)	5,0 (+0,1)	3,7 (-0,3)	3,5 (-0,6)	3,6
PIB zone euro (FMI)	1,8 (+0,1)	1,6 (0,0)	1,1 (-0,6)	-
PIB zone euro (CE)	1,9 (+0,1)	1,5 (-0,1)	0,5 (-1,3)	1,3
PIB zone euro (Eurosystème)	1,8 (+0,1)	1,5-1,7 (-0,3)	-0,4-1,0 (-1,4)	0,3-2,3
Demande internationale adressée au Luxembourg	9,7 (+0,1)	5,5 (-1,4)	3,5 (-3,0)	5,7
Prix du pétrole en \$/bl ²⁾	80	111 (0)	109 (+1)	104 (0)
Taux de change \$/€ ³⁾	1,33	1,40 (-0,02)	1,36 (-0,07)	1,36 (-0,07)
Taux d'intérêt à 3 mois	0,8	1,4 (-0,2)	1,2 (-1,1)	1,4 (-1,4)
Taux d'intérêt à 10 ans	3,2	2,9 (-0,6)	2,8 (-1,0)	3,1 (-1,0)
Eurostoxx ⁴⁾	266	257 (-27)	222 (-58)	221 (-55)

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, FMI

1) Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2011, en points de pourcentage.

2) Révisions en \$/bl

3) Révisions en \$/€

4) Révisions en points d'indice

Les perspectives économiques dans la zone euro se sont également dégradées au cours des derniers mois et la croissance attendue du PIB réel en 2012 a été nettement revue à la baisse par les deux institutions. Selon l'exercice de projection de l'Eurosystème de décembre 2011, la variation anticipée pour le PIB réel devrait se situer entre 1,5% et 1,7% en 2011 et entre -0,4% et +1,0% en 2012. A l'horizon de 2012, la croissance du PIB prévue par l'Eurosystème apparaît plus pessimiste que celle prévue par la CE et elle se distancie plus nettement encore de la prévision du FMI pour la zone euro. Rappelons que cette dernière a été établie par les experts du FMI en septembre dernier, soit avant l'accentuation de la crise. Pour 2013 en revanche, la croissance du PIB prévue par l'Eurosystème apparaît en ligne avec celle de la CE. Comparées à l'exercice précédent, les points centraux des projections de l'Eurosystème ont été revus à la baisse de 0,3 point en 2011 et de 1,4 point en 2013.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations de ses partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Après s'être littéralement effondrée en 2008 et 2009, la demande internationale s'est vigoureusement redressée en 2010. Selon le scénario sous-jacent, elle devrait nettement ralentir en 2011 et 2012, avant de progresser de manière plus dynamique en 2013. Ces évolutions seraient le reflet de celles observées au niveau du commerce mondial sur la période considérée.

Projections du PIB réel et de ses composantes

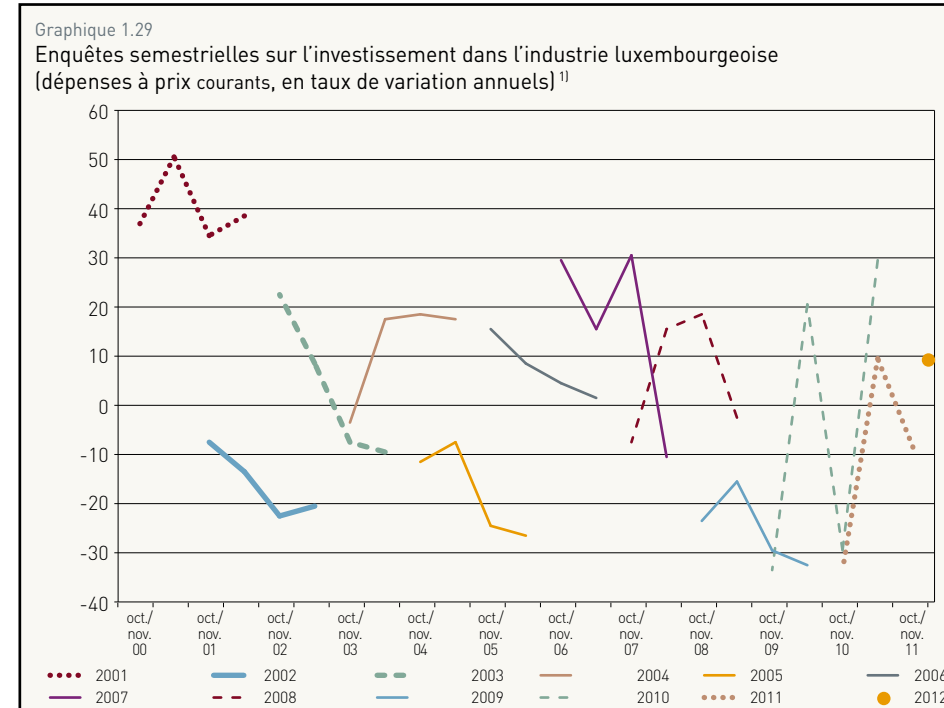
La révision à la baisse de la croissance du PIB réel en 2010, la dynamique trimestrielle moins avantageuse au début de 2011 ainsi que le repli de l'activité vers la fin de l'année 2011 donnent lieu à un scénario qui se présente nettement moins favorablement que lors de l'exercice de juin 2011. Les projections font état d'une progression du PIB réel en 2011 qui se situerait entre 1,4% à 2,0%, soit 2,4 points de pourcentage de moins qu'anticipé précédemment. La croissance anticipée pour 2012 se situerait entre 0,0% et 2,0% tandis que pour 2013, elle s'établirait entre 2,0% et 4,0%. Après l'effondrement au quatrième trimestre 2011, ce scénario intègre un retour fort graduel de la croissance à partir du premier trimestre 2012. Si une récession – une succession de deux reculs trimestriels du PIB réel – n'est pas à exclure, il est admis que la crise de confiance ne se dissiperait que fort graduellement au cours de l'année 2012 avant que la dynamique de croissance ne retrouve une certaine vigueur. La progression intra-annuelle étant quasiment nulle en 2011, la croissance moyenne en 2011 serait entièrement due à l'acquis de croissance depuis la fin 2010. Par conséquent, le ralentissement du taux de variation annuel moyen en 2012 ne serait qu'apparent. L'acquis de croissance étant nul, la progression en 2012 serait entièrement due à la hausse de la production au cours de l'année 2012. Le profil des taux de croissance annuels moyens est aussi en ligne avec le profil du PIB réel dans la zone euro, tel que projeté par l'Eurosystème. Le sentier de croissance normalisé anticipé pour 2013 demeurerait en deçà de l'évolution historique luxembourgeoise. Cette projection est basée sur l'hypothèse de l'abaissement du potentiel de croissance, qui résulterait notamment des ajustements structurels dans le secteur financier.

Malgré la révision à la baisse, l'année 2010 s'est caractérisée par une croissance équilibrée, puisque toutes les composantes du PIB ont contribué à sa progression. L'investissement total n'a néanmoins augmenté qu'à la faveur des dépenses d'investissement public, l'investissement privé ayant encore fléchi. Sur l'horizon de projection le scénario d'une croissance générale demeure globalement d'actualité, même si le dynamisme des composantes perdrait en vigueur en 2012 avant de reprendre un peu d'élan par après. La demande internationale ne progresserait que modérément et ne donnerait donc que peu d'impulsions aux exportations. L'expansion de la demande domestique, quoiqu'encore positive sur les années 2011-2013, serait également fort atténuée. Dans le contexte de la maîtrise du déficit public, la consommation publique enregistrerait une croissance positive mais contenue. Des capacités de production plus abondantes et des perspectives moins favorables sur les marchés à l'exportation inciteraient par ailleurs les chefs d'entreprise à une prudence accrue, une retenue qui ralentirait la création d'emplois et, partant, aussi la consommation privée. Toutefois, contrairement à d'autres économies qui sont confrontées à des ajustements internes en raison d'un surendettement de leurs ménages, des entreprises ou de l'Etat, il n'y a pas d'indications quant à des déséquilibres majeurs susceptibles de contrarier la reprise au Luxembourg¹⁷.

¹⁷ L'endettement relatif des ménages a fortement progressé au cours des dernières années et il est désormais plus élevé que dans les pays limitrophes. Cet endettement pèsera sur les ménages les plus vulnérables en cas de renversement des perspectives économiques et/ou d'une hausse des taux à court terme et il serait donc susceptible de ralentir la consommation privée. Si l'envergure de ce risque n'est pas à sous-estimer, il est toutefois admis que son impact direct sur la croissance économique reste marginal étant donné l'ouverture de l'économie luxembourgeoise.

Après les progressions très importantes en 2009 et 2010, l'investissement public se stabiliserait probablement au mieux sur les années 2011-2013. Ce manque de croissance pourrait toutefois être compensé par une reprise temporaire de l'investissement privé, en l'occurrence des achats d'aéronefs et de satellites en 2011. Dans le contexte d'une demande léthargique et du recul du taux d'utilisation des capacités de production cependant, les chefs d'entreprise dans le secteur manufacturier sont devenus plus prudents. Selon les enquêtes du mois de novembre, ils ont revu à la baisse leurs projets d'investissement pour l'année courante (voir le graphique ci-joint). De façon assez surprenante toutefois, cet ajustement ne serait que temporaire, puisqu'ils prévoient une légère hausse de ces dépenses pour l'année 2012.

Les mesures de consolidation budgétaire telles qu'annoncées jusqu'à présent par le gouvernement font partie intégrante des projections. En 2012 et 2013, ces mesures qui, par hypothèse, ne deviendraient pas davantage contraignantes pour les ménages ou les entreprises, ne permettraient pas d'annuler le déficit public d'ici 2013, bien au contraire. Dans ce contexte de « politique budgétaire inchangée », les projections tablent sur une stabilisation de la consommation privée en 2012 et 2013. Ces projections semblent assez prudentes compte tenu des progressions passées et anticipées du revenu disponible des ménages. Dans un contexte de crise qui perdure depuis 2008 et qui s'est aggravé récemment, le taux d'épargne des ménages a sans doute augmenté.



Source : Commission européenne

¹⁾ Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, les taux de variation annuels des dépenses d'investissement sont calculés à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril pour A, les projets quasi définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

Tableau 20
Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à juin 2011
(en % de variation annuel et en point de pourcentage)

	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
PIB réel	2,7	1,4 - 2,0	0,0 - 2,0	2,0 - 4,0	-0,8	-2,4	-2,0	-0,6
IPCH	2,8	3,7	2,5	2,1	-	-	-	-0,2
IPCH énergie	11,7	13,7	0,9	-2,0	-	1,0	1,0	-0,3
IPCH excluant l'énergie	1,7	2,5	2,7	2,7	-	-0,1	-0,1	-0,1
IPCN	2,3	3,4	2,4	2,0	-	-	-0,1	-0,2
IPCN excluant l'énergie	1,5	2,4	2,4	2,4	-	-0,1	-0,2	-0,1
Echelle mobile des salaires	1,7	1,9	4,0	2,1	-	-	-	-0,2
Coût salarial moyen	2,6	2,8	4,6	3,5	1,0	0,2	-0,6	-0,3
Emploi salarié	1,8	2,8	1,4	1,8	0,3	0,5	-0,6	-0,2
Taux de chômage ¹⁾	6,1	6,1	6,3	6,4	-0,1	0,1	0,4	0,6

Sources : STATEC, BCL

¹⁾ Version comptes nationaux

Marché de l'emploi et coûts salariaux

La reprise de l'emploi s'est poursuivie au cours des derniers mois. La progression annuelle de l'emploi total s'est stabilisée à 3,2% en octobre 2011. Au niveau sectoriel, l'ensemble des secteurs contribue désormais positivement à la croissance de l'emploi. Les branches « commerce, transports et communication », « autres services » et « services aux entreprises » sont particulièrement dynamiques. Par ailleurs, pour la première fois depuis l'entame de la crise en 2008, le secteur bancaire a cessé de ponctionner la croissance de l'emploi au troisième trimestre 2011. Malgré l'embellie des perspectives pour l'année courante, plusieurs indicateurs suggèrent une décélération imminente. La croissance de l'emploi intérimaire s'est fortement ralentie depuis mi-2010 et ce dernier continue d'évoluer en deçà de sa moyenne historique. Dans l'industrie et la construction, les enquêtes d'opinion auprès des chefs d'entreprise suggèrent une dégradation des perspectives de l'emploi. Le taux de vacances d'emplois – soit le rapport entre le nombre d'emplois vacants et la somme du nombre d'emplois vacants et de postes pourvus – est revenu à un niveau proche de sa moyenne de long terme, après avoir atteint un pic historique en avril 2011. Par ailleurs, le recours au chômage partiel, en baisse depuis mi-2009, semble repartir à la hausse depuis quelques mois. Selon nos projections, la croissance de l'emploi devrait fortement décélérer en 2012, avant de se redresser légèrement en 2013.

Sur base de l'expérience des dernières années, il semble qu'une croissance du PIB réel proche de 1% et une progression de l'emploi salarié de l'ordre de 1,4% soit insuffisante pour permettre une résorption graduelle du chômage. De même, les caractéristiques du chômage ne favorisent pas son recul, le chômage touchant en particulier des personnes âgées et peu qualifiées. En atteste d'ailleurs la forte augmentation du chômage de longue durée, qui touche désormais 42% du nombre total des chômeurs.

La prolongation du dispositif de chômage partiel et la poursuite des mesures pour l'emploi devraient cependant permettre d'atténuer les effets du ralentissement économique sur le chômage. Par ailleurs, l'emploi frontalier, surreprésenté dans des secteurs exposés à la concurrence internationale, pourrait décélérer davantage que l'emploi national, ce qui atténuerait en partie la hausse du chômage. Le taux de chômage au sens restreint progresserait de 6,1% en 2011 à 6,3% en 2012 et 6,4% en 2013.

Cette réaction de la composante « volume » du marché du travail se fera conjointement à celle du coût du travail. En 2011, l'évolution des salaires réels serait largement due au redressement progressif des heures travaillées et des primes versées. Cet effet pourrait néanmoins s'atténuer de nouveau sur les deux années à venir en raison du ralentissement économique. En ce qui concerne les salaires négociés, à l'heure actuelle les négociations salariales semblent se caractériser par un comportement prudent des partenaires sociaux, probablement en raison du chômage qui demeure élevé et des perspectives économiques plus sombres. Le pouvoir de négociation du facteur « travail » devrait demeurer relativement contenu. Par ailleurs, l'incertitude quant à la conclusion d'un nouvel accord entre partenaires sociaux sur le report du paiement de la tranche indiciaire en 2012 pourrait retarder la conclusion des accords salariaux¹⁸. De nombreux accords salariaux stipulent le paiement de primes uniques plutôt que des augmentations linéaires des salaires. Pour 2012 et au-delà, peu d'informations sont disponibles à l'heure actuelle. Nos projections tiennent compte des accords salariaux signés dans le secteur bancaire et la fonction publique, stipulant une hausse des salaires réels pour 2012 et 2013. De plus, ces projections se basent sur l'ajustement probable du salaire minimum réel en 2013.

Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 2,8% en 2011, 4,6% en 2012 et 3,5% en 2013. En 2012, la progression du coût salarial moyen serait en majeure partie imputable à l'impact de l'indexation automatique des salaires à l'inflation. L'accord conclu entre les partenaires sociaux de reporter le paiement

de la première tranche indiciaire de 2011 à octobre 2011 a eu pour effet de freiner la progression des salaires nominaux en 2011. Néanmoins, en raison de son caractère temporaire, cette mesure contribue à accélérer mécaniquement la progression des salaires nominaux en 2012. Sur base des projections d'inflation actuelles, les échéances des prochaines tranches indiciaires seraient dues pour mars 2012 et mai 2013. A politique inchangée, l'échelle mobile des salaires progresserait de 1,9% en 2011, 4,0% en 2012 et 2,1% en 2013.

Prix à la consommation

Si le scénario relatif à l'activité économique a considérablement changé depuis quelques mois, le scénario d'inflation n'a que modestement évolué. L'inflation au Luxembourg est peu sensible aux changements de la production ou aux écarts de la production par rapport au potentiel. Les effets cycliques ne se transmettent que graduellement, à travers le marché du travail et les salaires réels négociés en particulier. Les prix à la consommation sont davantage déterminés par des facteurs tels que les salaires nominaux, dont le mécanisme d'indexation et le salaire minimum, l'inflation importée et les mesures administratives. L'évolution des prix dépend également de la réaction des entreprises aux variations de la consommation privée et du degré de concurrence sur les différents marchés des biens et services.

Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH se seraient fortement accélérés en 2011, à respectivement 3,4% et 3,7%. Cette nette progression à des niveaux très élevés est aussi générale, puisqu'elle résulterait des accélérations très nettes aussi bien des prix de l'énergie que des prix hors énergie. Par la suite, l'inflation globale se modérerait graduellement, autour de 2,4% pour l'IPCN et de 2,5% pour l'IPCH. Ce recul anticipé n'est toutefois que technique, car lié à l'hypothèse du reflux du prix du pétrole. Les prix de l'énergie stagneraient quasiment en 2012 et afficheraient une baisse en 2013. Hors énergie, l'inflation se stabiliserait à des niveaux élevés en 2012 et 2013, se situant autour de 2,4% pour l'IPCN excluant l'énergie. L'inflation globale ne reculerait donc pas avec l'affaiblissement de l'activité économique. Elle ne convergerait pas non plus vers l'inflation des pays limitrophes en raison de facteurs domestiques, et d'une inflation particulièrement élevée des prix des services¹⁹.

Comparé à l'exercice précédent, ces projections sont quasiment restées inchangées. En ce qui concerne l'IPCN, une légère révision à la baisse a été effectuée pour 2012 et 2013. Cet ajustement est essentiellement attribuable à la révision des prix hors énergie, alors que les prix de l'énergie ont été marginalement ajustés à la hausse en 2012 dans la foulée d'une progression plus forte qu'escompté du prix du pétrole exprimé en euros. Par conséquent, la dynamique de l'échelle mobile des salaires n'a guère changé non plus. Sur base du mécanisme d'indexation automatique et non modulé, les paiements des prochaines tranches indiciaires seraient dus pour le premier trimestre 2012 et le deuxième trimestre 2013. Le paiement en 2013 serait reporté d'un mois par rapport au scénario de juin en vertu des révisions marginales apportées au scénario d'inflation.

Les facteurs sous-jacents à la dynamique inflationniste sont multiples et ils divergent selon l'horizon de projection. Plusieurs facteurs inflationnistes ont émergé en 2010 et ils continuent à exercer un impact sur les prix à la consommation en 2011. La hausse du prix du pétrole exprimé en euros – de presque 33% depuis 2010 – a entraîné à nouveau une progression des prix de l'énergie de plus de 10% en 2011. La hausse des prix des matières premières agricoles a influencé les prix des biens alimentaires. De surcroît, l'inflation dans la zone euro s'est accélérée au-delà de 2,5%. Elle a vraisemblablement influencé les prix au Luxembourg via le canal des importations de biens. La progression des prix administrés, à plus de 6%, a atteint un niveau record en 2011. Si une modération est anticipée pour les années 2012 et 2013, en moyenne leur taux d'inflation demeurerait néanmoins supérieur à l'inflation globale. Finalement, la forte progression des salaires nominaux, largement due à l'échelle mobile des salaires, expliquerait une

¹⁸ L'impact de l'échelle mobile des salaires sur la progression des salaires nominaux en 2012 variera en fonction du report ou non du paiement de la prochaine tranche indiciaire. Afin d'éviter une hausse imprévue de leur coût salarial, les employeurs seraient ainsi susceptibles d'attendre la décision finale avant de s'engager dans des conventions collectives de type « salaire réel augmenté de l'échelle mobile des salaires ».

¹⁹ Voir aussi « L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires ? » dans BCL, Rapport Annuel 2007, pp.38-40.

inflation élevée des prix hors énergie et elle empêcherait le reflux de l'inflation. La succession des tranches indiciaires – celle de 2012 interviendrait seulement quelques mois après celle d'octobre 2011 – et en 2013 nourrirait l'inflation hors énergie, notamment via une répercussion de la hausse des coûts salariaux sur les prix des biens et services.

Analyse des risques

Les projections sont conditionnelles au dernier set de données de la comptabilité nationale disponible. L'encadré aux pages 67-70 relatif aux révisions des données met en exergue i) l'ampleur des révisions passées, ii) l'impact mécanique des révisions de données sur les projections et également iii) certaines zones d'ombres dans les comptes actuels. Par rapport à l'exercice de juin 2011, la révision à la baisse de 2,4 p.p. de la croissance du PIB réel en 2011 serait imputable à concurrence d'environ 1 p.p. aux révisions des données et pour le reste à une surestimation de la dynamique de croissance aux premier et deuxième semestres de 2011. De nouveaux ajustements des données ne sont pas à exclure. La croissance du PIB réel en 2010 tout comme la dynamique des exportations semblent assez modestes compte tenu de la progression de l'emploi et de l'évolution des exportations totales et nettes de services dans la balance des paiements. Il ne serait dès lors pas surprenant que les estimations pour la croissance économique en 2010 soient ajustées à la hausse. Conditionnellement à la révision du profil, un acquis de croissance plus élevé serait alors aussi susceptible de relever «mécaniquement» le taux annuel moyen de 2011. Ce risque «technique» n'exercerait en revanche aucun impact sur le scénario pour les années 2012 et 2013.

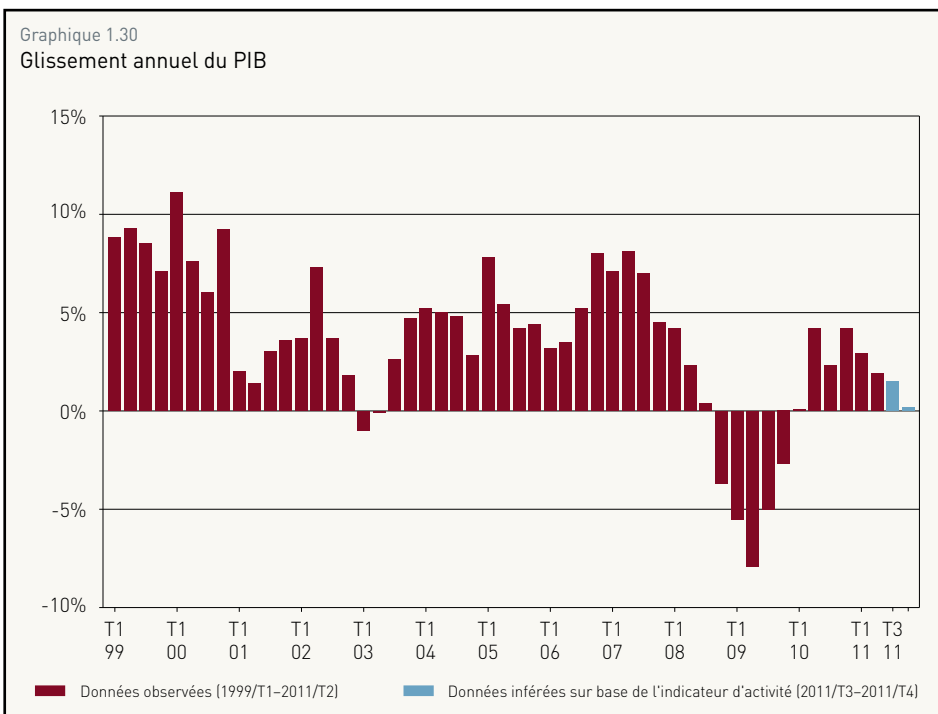
L'indicateur d'activité n'est pas utilisé directement dans les exercices de projection, dont il constitue en quelque sorte un complément. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, qui intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles, le PIB du Luxembourg progresserait entre +0,6% et +2,3% au troisième trimestre 2011 par rapport au troisième trimestre de l'année 2010. Au quatrième trimestre 2011, le glissement annuel du PIB s'établirait entre -1,5% et +2,0%. Ces évolutions sont compatibles avec deux trimestres consécutifs de baisse du PIB aux troisième et quatrième trimestres 2011, qui porteraient la croissance pour l'année 2011 autour de 1,6%. Les projections de la

BCL de décembre 2011, qui tablent sur une croissance du PIB s'établissant entre +1,4% et +2% en 2011 sont donc confirmées sur base de l'indicateur d'activité. L'indicateur d'activité indique depuis le mois d'août le fait que le PIB du Luxembourg devrait reculer au cours du troisième trimestre de l'année 2011. Cependant, on observe que l'ensemble des prévisions de croissance du PIB au troisième trimestre 2011, telles que suggérées par l'indicateur d'activité depuis cet été, ont été particulièrement volatiles d'un mois à l'autre. Une telle volatilité n'avait pas été vue depuis les prévisions effectuées à l'aide de l'indicateur d'activité pour le troisième trimestre 2009. Rappelons que le troisième trimestre 2009 peut être considéré comme une sorte de

point de retournement – à la hausse – de la conjoncture. Or les prévisions de croissance effectuées au cours de ces points de retournement sont les plus délicates, car les séries individuelles sont alors susceptibles d'envoyer des messages variés et difficilement réconciliables (voir plus haut et l'encadré sur les révisions), comme c'est particulièrement le cas actuellement au Luxembourg. Aussi, il nous apparaît important de souligner l'incertitude qui tourne autour de l'ampleur du recul du PIB inféré sur la base de l'indicateur au troisième trimestre 2011, compte tenu notamment des révisions prochaines des comptes trimestriels publiés par le STATEC en avril 2012.

Le scénario macroéconomique européen et national a considérablement changé avec les turbulences sur les marchés financiers et les marchés de la dette publique en particulier. Depuis juillet, les craintes quant à un défaut de paiement de la Grèce et les inquiétudes quant à la santé du secteur bancaire dans plusieurs pays de la zone euro ont nourri les hausses des taux obligataires. Si la hausse des taux était initialement limitée aux pays soumis à un programme de FMI, une vague de contagion a fini par se diffuser à d'autres pays, d'abord l'Espagne et l'Italie et dans un second temps la Belgique, la France et l'Autriche. La hausse du coût d'emprunt complique certes la consolidation budgétaire – dont l'insuffisance a été à l'origine de cette néfaste spirale – mais elle la rend d'autant plus nécessaire. Au cas où les mesures proposées par les gouvernements n'arriveraient pas à rompre le cercle vicieux et à convaincre les acheteurs de la dette publique, alors une intensification de la crise financière avec une hausse supplémentaire des taux obligataires et/ou une transmission à d'autres Etats en serait la suite logique. Une évaluation *ex ante* d'un tel scénario n'est pas aisée car elle dépend de beaucoup de facteurs, dont notamment l'impact sur le secteur bancaire. Contrairement à l'année 2008 toutefois, les politiques budgétaire et monétaire ont épuisé leurs marges de manœuvre conventionnelles, ce qui ne facilitera pas la sortie du marasme. L'OCDE attache même une probabilité élevée au scénario «catastrophe», avec à la clé une récession longue et profonde dans la zone euro. Le PIB réel dans la zone euro pourrait chuter de plus de 2% en 2012 et en 2013, soit un affaissement cumulé comparable à la récession de 2009. Si le Luxembourg échappait à une hausse des taux obligataires souverains, il n'éviterait tout de même pas l'impact de la récession chez les principaux partenaires commerciaux. Le secteur bancaire serait aussi soumis à rude épreuve. L'OCDE ne fournit pas des estimations de l'impact pour le Luxembourg. Il semble néanmoins évident que l'activité au Luxembourg se replierait aussi fortement, aussi bien en 2012 qu'en 2013, avec à la clé des répercussions défavorables sur l'emploi, le chômage et les recettes fiscales.

Le scénario actuel pour l'Union européenne fait état d'une amélioration des déficits publics sur toute la période de prévision dans la plupart des pays européens. Tous les pays ont annoncé des mesures de consolidation budgétaire, qui font partie intégrante des prévisions. Cependant, par rapport aux projections de finances publiques figurant dans leurs Programmes de stabilité, presque tous les pays devront nécessairement consentir des efforts additionnels. Aucun pays (sauf la Suède) n'atteindrait l'équilibre budgétaire d'ici 2013 selon les projections de la Commission européenne. Le déficit public dans la zone euro pourrait se chiffrer à 3,4% du PIB en 2012 et à 3,0% en 2013. Aux Etats-Unis, le processus d'ajustement serait même nettement plus lent, car leur déficit public avoisinerait 8,5% du PIB en 2012 et 5,0% en 2013. Au Luxembourg, le gouvernement a annoncé dans sa 12^e actualisation du Programme de Stabilité que des mesures de consolidation additionnelles pourraient être préparées en 2012 et mises en œuvre en 2013 et 2014. Ces ajustements des recettes et des dépenses, au Luxembourg comme dans le reste de l'Union européenne ainsi qu'aux Etats-Unis, qui ne sont précisément pas intégrés au scénario de base, pèseront inmanquablement sur la croissance économique. Il est admis que les multiplicateurs budgétaires sont généralement faibles dans les économies très ouvertes. La consolidation budgétaire au Luxembourg n'aurait de ce fait qu'un impact limité sur la croissance économique. L'incidence potentielle de la consolidation budgétaire sur l'activité au Luxembourg émane davantage de la probable synchronisation de la correction des déficits publics au niveau européen, voire dans l'ensemble des pays développés. Les impacts à la baisse sur la croissance économique dans l'ensemble de ces pays risquent de se combiner et d'affecter négativement l'économie luxembourgeoise par le biais du commerce international.



Sources : Statec, calculs BCL

Si les probabilités attachées aux deux risques précités sont élevées à l'heure actuelle, il serait toutefois erroné de cumuler leurs effets négatifs. Au contraire, les effets directs et défavorables d'une consolidation budgétaire crédible – crédible aux yeux des agents non-financiers et des acheteurs de la dette publique – seraient probablement compensés par un repli des taux obligataires sur la dette publique. Une entame de normalisation sur les marchés financiers faciliterait la consolidation budgétaire. Elle serait synonyme de réduction de l'incertitude et elle marquerait vraisemblablement le retour de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. Les agents non-financiers ajusteraient leurs anticipations et décisions à la nouvelle donne et ils pourraient réagir avec un recul de leur taux d'épargne. Le scénario positif de l'OCDE – la rupture du cercle vicieux et une résolution rapide de la crise dans la zone euro grâce à une mobilisation de ressources financières importantes – laisse augurer une croissance du PIB réel de 1% en 2012 et de plus de 3% en 2013, soit un retour rapide à la croissance tendancielle. Il va de soi que le Luxembourg en profiterait.

Malgré les difficultés ayant affecté le secteur bancaire luxembourgeois lors de la crise financière, ce secteur semble à ce stade avoir limité les dégâts. Le produit bancaire devrait même afficher une légère progression en 2011 par rapport à l'année précédente. Le résultat net des banques sera toutefois négativement affecté par une hausse très sensible des dépréciations sur actifs à comptabiliser, entre autres pour la baisse marquée des prix de la dette souveraine de plusieurs pays européens. L'ampleur de ces dépréciations ne sera divulguée qu'au début de l'année prochaine lors de la publication des bilans annuels des banques. La hausse des taux obligataires étant importante, il ne serait pas étonnant que ces dépréciations annulent complètement les résultats opérationnels. Les banques seraient alors susceptibles d'afficher une perte nette, soit un résultat pire qu'en 2008. Les dépréciations sur actifs ou la progression des provisions n'influencent pas directement des mesures de l'activité économique telles que le PIB. Elles constituent toutefois une perte pour les banques, qui entraîneront des effets indirects sur l'emploi et les recettes fiscales.

Le secteur bancaire demeure aussi confronté à un renforcement de la régulation et de la supervision bancaire. L'impact défavorable des changements futurs sur la place financière pourrait affecter davantage le potentiel de croissance du Luxembourg qu'il ne l'est admis dans le scénario sous-jacent. Si les impacts défavorables sur les activités de la place financière ne se sont pas encore manifestés, on ne peut conclure que le Luxembourg en soit sorti totalement indemne. Certains impacts risquent d'émerger à un horizon plus lointain car la réglementation additionnelle ne sera mise en œuvre que de manière graduelle d'ici 2019.

Les projections macroéconomiques sont traditionnellement élaborées sur base de l'hypothèse d'une politique gouvernementale inchangée. Ce principe implique l'hypothèse de la réintroduction du mécanisme d'indexation automatique des salaires à partir de novembre 2011. Une modulation additionnelle telle que suggérée par l'accord de septembre 2010 entre le gouvernement et les représentants syndicaux ne fait donc pas partie du scénario de base. Il est évident que si un report du paiement de la tranche indiciaire – prévue actuellement pour mars 2012 – était décidé, alors nos projections de l'échelle mobile des salaires, des salaires nominaux et par conséquent aussi de l'inflation globale seraient biaisées à la hausse. Dans un tel contexte, la détérioration de la position compétitive de l'économie serait également moins sévère.

2.7 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Sur les trois premiers trimestres de 2011, les échanges de biens ont poursuivi leur amélioration entamée depuis le début de l'année 2010, en enregistrant une hausse de 16% pour les exportations et de 13% pour les importations. La croissance du commerce extérieur s'est toutefois ralentie au second trimestre 2011, dans un contexte d'assombrissement des perspectives économiques mondiales. Au deuxième trimestre 2011, la progression des exportations ralentit ainsi à 9,5% (comparé à 25,5% pour le premier trimestre) et les importations stagnent (0,7% contre 18% pour le premier trimestre 2011, voir le tableau ci-dessous). Le troisième trimestre 2011 s'est toutefois caractérisé par une légère embellie pour les exportations (+12%) et un net rebond pour les importations (+21%, suite à l'acquisition d'un satellite). Quant au solde du

commerce extérieur, après avoir creusé son déficit de 24% à 5,6 milliards d'euros sur toute l'année 2010, sa progression a ralenti à 7% sur les trois premiers trimestres de 2011. Il était pourtant en recul sur le premier semestre de 2011. Sa remontée au troisième trimestre est en grande partie liée à l'acquisition du satellite évoqué ci-dessus.

Les indices moyens des prix montrent une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation qui, avec un taux de croissance de 2,6% en 2010 et de 7% au premier semestre 2011, ont progressé à un rythme inférieur à celui des prix à l'importation (+8% sur toute l'année 2010 et +9% au premier semestre 2011). En conséquence, les termes de l'échange ont en moyenne poursuivi leur détérioration (-2%) au premier semestre 2011, essentiellement suite à la remontée du prix du pétrole et des autres matières premières. Quant aux indices moyens des volumes du commerce, ils montrent une hausse plus marquée des volumes à l'exportation (+14% sur toute l'année 2010 et +9% au premier semestre 2011) qu'à l'importation (+10% en 2010 et -1% au premier semestre 2011).

La ventilation du commerce par catégorie de biens montre que la croissance des exportations provient en grande partie des produits sidérurgiques, dont les ventes se sont accrues de 19% sur toute l'année 2010 et de 13% sur les trois premiers trimestres de 2011. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également bien portées. 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% sur toute l'année 2010 et de 11% sur les trois premiers trimestres de 2011. Les livraisons vers l'Asie ont progressé d'environ 23% en 2010 et de 15% sur les trois premiers trimestres de 2011. Celles à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont repris leur progression en doublant leur volume sur les trois premiers trimestres de 2011, après avoir baissé de 5% en 2010.

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 25% sur toute l'année 2010 et de 14% sur les trois premiers trimestres de 2011. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (90% de toutes les importations) se sont accrues de 18% en 2010 et de 11% sur les trois premiers trimestres de 2011. Celles en provenance d'Amérique et d'Asie ont augmenté à des rythmes plus soutenus.

Tableau 1.21

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

Période	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2003	8 834	-1,9%	12 109	-1,4%	-3 275	0,1%
2004	9 785	10,8%	13 677	13,0%	-3 892	18,8%
2005	10 344	5,7%	14 463	5,7%	-4 119	5,8%
2006	11 393	10,1%	15 786	9,1%	-4 393	6,6%
2007	11 946	4,9%	16 471	4,3%	-4 525	3,0%
2008	11 988	0,3%	17 516	6,3%	-5 528	22,2%
2009	9 250	-22,8%	13 799	-21,2%	-4 549	-17,7%
2010	10 785	16,6%	16 422	19,0%	-5 637	23,9%
1 ^{er} trim.	2 515	9,7%	3 699	8,1%	-1 184	4,8%
2 ^e trim.	2 801	28,3%	4 510	35,8%	-1 708	50,2%
3 ^e trim.	2 686	11,2%	3 830	16,2%	-1 144	29,9%
4 ^e trim.	2 783	18,0%	4 383	16,6%	-1 600	14,2%
2011						
1 ^{er} trim.	3 158	25,5%	4 363	18,0%	-1 206	1,9%
2 ^e trim.	3 067	9,5%	4 542	0,7%	-1 475	-13,6%
3 ^e trim.	3 015	12,2%	4 645	21,3%	-1 630	42,5%

Source: STATEC

2.8 LA BALANCE DES PAIEMENTS

2.8.1 Le compte courant

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 1,6 milliard d'euros sur les deux premiers trimestres de 2011, soit un niveau identique à celui enregistré sur la même période de 2010. Cette stagnation du surplus courant est le résultat d'une compensation entre, d'un côté, l'aggravation des déficits structurels des marchandises et des revenus et, de l'autre côté, l'embellie des exportations nettes de services, plus particulièrement les services financiers. Des données internes de la BCL et du STATEC montrent toutefois une nette détérioration (-31%) du surplus courant au troisième trimestre de 2011. Cette évolution négative est induite par une aggravation du déficit des marchandises et une importante réduction de l'excédent de tous les services, en particulier les services financiers dans un contexte d'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro.

Dans la balance des marchandises, l'accroissement du déficit résulte en partie des opérations sur or non-monnaire, dont le solde s'est retourné en dégageant un déficit sur les deux premiers trimestres de 2011. A cela s'ajoute la progression du déficit des marchandises du commerce général, particulièrement depuis le troisième trimestre 2011, sous l'effet d'une détérioration des termes de l'échange et de l'acquisition d'un satellite (voir section 2.7 ci-dessus). L'importante progression du déficit des revenus sur les deux premiers trimestres 2011 est due à un accroissement des dividendes et intérêts versés aux non-résidents et dans une moindre mesure à une hausse de 4% de la rémunération des salariés. Le troisième trimestre s'est caractérisé quant à lui par une nette résorption du déficit des revenus d'investissements, leur évolution étant négativement corrélée avec celle des exportations nettes de services financiers (voir Bulletin 2008/1, pp.91-92).

L'excédent dégagé par la balance des services s'est amélioré de 10%, en atteignant 12 milliards d'euros sur les deux premiers trimestres de 2011. Cette évolution positive provient largement d'une hausse de 13% des exportations nettes de services financiers. Comparées à celles de la période correspondante de 2010 où elles affichaient encore une hausse de plus de 30%, les exportations nettes de services financiers ont vu leur croissance se ralentir nettement sur les deux premiers trimestres de 2011 et ont même reculé de 22% au troisième trimestre, en raison de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Les exportations des autres services, à l'exception des voyages, ont également subi une stagnation au troisième trimestre, voire une baisse de leurs excédents. Au total sur les trois premiers trimestres 2011, la progression annuelle des exportations nettes de services se réduit ainsi à 5,5%, contre 28% sur la période correspondante de 2010.

2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Les données internes évoquées ci-dessus montrent des évolutions défavorables au troisième trimestre qui, contrairement aux deux premiers trimestres, s'est caractérisé par d'importants rapatriements de capitaux. Face à l'accroissement de l'incertitude sur les marchés financiers dans le contexte de la crise des dettes souveraines de certains pays de la zone euro, les résidents ont vendu massivement les actions étrangères (à concurrence de 36 milliards pour le troisième trimestre, alors qu'ils avaient réalisé des achats nets de 23 milliards sur les deux premiers trimestres). Les non-résidents ont également rapatrié, au seul troisième trimestre, 34 milliards d'euros d'investissements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie), alors qu'ils en avaient acquis 46 milliards sur les deux premiers trimestres 2011. Au total sur les trois premiers trimestres de 2011, en tenant compte des évolutions favorables du premier semestre, les transactions sur titres de participation ont dégagé des entrées nettes de 25 milliards d'euros contre 93 milliards sur la même période de 2010.

En ce qui concerne les titres de créance, les rapatriements de capitaux par les résidents ont totalisé 32 milliards au troisième trimestre 2011. Au même trimestre, les non-résidents ont vendu les titres luxembourgeois de dette à concurrence de 6 milliards. Au total, en tenant également compte de la situation favorable du premier semestre, les transactions sur titres de créance se sont soldées par des entrées nettes de 6 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2011, contre des sorties nettes de 46 milliards sur la même période de 2010.

Dans les autres composantes du compte des opérations financières, sur les trois premiers trimestres 2011 les sorties nettes de 2 milliards dans les investissements directs s'expliquent par quelques importantes opérations de prêts intra-groupes, compensées partiellement par des entrées sous forme de participations au capital social. Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 32 milliards sont liées à une hausse des avoirs nets des institutions financières monétaires (la BCL y contribue pour 16 milliards et les autres IFMs pour 15 milliards).

Tableau 1.22

Balance des paiements du Luxembourg

Unité ¹⁾ : Million EUR	Janvier - juin 2010			Janvier - juin 2011		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	88 747	87 147	1 600	96 035	94 422	1 613
Marchandises	6 206	8 432	-2 226	6 889	9 166	-2 276
Services	24 169	13 297	10 872	26 249	14 259	11 991
Revenus	55 897	62 587	-6 691	60 270	67 798	-7 528
Transferts courants	2 474	2 831	-356	2 627	3 200	-573
COMPTE DE CAPITAL	15	116	-102	13	101	-88
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER ²⁾			-1 444			-1 793
Investissements directs ³⁾	-54 175	57 979	3 805	-64 819	62 091	-2 728
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-32 682	107 698	75 016	-37 852	46 181	8 329
Autres opérations, Prêts intra-groupes	-21 493	-49 719	-71 212	-26 967	15 910	-11 057
Investissements de portefeuille	-37 630	79 105	41 475	-60 425	64 113	3 687
Titres de participation	-8 736	70 470	61 733	-22 568	46 035	23 466
Titres de créance	-28 894	8 635	-20 259	-37 857	18 078	-19 779
Produits financiers dérivés			3 483			159
Autres investissements	-73 135	22 916	-50 219	-102 794	99 994	-2 800
Avoirs de réserve			13			-112
ERREURS ET OMISSIONS			-54			268

Sources : BCL/STATEC

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

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

2.9 LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

Par rapport au premier trimestre de 2011, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont progressé de 43 milliards d'euros (+0,9%) pour atteindre 4 952 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre de 2011. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger se sont accrus de 37 milliards, soit une hausse inférieure à celle des avoirs extérieurs, en s'établissant à 4 900 milliards d'euros fin juin 2011. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi améliorée de 6 milliards en atteignant 53 milliards d'euros fin juin 2011 contre 46 milliards fin mars 2011. Cette amélioration provient en grande partie des effets de valorisation qui ont davantage affecté (négativement) les engagements que les avoirs. A cela s'ajoute, dans une moindre mesure, un effet flux positif (à concurrence d'1 milliard, voir le tableau ci-dessous).

Dans les différentes composantes de la position extérieure, l'amélioration du solde des investissements directs, qui passe de 26 milliards fin mars 2011 à 35 milliards, associée à la progression des autres investissements (dont le surplus s'accroît de 13 milliards) permet de compenser largement la détérioration de la position des investissements de portefeuille (dont le déficit augmente de 17 milliards).

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'établit à 1 459 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2011, enregistrant une hausse de 28 milliards par rapport au trimestre précédent (+2%). Les flux des nouveaux investissements réalisés au second trimestre (30 milliards) sont néanmoins amputés par un effet négatif de valorisation de 2 milliards d'euros. Sur cet encours total de 1 459 milliards, 1 307 milliards (soit 90%) représentent le stock d'investissements directs à l'étranger des entités financières à vocation spéciale (SOPARFI). Le secteur bancaire et les autres secteurs résidents viennent compléter cet encours total à hauteur de respectivement 9 et 143 milliards d'euros.

Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit à 1 424 milliards d'euros à la fin du second trimestre 2011, contre 1 406 milliards à la fin du premier trimestre 2011. Cette hausse de 18 milliards (1,3%) est le résultat conjoint des nouveaux flux entrants (26 milliards) recensés au cours du second trimestre ainsi que d'une évolution défavorable des taux de change (réévaluation négative de 8 milliards). Tout comme pour les encours d'investissements du Luxembourg à l'étranger, les investissements étrangers au Luxembourg se concentrent sur les entités financières à vocation spéciale (SOPARFI) pour un encours de 1 313 milliards d'euros fin juin 2011. Le montant restant (8%) se répartit entre le secteur bancaire pour 36 milliards et les autres secteurs pour 75 milliards.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, négative depuis 2002, se dégrade encore au second trimestre 2011 pour atteindre un déficit de 292 milliards d'euros, contre 275 milliards à la fin du premier trimestre. Tant les effets négatifs de valorisation (-4 milliards d'euros) que les effets-flux (-13 milliards) ont contribué à cette détérioration. Les investissements de portefeuille restent toutefois assez dynamiques sur la première moitié de l'année 2011. Les investisseurs résidents achètent de nouveaux titres étrangers à concurrence de 22 milliards d'euros (dont 16 milliards pour les titres de dette), portant l'encours total de valeurs mobilières détenues à 2 136 milliards d'euros fin juin 2011. Les titres luxembourgeois attirent les capitaux étrangers à concurrence de 35 milliards (dont 19 milliards en titres de dette), permettant ainsi à l'encours d'engagements de portefeuille d'atteindre 2 428 milliards (dont 2 002 milliards des parts d'OPC, soit 82% de l'encours). Toutefois, d'importants effets négatifs de valorisation affectent davantage les titres étrangers que luxembourgeois (respectivement -28 milliards et -24 milliards d'euros) et contribuent ainsi au creusement du déficit total sur les valeurs mobilières.

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) est excédentaire de 293 milliards d'euros fin juin 2011, en hausse de 13 milliards par rapport au trimestre précédent. La position créditrice des institutions financières monétaires (incluant la BCL) s'établit à 135 milliards au second trimestre, soit une légère réduction de 1 milliard. La contribution de la BCL reste stable et représente plus de la moitié (69 milliards, correspondant au solde TARGET). La position des autres IFMs baisse de 1 milliard, en passant de 67 milliards fin mars 2011 à 66 milliards fin juin 2011. La position nette créditrice des autres secteurs progresse de 14 milliards pour atteindre 158 milliards d'euros fin juin 2011. Cette évolution s'explique en partie par le dynamisme de certaines entités financières à vocation spéciale qui, en plus de leur activité d'émissions obligataires, assurent le financement des autres entités du groupe auquel elles appartiennent via des emprunts classiques. A cela s'ajoute une caractéristique propre au secteur des OPC qui collectent la quasi-totalité de leurs fonds auprès des non-résidents (engendrant ainsi un creusement du déficit d'investissements de portefeuille). Les fonds collectés par les OPC sont généralement investis à environ 80% dans des titres de participation et de créance, le reste étant placé à l'étranger sous forme de produits dérivés, de dépôts bancaires, ou d'autres actifs (entraînant ainsi une hausse du surplus des autres investissements). En conséquence, l'évolution de la position nette d'autres investissements est négativement corrélée à l'évolution de la position d'investissements de portefeuille.

Finalement, la dette extérieure brute du Luxembourg, qui recense uniquement les engagements financiers exigibles qui requièrent les paiements d'intérêt et du principal, s'établit à 1 485 milliards d'euros fin juin 2011 (environ 3500% du PIB) contre 1 439 milliards à fin mars 2011. La créance extérieure nette, qui correspond à la différence entre l'encours d'actifs financiers exigibles et l'encours d'engagements exigibles, progresse de 9 milliards pour atteindre 1 348 milliards fin juin 2011.

Tableau 1.23

Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards EUR)

	Stocks 2011-Q1 ²⁾	Flux de balance de paiement ¹⁾	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ¹⁾	Stocks 2011-Q2 ²⁾
Position extérieure nette	46	1	5	53
Avoirs extérieurs bruts	4 910	90	-48	4 952
Engagements extérieurs bruts	4 863	89	-53	4 900
Investissements directs	26	4	6	35
Luxembourgeois à l'étranger	1 431	30	-2	1 459
Etrangers au Luxembourg	1 406	26	-8	1 424
Investissements de portefeuille	-275	-13	-4	-292
Titres étrangers	2 142	22	-28	2 136
Titres de participation	912	6	-23	894
Titres de créance	1 230	16	-4	1 242
Titres luxembourgeois	2 417	35	-24	2 428
Titres de participation	2 109	16	-28	2 097
Titres de créance	307	19	4	330
Produits dérivés	15	0	1	16
Créances	62	9	-11	60
Engagements	47	-9	-12	44
Autres investissements	280	11	2	293
Créances	1 274	47	-24	1 297
Engagements	994	37	-26	1 004
Avoirs de réserve	0,62	0,10	-0,01	0,71

Source : BCL

[1] Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une diminution des avoirs et des engagements ou à un effet négatif de valorisation. Un signe positif traduit une hausse des avoirs et des engagements ou à un effet positif de valorisation.

[2] Les stocks d'avoirs et d'engagements sont repris avec un signe positif. Un signe négatif représente une position nette négative.

Encadré 1.4

TABLEAU DE BORD POUR LA SURVEILLANCE DES DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES AU SEIN DE L'UE : ÉTAT DES LIEUX SUR LES INDICATEURS DES DÉSÉQUILIBRES EXTÉRIEURS

La récente crise de la dette souveraine a mis en exergue la nécessité du renforcement de la coordination des politiques économiques des pays membres de l'Union européenne, plus particulièrement au sein de la zone euro. Cette crise a été précédée par une accumulation d'importants déséquilibres macroéconomiques dans certains pays membres dits de la périphérie dont la Grèce, l'Espagne, l'Italie et l'Irlande. Avant l'éclatement de la crise, la situation économique dans certains de ces pays s'est caractérisée par des niveaux de consommation insoutenables, des déficits élevés des finances publiques, la présence de bulles immobilières, une accumulation des dettes extérieures, etc. Des divergences larges et persistantes sont ainsi apparues au sein de l'UE et plus particulièrement au sein de la zone euro, entre les pays de la périphérie et ceux du Centre qui, dans l'ensemble, ont réalisé d'importants gains de compétitivité.

Parmi les remèdes proposés, le Conseil et le Parlement européens ont adopté¹ un nouveau règlement sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques. Par rapport au passé, le nouveau règlement propose un cadre plus précis et formel qui étend la surveillance des situations budgétaires aux autres équilibres macroéconomiques. Le but est de prévenir les déséquilibres macroéconomiques excessifs et d'inciter ou même de contraindre les Etats membres concernés à adopter des mesures correctives. Le nouveau cadre doit se fonder sur l'utilisation d'un tableau de bord, comportant un nombre limité d'indicateurs macroéconomiques assortis de seuils d'alerte (cf. article 3 du règlement). Les indicateurs portent sur plusieurs variables macroéconomiques : les coûts salariaux, les taux de chômage, les prix de l'immobilier, la dette du secteur privé, la dette du secteur public, la productivité, la compétitivité prix et non-prix, la balance courante, la position extérieure, etc.

Pour l'exécution dudit règlement, la Commission européenne a proposé un nombre très limité d'indicateurs précis et de seuils d'alerte. Les seuils ne sont pas établis sur une base arbitraire, mais plutôt sur des critères statistiques correspondant souvent aux quartiles les plus bas, ou les plus hauts le cas échéant. La présente analyse est limitée aux seuls indicateurs des déséquilibres externes.

INDICATEUR DU BESOIN DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE OU DU SOLDE COURANT

Tableau 1
Solde de la balance courante en % du PIB (seuil : -4 %, +6 % du PIB)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Belgique	1	-2	-2	2	2	2
Bulgarie	-1	-9	-23	-25	-18	-12
République tchèque	-3	-2	-2	-4	-2	-1
Danemark	6	3	3	1	3	4
Allemagne	6	6	6	7	6	5
Estonie	4	4	-10	-16	-15	-10
Irlande	0	-3	-6	-5	-4	-3
Grèce	-10	-11	-15	-15	-11	-8
Espagne	-5	-5	-10	-10	-9	-7
France	-2	-2	-2	-1	-1	0
Italie	-3	-2	-3	-2	-3	-2
Chypre	-8	n.a	n.a	-12	-7	-6
Lettonie	3	9	-13	-22	-23	-13
Lituanie	1	4	-13	-14	-11	-7
Luxembourg	8	6	5	10	10	12
Hongrie	1	0	-7	-7	-7	-7
Malte	-4	-7	-5	-6	-10	-9
Pays-Bas	7	4	4	7	9	7
Autriche	3	3	5	4	3	2
Pologne	-5	-4	-7	-6	-4	-2
Portugal	-10	-11	-13	-10	-11	-10
Roumanie	-4	-4	-12	-13	-10	-9
Slovénie	-1	-1	-7	-5	-2	-2
Slovaquie	-3	-3	-6	-5	-8	-8
Finlande	2	2	3	4	4	3
Suède	7	7	9	9	8	7
Royaume-Uni	-3	-2	-2	-3	-3	-3

Source : Commission européenne

¹ Texte provisoire adopté en première lecture de la procédure législative ordinaire du Parlement le 23 juin 2011. Le règlement définitif est en cours de traduction et de contrôle juridique. La Commission présentera en janvier 2012 un premier rapport sur le mécanisme d'alerte incluant le tableau de bord.

Le premier indicateur se rapporte au besoin (ou surplus) de financement de l'économie. Dans le tableau de bord, la Commission a retenu le solde de la balance courante en % du PIB (moyenne mobile sur trois ans) comme indicateur du besoin de financement national. Ce choix se justifie par le fait que le solde courant mesure en effet la différence entre l'épargne et l'investissement d'une économie et de ce fait signale mieux l'étendue de possibles déséquilibres macroéconomiques internes. Pour cet indicateur, le seuil d'alerte retenu est de +6 % du PIB correspondant au quartile le plus haut et -4 % du PIB pour le quartile le plus bas. Le tableau suivant présente cet indicateur pour chacun des pays membres de l'UE. Les données ne sont pas transformées en moyenne mobile sur trois ans (les conclusions ne changent pas fondamentalement pour la plupart des pays).

Le Luxembourg, qui enregistre traditionnellement un solde positif de son compte courant, ne dépasse largement le seuil d'alerte que pour les périodes antérieures à 2008. Au cours des trois dernières années, dans le contexte de la crise financière internationale, l'excédent courant du Luxembourg s'est en effet contracté pour atteindre une moyenne de 6 %, contre une moyenne historique de 10 %. D'un point de vue macroéconomique, l'épargne du Luxembourg dépasse toutefois systématiquement son investissement. Ce déséquilibre « positif » pourrait paradoxalement donner lieu à une demande de correction allant dans le sens d'une augmentation de la demande intérieure, afin de réduire l'excès d'épargne. Les récentes recommandations du G20 incitent d'ailleurs les pays affichant de larges excédents courants, avec un seuil d'alerte fixé à +4 % du PIB (cas de la Chine, du Japon et d'Allemagne) à accroître leur demande intérieure. Toutefois, dans ses conclusions, le Conseil n'a pas reconnu l'opportunité de déclencher des sanctions à l'encontre des pays qui accumulent de larges excédents courants, car ceux-ci ne menacent bien entendu nullement la soutenabilité de la dette extérieure.

INDICATEUR DE LA POSITION EXTÉRIEURE NETTE

Tableau 2
Indicateur de la position extérieure nette en % du PIB (seuil : -35 % du PIB)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Belgique	78	57	40	29	29	34
Bulgarie	-98	-102	-98	-81	-58	-44
République tchèque	-49	-46	-37	-40	-33	-28
Danemark	10	4	-5	-6	0	4
Allemagne	42	38	27	27	28	21
Estonie	-73	-82	-77	-72	-74	-85
Irlande	-122	-98	-71	-19	-5	-24
Grèce	-96	-86	-77	-96	-85	-77
Espagne	-87	-91	-79	-78	-66	-56
France	-8	-11	-11	-9	-8	-4
Italie	-24	-25	-24	-25	-21	-16
Chypre	-10	20	12	12	38	20
Lettonie	-80	-82	-78	-75	-70	-60
Lituanie	-56	-59	-51	-56	-49	-43
Luxembourg	97	99	95	96	132	128
Hongrie	-111	-122	-100	-104	-108	-93
Malte	9	14	4	18	28	37
Pays-Bas	28	22	4	-6	3	-3
Autriche	-10	-8	-17	-18	-21	-22
Pologne	-64	-62	-48	-53	-46	-44
Portugal	-107	-110	-96	-88	-79	-67
Roumanie	-65	-62	-49	-44	-38	-29
Slovénie	-36	-36	-34	-21	12	10
Slovaquie	-66	-66	-59	-50	-65	-49
Finlande	7	-3	-10	-28	-14	-15
Suède	-7	-13	-9	-1	-13	-21
Royaume-Uni	-13	-21	-6	-21	-29	-20

Source : Commission européenne

Le deuxième indicateur porte sur la position extérieure nette en % du PIB. Son seuil se situe à -35%, correspondant au quartile le plus bas. Cet indicateur montre le patrimoine extérieur de l'économie en regard de ce qu'elle doit. Il permet notamment d'évaluer la soutenabilité de la dette extérieure, une sous-composante qui se focalise uniquement sur les engagements exigibles qui requièrent les paiements d'intérêt et d'un principal. A environ 100% de son PIB, le Luxembourg présente une position extérieure nette largement au-dessus du seuil de -35%. Par ailleurs, en matière de position extérieure globale le Luxembourg présente le profil souvent atypique d'une petite économie incluant un centre financier international, à l'instar de Hong Kong ou Singapour (voir tableau ci-dessous). Dans ces centres financiers, les avoirs extérieurs et les engagements extérieurs atteignent souvent des niveaux très importants par rapport au PIB, mais qui se compensent dans une très large mesure. La position extérieure nette qui en résulte, malgré son niveau relativement faible par rapport aux totaux des actifs et passifs, reste conséquente si elle est rapportée au PIB. Ainsi, à la fin de l'année 2010 le Luxembourg se distingue par des avoirs et des engagements d'environ 120 fois supérieurs à son PIB, tandis que sa position extérieure nette est quasi équivalente à son PIB (97%). Hong Kong présente des avoirs et des engagements 10 fois supérieurs à son PIB, et une position extérieure nette 3 fois supérieure. Dans l'interprétation des résultats comparatifs du tableau de bord, la prudence s'impose car la situation du Luxembourg se compare plus à celle des autres centres financiers internationaux qu'à celle des autres pays européens.

Tableau 3
Position extérieure en % du PIB: comparaison internationale à la fin de 2010

	Avoirs extérieurs bruts	Engagements extérieurs bruts	Position extérieure nette
Luxembourg	12 193%	12 096%	97%
Hong Kong	1 283%	975%	309%
Singapour	698%	474%	224%
Suisse	559%	425%	134%
Japon	118%	65%	53%
Chine	69%	39%	30%
Etas-Unis	140%	157%	-17%
Zone euro	165%	178%	-13%

Sources: IFS, FMI

INDICATEUR DE L'ÉVOLUTION DE LA COMPÉTITIVITÉ: LE TAUX DE VARIATION DU TAUX DE CHANGE EFFECTIF RÉEL (SEUIL +/-5% SUR 3 ANS).

L'évolution du taux de change effectif réel est souvent utilisée dans les études de compétitivité d'une économie. Puisqu'il mesure le rapport entre les prix étrangers et les prix domestiques exprimés dans une monnaie commune, son taux de variation traduit l'évolution des prix domestiques par rapport aux prix des pays partenaires compte tenu des taux de change bilatéraux. L'accroissement du taux de change effectif réel reflète ainsi une appréciation réelle de l'économie par rapport aux partenaires commerciaux intervenant dans les pondérations de l'indice. Cette appréciation réelle pourrait provenir soit d'une appréciation des taux de change nominaux, soit d'une hausse plus rapide des prix domestiques par rapport à ceux des pays partenaires.

Pour cet indicateur, la Commission européenne a retenu un seuil d'alerte de +/-5% de variation sur trois ans pour les pays de la zone euro et un seuil de +/-11% pour les autres pays de l'UE non-membres de la zone euro. Le Luxembourg, bien qu'ayant perdu de la compétitivité au cours de la dernière décennie, n'atteint pas ce seuil. Ce dernier présente en effet l'inconvénient majeur de reposer sur une fenêtre d'observation réduite (3 ans seulement). Par ailleurs, tous les pays de la zone euro semblent avoir gagné en compétitivité en 2010, dans la plupart des cas suite à une dépréciation des taux de change bilatéraux. Évalué sur la base de l'indicateur de la Commission, le Luxembourg enregistre un léger gain de compétitivité en 2010. La BCL publie régulièrement² les indicateurs de compétitivité basés sur l'évolution des prix et coûts salariaux relatifs. Ces indicateurs montrent pour la plupart que l'économie luxembourgeoise a subi une forte perte de compétitivité au cours de la dernière décennie.

² Voir Rapport Annuel 2010, pp. 16-20.

Tableau 4

Variations annuelles du taux de change effectif réel (seuil: +/-5% sur trois ans pour la zone euro et +/-11% pour les autres pays)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Belgique	-1,9%	0,3%	3,0%	0,9%	0,5%	0,1%
Bulgarie	-2,3%	3,6%	9,1%	5,0%	5,1%	1,8%
République tchèque	1,9%	-4,0%	15,1%	2,9%	5,0%	5,5%
Danemark	-3,5%	2,4%	2,3%	1,0%	0,0%	-0,8%
Allemagne	-4,3%	0,7%	0,9%	1,7%	-0,1%	-1,0%
Estonie	-2,0%	0,9%	7,1%	5,0%	2,3%	1,9%
Irlande	-6,8%	-1,5%	3,7%	3,3%	0,9%	-0,1%
Grèce	0,0%	2,1%	2,0%	1,0%	1,0%	-0,1%
Espagne	-2,3%	0,3%	2,6%	1,8%	1,6%	0,7%
France	-3,1%	0,2%	1,7%	0,9%	0,1%	-0,8%
Italie	-3,5%	1,0%	1,7%	1,3%	0,3%	-0,8%
Chypre	-2,3%	0,9%	2,7%	-0,5%	0,4%	0,4%
Lettonie	-6,1%	4,2%	11,1%	7,1%	4,2%	-0,5%
Lituanie	-3,1%	5,7%	7,0%	3,6%	1,3%	-0,4%
Luxembourg	-1,0%	0,9%	2,1%	1,0%	0,9%	1,3%
Hongrie	2,5%	-5,6%	3,1%	11,1%	-4,5%	1,8%
Malte	-3,5%	0,2%	3,6%	1,8%	1,4%	-0,1%
Pays-Bas	-3,3%	1,8%	0,7%	0,4%	-0,3%	-1,0%
Autriche	-2,6%	0,8%	0,6%	0,8%	-0,3%	-0,8%
Pologne	7,1%	-15,1%	9,6%	3,5%	2,4%	12,0%
Portugal	-2,4%	-0,7%	0,7%	1,2%	0,8%	-0,5%
Roumanie	2,2%	-7,5%	-5,0%	8,4%	7,4%	18,2%
Slovénie	-1,7%	1,9%	2,2%	1,6%	0,4%	-1,0%
Slovaquie	-3,3%	6,5%	8,9%	9,8%	5,8%	3,0%
Finlande	-4,0%	2,3%	2,1%	0,8%	-0,5%	-1,7%
Suède	7,7%	-7,6%	-2,0%	1,2%	0,0%	-3,6%
Royaume-Uni	2,1%	-9,9%	-12,7%	2,0%	1,0%	-1,5%

Source: Commission européenne

INDICATEUR DE L'ÉVOLUTION DE LA PART DES MARCHÉS À L'EXPORTATION

L'évolution des parts de marché à l'exportation peut également donner une indication sur la compétitivité d'une économie. Pour cet indicateur, la Commission a établi un seuil d'alerte de -6% de taux de variation sur cinq ans. Sur l'horizon considéré (2005-2010), Le Luxembourg n'affiche qu'un léger accroissement (+2%) de sa part de marché, qui atteint 0,46% en 2010³.

En conclusion, les indicateurs de déséquilibres extérieurs présentent à première vue une situation relativement favorable de l'économie luxembourgeoise, en comparaison avec les autres pays de l'UE, même si cet état de fait est souvent imputable aux limites des indicateurs privilégiés. Le solde courant et la position extérieure nette affichent des excédents récurrents, même si ces excédents se sont contractés au cours de trois dernières années, essentiellement (mais pas exclusivement) sous les effets négatifs de la crise financière. L'indicateur de compétitivité présente quant à lui une image moins favorable, même si l'est amélioré légèrement en 2010.

Dans son article 4, al.2, le règlement prône la prudence dans l'analyse des indicateurs et la prise en compte des spécificités nationales. Les résultats du Luxembourg, en matière de besoin de financement et de position extérieure, doivent donc être analysés et interprétés en tenant compte de sa spécificité, à savoir une petite économie très ouverte, spécialisée dans les services d'intermédiation financière internationale.

³ Pour une étude plus détaillée de la part de marché du Luxembourg à l'exportation, voir E. Walch et P. Guarda, « Compétitivité et exportations », Bulletin 2008/1, pp.82-89 ainsi que P. Hoek, « Determinants of market share evolution of Luxembourg exports of goods and services: a constant market share analysis for 2002-2008 », Working Paper n°56 du STATEC (2011).

Tableau 5
Parts de marché à l'exportation

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Belgique	2,03	2,11	2,11	2,16	2,15	2,29
Bulgarie	0,15	0,15	0,15	0,14	0,14	0,13
République tchèque	0,76	0,75	0,74	0,71	0,67	0,65
Danemark	0,87	0,93	0,95	0,94	0,96	0,98
Allemagne	8,53	8,80	8,82	9,09	8,88	8,88
Estonie	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Irlande	1,15	1,27	1,10	1,20	1,18	1,26
Grèce	0,33	0,37	0,40	0,39	0,38	0,40
Espagne	2,09	2,22	2,15	2,26	2,20	2,25
France	3,67	3,92	3,87	4,02	4,12	4,34
Italie	3,03	3,17	3,32	3,54	3,47	3,57
Chypre	n,a	n,a	n,a	0,06	0,06	0,06
Lettonie	0,07	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06
Lituanie	0,14	0,13	0,14	0,12	0,12	0,12
Luxembourg	0,46	0,47	0,46	0,48	0,45	0,43
Hongrie	0,61	0,62	0,63	0,64	0,58	0,58
Malte	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Pays-Bas	3,19	3,24	3,20	3,24	3,18	3,29
Autriche	1,12	1,20	1,22	1,29	1,25	1,30
Pologne	1,10	1,08	1,07	1,00	0,93	0,87
Portugal	0,40	0,43	0,42	0,44	0,43	0,42
Roumanie	0,32	0,32	0,31	0,29	0,27	0,25
Slovénie	0,17	0,18	0,18	0,19	0,17	0,17
Slovaquie	0,39	0,39	0,41	0,37	0,32	0,28
Finlande	0,54	0,57	0,65	0,65	0,64	0,64
Suède	1,26	1,23	1,29	1,35	1,34	1,35
Royaume-Uni	3,75	3,76	3,79	4,19	4,60	4,59

Source : Commission européenne

2.10 LES COMPTES FINANCIERS

Les comptes de patrimoine fournissent une vue d'ensemble détaillée des avoirs et engagements financiers des secteurs institutionnels domestiques²⁰ et du reste du monde. Ces actifs et passifs sont répartis par instrument financier²¹. Pour chaque secteur, le patrimoine financier net résulte de la différence entre le total des actifs et le total des engagements financiers.

La variation des patrimoines financiers nets entre le début et la fin d'un trimestre résulte, d'une part, des transactions financières effectuées au cours de la période et d'autre part des autres variations, qui se composent principalement des variations de prix et de cours de change. Les comptes financiers enregistrent les transactions financières et mettent en évidence la manière dont les différents secteurs institutionnels affectent leur épargne ou trouvent les ressources financières dont ils ont besoin.

²⁰ Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages, sociétés financières, sociétés non financières et administrations publiques.

²¹ Numéraire et dépôts, crédits, titres à revenus fixes, actions et participations, parts d'organismes de placement collectif, provisions techniques d'assurance et autres comptes à payer/à recevoir.

Dans la mesure où les actifs et passifs des grands acteurs du secteur financier sont analysés dans les parties y afférentes du présent bulletin, l'analyse se limite ici aux secteurs non financiers, à savoir les ménages, les sociétés non financières et les administrations publiques.

Le Tableau ci-dessous présente les soldes des comptes de patrimoine et des comptes financiers des différents secteurs de l'économie pour les périodes récentes.

Tableau 1.24
Evolution du patrimoine financier net des différents secteurs économiques¹⁾²⁾
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	03-2010	03-2011	Transactions	Autres variations	06-2011
Total - économie luxembourgeoise	46 037	43 059	10 776	-9 049	44 786
Sociétés non-financières	-105 982	-99 994	-4 027	2 140	-101 881
Sociétés financières	96 450	88 268	15 572	-10 368	93 472
Administrations publiques	20 439	19 803	404	-100	20 108
Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages	35 130	34 982	-1 173	-721	33 087
Reste du monde	-45 644	-42 626	-10 776	9 142	-44 260

Sources : STATEC / BCL

1) Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

2) Par définition, la catégorie « or monétaire et droits de tirage spéciaux » n'a pas de passif en contrepartie dans le système des comptes financiers. Par conséquent, il y a un léger écart entre la valeur absolue du patrimoine financier de l'économie domestique et celle du reste du monde.

Au deuxième trimestre de 2011, les ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages ont enregistré un besoin de financement s'élevant à 1 173 millions d'euros. Combiné à un effet de marché défavorable de 721 millions d'euros, ce déficit a conduit à un tassement du patrimoine financier net de ce secteur, qui est passé de 34 982 millions d'euros fin mars à 33 087 millions d'euros fin juin.

Les sociétés non financières ont clôturé le deuxième trimestre de l'année 2011 avec un besoin de financement de 4 027 millions d'euros, contrebalancé en partie par un effet de marché favorable de 2 140 millions d'euros. La combinaison de ces deux mouvements a légèrement creusé le patrimoine financier net des sociétés non financières, qui s'élevait, fin juin, à -101 881 millions d'euros.

Quant aux administrations publiques, elles ont enregistré un surplus financier de 404 millions d'euros, partiellement neutralisé par des effets de valorisation défavorables de 100 millions d'euros. Au total, le patrimoine net des administrations publiques a progressé au deuxième trimestre, pour atteindre 20 108 millions d'euros.

Les actifs des ménages luxembourgeois sont majoritairement composés de dépôts (48% du total fin juin 2011), d'actions et autres participations (22%) et d'obligations (12%). Le trimestre sous revue s'est caractérisé par des ventes nettes de titres, tant de titres à revenus fixes (- 822 millions d'euros) que de titres à revenus variables (- 99 millions d'euros). S'ajoutent à ce phénomène des effets de prix et de taux de change défavorables pour ces catégories d'actifs, conduisant à une diminution des avoirs, qui sont passés de 56 521 millions d'euros en mars à 54 986 millions d'euros en juin.

Les passifs des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent près de 85% du total. Au cours du deuxième trimestre de 2011, l'encours des crédits a continué de progresser, comme il le fait de façon régulière depuis 2006, à un rythme moyen de 2,2% par trimestre. Au cours de cette période, le stock de crédits contractés par les ménages n'a diminué qu'à une seule reprise. Au quatrième trimestre de 2008, conséquence de la crise financière, l'encours des crédits s'est tassé de 0,3%.

Tableau 1.25

Evolution des actifs et passifs financiers des ménages luxembourgeois^{1) 2)}
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	03-2009	03-2010	03-2011	Transactions	Autres variations	06-2011
Actifs financiers	50 196	55 017	56 521	-817	-719	54 986
Numéraire	1 809	1 934	1 995	54	0	2 049
Dépôts transférables et autres dépôts	24 970	24 775	26 151	75	-7	26 219
Titres autres qu'actions	5 957	8 211	7 899	-822	-512	6 565
Crédits	242	272	271	-3	0	269
Actions et autres participations	11 854	12 825	12 460	-99	-156	12 205
<i>dont: Actions cotées</i>	<i>1 334</i>	<i>2 103</i>	<i>2 453</i>	<i>-8</i>	<i>-96</i>	<i>2 349</i>
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	<i>4 712</i>	<i>5 159</i>	<i>4 708</i>	<i>49</i>	<i>2</i>	<i>4 759</i>
<i>dont: Parts d'OPC</i>	<i>5 808</i>	<i>5 563</i>	<i>5 299</i>	<i>-140</i>	<i>-62</i>	<i>5 098</i>
Provisions techniques d'assurances	5 364	7 000	7 744	-22	-44	7 678
Passifs financiers	18 514	19 887	21 540	357	2	21 898
Crédits	18 514	19 887	21 540	357	2	21 898
<i>dont: Court terme (moins d'un an)</i>	<i>1 049</i>	<i>1 030</i>	<i>951</i>	<i>-56</i>	<i>-55</i>	<i>840</i>
<i>dont: Long terme (plus d'un an)</i>	<i>17 465</i>	<i>18 857</i>	<i>20 588</i>	<i>413</i>	<i>57</i>	<i>21 058</i>
Patrimoine financier net	31 681	35 130	34 982	-1 173	-721	33 087

Sources : STATEC/ BCL

1) Y inclus les institutions sans but lucratif au service des ménages

2) Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

Les sociétés non financières détiennent des avoirs principalement sous la forme de participations (58 % du total des avoirs à la fin juin 2011) et de dépôts (30 %).

Tableau 1.26

Evolution des actifs et passifs financiers des sociétés non financières luxembourgeoises¹⁾
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	03-2009	03-2010	03-2011	Transactions	Autres variations	06-2011
Actifs financiers	348 079	350 311	309 816	3 420	-374	312 861
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	78 307	88 328	92 718	2 645	0	95 363
Titres autres qu'actions	5 964	6 751	2 395	24	-1	2 418
Crédits	30 745	31 823	27 000	1 010	0	28 010
Actions et autres participations	228 580	219 026	182 474	-410	-376	181 688
<i>dont: Actions cotées</i>	<i>3 106</i>	<i>3 466</i>	<i>2 431</i>	<i>-1 061</i>	<i>6</i>	<i>1 376</i>
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	<i>223 560</i>	<i>213 398</i>	<i>177 919</i>	<i>1 332</i>	<i>-346</i>	<i>178 905</i>
<i>dont: Parts d'OPC</i>	<i>1 914</i>	<i>2 163</i>	<i>2 125</i>	<i>-681</i>	<i>-37</i>	<i>1 407</i>
Autres	4 483	4 382	5 228	150	4	5 383
Passifs financiers	403 128	456 293	409 810	7 446	-2 514	414 742
Numéraire et dépôts	1 745	1 771	1 800	-4	0	1 796
Titres autres qu'actions	6 653	15 215	15 719	2 518	-134	18 103
Crédits	107 159	80 268	65 754	2 229	1	67 985
Actions et autres participations	266 618	336 219	305 303	2 440	-2 393	305 349
<i>dont: Actions cotées</i>	<i>32 752</i>	<i>76 379</i>	<i>68 062</i>	<i>0</i>	<i>-2 503</i>	<i>65 559</i>
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	<i>233 866</i>	<i>259 840</i>	<i>237 240</i>	<i>2 440</i>	<i>110</i>	<i>239 790</i>
Autres comptes à payer	20 953	22 820	21 234	264	11	21 510
Patrimoine net financier	-55 049	-105 982	-99 994	-4 027	2 140	-101 881

Sources : STATEC/ BCL

1) Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

L'analyse de l'évolution récente des actifs financiers révèle un accroissement des dépôts (+ 2 645 millions d'euros) et des crédits (+ 1 010 millions d'euros). A l'instar de ce qui est constaté dans le cas des ménages,

les effets de marché se sont avérés globalement négatifs pour les titres. Au cours du trimestre sous revue, les sociétés financières ont vendu des actions cotées (- 1 061 millions d'euros) et des parts d'OPC (- 681 millions d'euros), mais ont accru leurs participations dans d'autres sociétés (+ 1 332 millions d'euros).

Du côté des engagements, les sociétés non financières luxembourgeoises se financent principalement par l'émission d'actions et de participations (74 % du total du passif à la fin juin 2011), et par l'emprunt (16 %). L'émission d'obligations, qui ne représente que 4 % du passif, est un instrument de financement moins utilisé. En ce qui concerne les titres à revenus variables, ils se répartissent à raison de 21 % pour les actions cotées et 79 % pour les actions non cotées et autres participations. Cette répartition se situe dans la moyenne des autres pays européens.

Au cours du deuxième trimestre de 2011, il n'y a pas eu de nouvelles mises en bourse. Toutefois, les autres moyens de financement ont été utilisés pour accroître les moyens des entreprises. Les émissions nettes de titres à revenus fixes se sont élevées à 2 518 millions d'euros. Des prêts supplémentaires ont été contractés pour un montant de 2 229 millions d'euros. Enfin, le montant des participations a augmenté de 2 440 millions d'euros. Au total, malgré des effets de marché négatifs portant principalement sur les actions cotées, les engagements ont augmenté de 1,2 % entre mars 2011 et juin 2011, pour atteindre 414 742 millions d'euros.

Tableau 1.27

Evolution des actifs et passifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises¹⁾
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	03-2009	03-2010	03-2011	Transactions	Autres variations	06-2011
Actifs financiers	29 011	29 158	30 927	524	-28	31 422
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	4 443	3 549	5 215	24	0	5 239
Titres autres qu'actions	807	238	202	66	4	272
Crédits	924	879	939	12	0	951
Actions et autres participations	16 500	19 369	20 046	390	-32	20 404
<i>dont: Actions cotées</i>	<i>1 072</i>	<i>2 595</i>	<i>2 325</i>	<i>0</i>	<i>-28</i>	<i>2 297</i>
<i>dont: Actions non cotées et autres participations</i>	<i>8 749</i>	<i>8 806</i>	<i>9 005</i>	<i>4</i>	<i>39</i>	<i>9 048</i>
<i>dont: Parts d'OPC</i>	<i>6 679</i>	<i>7 967</i>	<i>8 716</i>	<i>386</i>	<i>-42</i>	<i>9 059</i>
Autres comptes à recevoir	6 335	5 118	4 524	32	0	4 556
Passifs financiers	9 527	8 719	11 123	120	72	11 315
Numéraire et dépôts	182	198	211	4	0	215
Titres autres qu'actions à long terme	2 071	2 122	4 048	0	72	4 120
Crédits	3 666	3 768	3 869	33	0	3 901
Autres comptes à payer	3 609	2 631	2 996	83	0	3 078
Patrimoine net financier	19 484	20 439	19 803	404	-100	20 108

Sources : STATEC/ BCL

1) Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

Au cours du trimestre sous revue, les avoirs des administrations publiques se sont accrus, malgré les effets de marché négatifs enregistrés pour la plupart des catégories d'actifs. En particulier, l'Etat a acquis des parts d'OPC pour 386 millions d'euros.

Rappelons que le montant des dépôts peut varier assez fortement d'un trimestre à l'autre, en fonction de l'évolution des recettes (principalement taxes et cotisations sociales) et des dépenses courantes.

Du côté des engagements, les administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres et par le crédit auprès d'institutions bancaires locales. Au cours du trimestre sous revue, peu de changements ont été enregistrés, l'Etat n'ayant pas émis de nouvelles obligations ni contracté de nouveaux prêts importants auprès des institutions de crédit de la Place.

2.11 LES FINANCES PUBLIQUES

Le projet de budget 2012 de l'Etat a été déposé à la Chambre des Députés le 5 octobre. Le tableau ci-dessous présente les chiffres-clefs émanant de cette présentation traditionnelle du budget.

Tableau 1.28
Projet de budget 2012 de l'Etat central
(en millions d'euros, sauf mention contraire)

	Compte 2010	Budget voté 2011	Projet de budget 2012	Progression 2011-2012 en %	Progression 2010-2012 en %
Budget courant					
Recettes	9 354,8	9 547,2	10 632,5	11,4	13,7
Dépenses	8 993,3	9 377,4	10 175,1	8,5	13,1
Solde	361,5	169,8	457,4	-	-
Budget en capital					
Recettes	69,2	78,9	59,8	-24,2	-13,6
Dépenses	1 117,4	932,8	913,1	-2,1	-18,3
Solde	-1 048,2	-853,9	-853,3	-	-
Budget total					
Recettes	9 424,0	9 626,2	10 692,4	11,1	13,5
Dépenses	10 110,7	10 310,2	11 088,2	7,5	9,7
Solde	-686,7	-684,0	-395,8	-	-

Sources : Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2012, Ministère des Finances.

Comme l'illustre ce tableau, les dépenses de l'Etat central au sens strict progresseraient de 7,5% en 2012. Les dépenses augmenteraient moins rapidement que les recettes qui s'inscriraient pour leur part en nette augmentation, de sorte que le solde de l'Etat au sens strict passerait d'un déficit de 684,0 millions d'euros en 2011 – du moins selon le budget voté – à un déficit nettement moindre, de 395,8 millions d'euros, l'année suivante. Ces chiffres doivent néanmoins être interprétés avec une certaine prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extrabudgétaires et assimilés²² en lieu et place des programmes de dépenses de ces mêmes entités.

Le volume III du projet de budget, portant sur le cadre européen de la politique budgétaire, est bien plus instructif à cet égard. Les comptes y sont en effet présentés selon une optique pleinement exhaustive, reposant sur le cadre comptable SEC 95. C'est d'ailleurs sur la base des comptes SEC 95 que la BCL établit ses projections de finances publiques.

Les comptes SEC 95 officiels montrent que l'année 2010 s'est caractérisée par une nouvelle détérioration du solde de l'ensemble des Administrations publiques, le déficit de ces dernières atteignant 1,1% du PIB. Cette évolution défavorable fait suite au passage d'une situation excédentaire à un substantiel déficit en 2009. La détérioration survenue en 2010 s'explique par l'impact sur les recettes du décrochage du PIB en niveau, par la hausse des dépenses liées au sous-emploi ainsi que par les mesures de relance adoptées par le gouvernement en automne 2009. De manière plus générale, la sensible dégradation enregistrée en 2010 reflète les effets de la crise économique et financière. Malgré une détérioration de son solde en 2010, la sécurité sociale est restée excédentaire (1,6% du PIB), mais n'a compensé qu'en partie le déficit de l'Administration centrale (-2,6% du PIB). Les Administrations locales ont quant à elles présenté un solde à l'équilibre.

22 Les établissements publics et fondations, les services de l'Etat à gestion séparée et les institutions de l'Etat.

Tableau 1.29
La situation des finances publiques luxembourgeoises : projections de la BCL de décembre 2011 (en % du PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011 ^e	2012 ^p	2013 ^p	2012 ^{p-1)}
Ensemble des administrations publiques								
Recettes totales	39,9	40,1	42,1	41,4	42,2	42,4	41,8	
Dépenses totales	36,3	37,1	43,0	42,5	42,4	43,3	43,2	
Déficit (-) ou surplus (+)	3,7	3,0	-0,9	-1,1	-0,3	-0,9	-1,5	-0,7
Solde apuré de la conjoncture	2,9	2,1	-0,6	-0,9	0,1	-0,5	-1,1	
Soldes des sous-secteurs								
Administration centrale	0,9	-0,1	-2,7	-2,6	-2,3	-2,9	-3,3	-2,6
Administrations locales	0,4	0,4	-0,1	0	0,2	0,2	0,1	0,3
Sécurité sociale	2,4	2,7	2	1,6	1,8	1,8	1,7	1,6
Dettes publiques	6,7	13,7	14,8	19,1	19,3	20,1	20,3	na

Sources : Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2012, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.

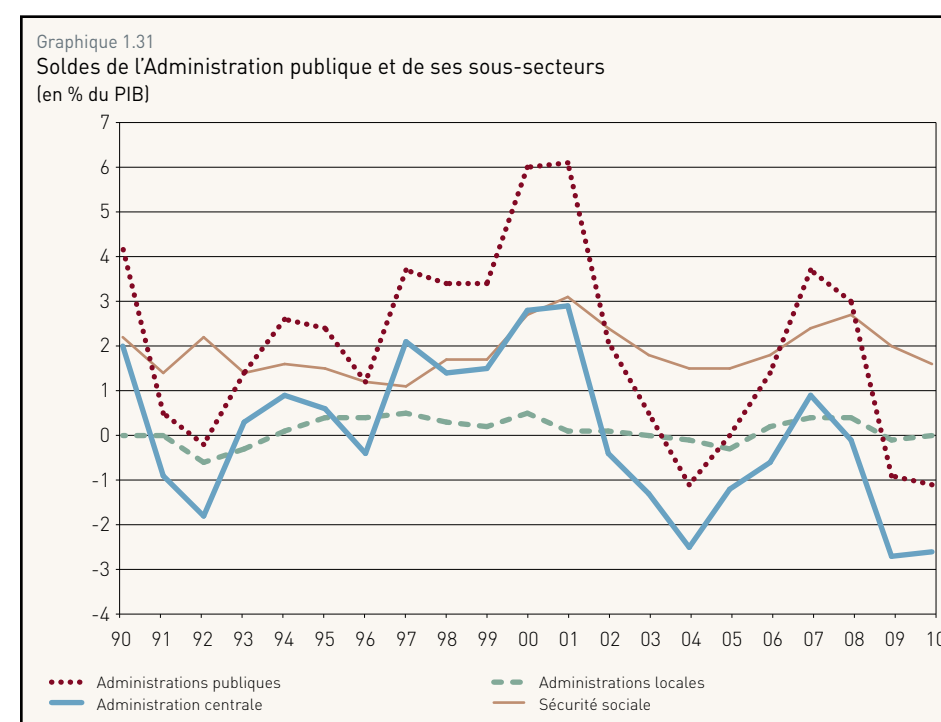
e : estimations

p : projections

1) Exposé introductif du projet de budget 2012, p.25.

Le graphique ci-joint met en évidence la détérioration flagrante du solde de l'ensemble des Administrations publiques pour la période 1990-2010 selon les comptes SEC 95. Comme l'indiquent les projections de la BCL, cette évolution défavorable devrait s'aggraver en 2012 et 2013, après une année 2011 de transition. Ces diverses évolutions mettent en exergue la détérioration tendancielle des finances publiques luxembourgeoises.

Comme l'indique le tableau ci-dessus reprenant les chiffres-clefs des projections de finances publiques de la BCL, le solde de l'ensemble des Administrations publiques s'améliorerait quelque peu en 2011, le déficit s'établissant alors à 0,3% du PIB. Cette amélioration – certes confinée à l'année 2011 – s'explique principalement par les nouvelles mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le budget 2011 (notamment une pression fiscale accrue) et par la progression marquée de certaines recettes, comme les recettes de l'impôt sur les traitements et salaires et les taxes indirectes sur l'énergie ou le tabac. L'augmentation des contributions à la sécurité sociale, résultant de la réforme des soins de santé de 2011, a également contribué de manière favorable à l'augmentation des recettes. Enfin, les impôts directs sur les sociétés ont manifesté une résistance certaine à la crise économique et financière, en raison des traditionnels effets de retard affectant leur perception.



Sources : Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2010, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.

Le besoin de financement de l'Administration centrale se monterait par ailleurs à 2,9% du PIB en 2012 selon les projections de la BCL. Cette estimation diffère quelque peu du solde SEC 95 estimé au projet de budget 2011. Ce dernier s'élèverait en effet à 2,6% du PIB en 2012 selon ce projet (différence de 0,3% du PIB). En revanche, le surplus de la sécurité sociale prévu par la BCL pour 2012 est plus favorable que l'estimation figurant au projet de budget 2012. L'excédent correspondant estimé par la BCL s'établit en effet à 1,8% du PIB en 2012, alors que le projet de budget table pour sa part sur un surplus de 1,6%. Dans ses projections, la BCL a retenu l'hypothèse d'une croissance de la masse salariale supérieure à celle retenue dans le budget. Il en résulte une évolution plus favorable des cotisations sociales.

Au total, pour 2012 une détérioration du solde de l'ensemble des Administrations publiques se dessine. Le solde passerait d'un déficit de 0,3% du PIB en 2011 à un déficit de 0,9% en 2012. L'impôt sur le revenu des collectivités subirait en effet avec retard l'impact de la crise économique et financière. La suppression de l'impôt de crise et l'octroi d'une prime de 0,9% du traitement prévue dans l'accord salarial de la fonction publique constitueraient par ailleurs des mesures onéreuses.

L'année 2013 verrait le déficit repartir résolument à la hausse. Les soldes des Administrations publiques et de l'Administration centrale atteindraient d'ailleurs leur niveau le plus défavorable depuis le calcul des soldes en conformité avec le système SEC 95. Cette détérioration serait le reflet de l'évolution négative de la taxe d'abonnement et de la TVA (effets de base taxable défavorables). Finalement, l'impôt sur le revenu des collectivités subirait une diminution marquée, l'incidence de la crise économique et financière commençant à se manifester avec un certain décalage.

En ce qui concerne la dette publique, le ratio a nettement augmenté en 2010 pour se situer à 19,1% du PIB, suite notamment à une nouvelle émission obligataire de l'Etat pour un montant total de 2 000 millions d'euros incluant un emprunt pour un montant total de 200 millions d'euros en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes. En 2011, le ratio d'endettement devrait continuer à augmenter pour se situer à 19,3% du PIB. Cette tendance à la hausse se poursuivrait en 2012 et 2013. La dette publique atteindrait 20,1% du PIB en 2012 et 20,3% du PIB en 2013.

Une double stratégie de sortie de crise s'impose dans un tel contexte budgétaire. D'une part, les Administrations publiques luxembourgeoises devraient mettre en œuvre dès 2012 le processus de transition vers l'objectif budgétaire à moyen terme, qui devrait être un surplus supérieur à 1,15% du PIB dès 2015. L'OMT fixé à 0,5% du PIB par le gouvernement dans la douzième actualisation du Programme de Stabilité (publié en avril 2011) n'est clairement pas en ligne avec le taux recommandé par la Commission Européenne, à savoir un taux se situant dans un intervalle de 0,75% à 1,5% du PIB. L'objectif d'un surplus de 1,15% du PIB en 2015 présuppose un effort d'assainissement additionnel de l'ordre de 3% du PIB sur la période 2012-2015, dont près de 1% du PIB dès 2012 – année qui se caractérisera par une croissance économique extrêmement faible.

Cet effort de consolidation budgétaire doit s'accompagner d'une réforme en profondeur de nos systèmes de pension. Seule une telle stratégie permettrait d'éviter le déclenchement d'une funeste spirale de l'endettement. Elle s'impose d'urgence, car une consolidation budgétaire est d'autant plus douloureuse socialement qu'elle est tardive.

Le tableau suivant permet de prendre la mesure des défis auxquels font face les finances publiques luxembourgeoises. Il a été établi sur la base d'un outil permettant de simuler l'évolution d'ici 2040 des principaux postes de recettes et de dépenses des Administrations publiques. Ces simulations intègrent le coût du vieillissement anticipé par l'Ageing Working Group, tout en postulant une croissance du PIB se limitant

à 2,2% par an de 2014 à 2040.²³ Tant les indicateurs de finances publiques que les indicateurs macroéconomiques correspondent strictement à ceux des projections macroéconomiques de la BCL sur l'horizon 2011-2013.

Les autres hypothèses présidant aux simulations de moyen terme sont détaillées dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2012. Il est notamment tenu compte de la déperdition de trois types de recettes, à savoir les impôts directs sur les sociétés, les recettes associées au « Tanktourismus » et enfin les recettes de TVA liées au commerce électronique. Les recettes et dépenses sont par ailleurs « nettoyées » de l'impact des cycles conjoncturels et des mesures temporaires.

Tableau 1.30

Scénario de référence à politique inchangée : évolution de la situation budgétaire des Administrations publiques avec déclin des impôts directs sur les sociétés, de la « TVA électronique » et du « Tanktourismus » (en % du PIB tendanciel)

	2013	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Recettes totales	41,0	41,2	40,5	39,7	38,9	38,1	37,6	37,1
Impôts directs	14,2	14,1	14,1	13,9	13,7	13,6	13,4	13,2
Impôts indirects	11,2	11,1	10,3	9,7	9,3	9,0	8,6	8,2
Cotisations sociales	12,3	12,3	12,3	12,3	12,5	12,5	12,6	12,7
Revenus d'intérêts	0,5	0,7	0,8	0,9	0,4	0,0	0,0	0,0
Autres	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Dépenses totales	42,2	42,6	42,9	45,2	48,4	51,8	56,3	60,6
Dont transferts sociaux	21,4	21,7	22,0	23,9	26,6	28,9	31,5	33,5
Dont charges d'intérêts	0,6	0,7	0,7	1,1	1,6	2,7	4,6	6,9
Déficit (-) ou surplus (+)	-1,1	-1,4	-2,5	-5,5	-9,5	-13,7	-18,7	-23,5
Dette publique	19,5	20,5	22,2	34,5	50,9	90,3	149,7	220,5
Dont pensions	-26,9	-26,9	-26,8	-21,8	-6,3	20,5	58,4	104,8

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

Les dépenses de pension augmenteraient selon les simulations à raison de 12% du PIB de 2013 à 2040. Les prestations de santé et les dépenses de l'assurance dépendance progresseraient pour leur part à concurrence de 1,3 et 1,0% du PIB, respectivement, au cours de la même période. Ces augmentations ne seraient que partiellement contrées par la diminution des prestations familiales (-1,6% du PIB). Les autres dépenses des administrations publiques que les transferts sociaux sont supposées demeurer stables par rapport au PIB, sauf bien entendu les charges d'intérêts, qui passeraient de 0,6% du PIB en 2013 à quelque 6,9% du PIB en 2040, ce qui illustre les considérables dangers inhérents à une dynamique d'endettement non maîtrisée.

Le scénario de référence donne lieu à des déficits croissants, qui excéderaient largement la valeur de référence de 3% du PIB durant la majeure partie de l'horizon de simulation. A terme, ces déficits seraient même supérieurs à 20% du PIB. Dans ce contexte, la dette publique brute consolidée (définition « Maastricht ») progresserait de façon exponentielle. Elle dépasserait les 30% du PIB en 2019 et franchirait le seuil de référence de 60% du PIB dès 2027, avant d'excéder les 200% du PIB vers la fin de l'horizon de simulation. Comme l'indique le tableau, les systèmes de pension (régime général et régimes spéciaux confondus), dont l'endettement devrait atteindre plus de 100% du PIB en 2040 et bien davantage par la suite, du moins à politique inchangée, constituent l'un des principaux moteurs de la dynamique d'endettement. Il convient cependant de noter que les autres composantes des Administrations publiques — en particulier l'Administration centrale — alimenteront également cette dynamique à politique inchangée, en raison de l'importance de leurs déficits structurels.

²³ Les dépenses de pension sont ajustées à la baisse par rapport à l'Ageing Working Group (AWG), car le scénario de croissance du PIB plus prudent privilégié par la BCL se traduit par de moindres arrivées de frontaliers, avec à la clef de moindres montants absolus de pensions à moyen terme.

Il convient par ailleurs de noter que le principal résultat mis en évidence par la simulation de référence, à savoir une considérable dégradation de l'état de nos finances publiques, ne dépend pas fondamentalement de l'hypothèse de déperdition des recettes. Dans un scénario alternatif – et pour le mois «volontariste» – où ces trois recettes demeureraient stables en pourcentages du PIB, le ratio d'endettement connaîtrait également une vive progression. La dette brute consolidée des Administrations publiques atteindrait en effet sous cette hypothèse alternative 26% du PIB en 2020 et elle serait de l'ordre de 100 et de 150% du PIB tendanciel en 2035 et en 2040, respectivement. Le ratio d'endettement excéderait par ailleurs la valeur de référence de 60% du PIB en 2031, soit seulement quatre ans plus tard que sous le scénario postulant une déperdition des impôts sur les sociétés, des recettes «Tanktourismus» et de la TVA électronique.

La stratégie de sortie de crise budgétaire recommandée par la BCL, qui repose sur un OMT de 1,15% du PIB ou plus d'ici 2015 et sur une réforme structurelle de la sécurité sociale, permettrait de garder les évolutions budgétaires sous contrôle, comme l'indique le tableau suivant.

Tableau 1.31
Scénario de référence plus stratégie de consolidation recommandée (en % du PIB tendanciel)

	2013	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Recettes totales	41,0	41,2	40,4	39,8	39,0	38,2	37,1	36,3
Dépenses totales	40,4	40,1	39,3	40,2	41,4	42,6	43,5	44,8
dont charges d'intérêts	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,8	1,1	1,9
Déficit (-) ou surplus (+)	0,6	1,1	1,15	-0,5	-2,4	-4,4	-6,4	-8,5
Dette publique	17,9	15,9	14,7	13,1	16,7	24,1	35,3	61,3
dont pensions	-27,1	-27,2	-27,7	-27,6	-23,1	-14,2	-2,4	10,6

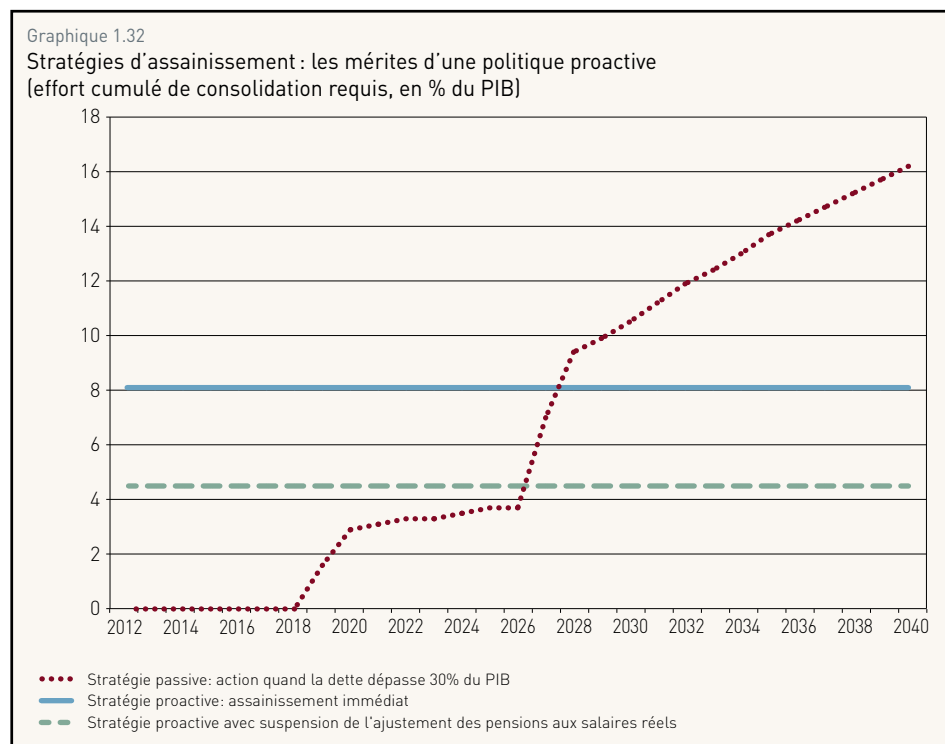
Sources : Ageing Working Group, IGSS, Statec, calculs BCL.

en fin de période et les systèmes de pension feraient toujours face à une tendance à la dégradation, mais la situation des finances publiques ne revêtirait plus le même caractère explosif que dans le cadre du scénario précédent.

Le graphique 1.32 illustre clairement les mérites d'une politique de consolidation proactive et assise sur une perspective pluriannuelle. Le point de départ de l'établissement du graphique est la simulation de référence. Trois stratégies permettant d'éviter tout endettement supérieur à 30% du PIB au cours de l'horizon de projection sont ensuite définies. Le choix d'un seuil de 30% est guidé notamment par une étude des économistes américains Reinhart et Rogoff publiée en 2009, selon lesquels la croissance économique médiane des pays dont la dette publique est inférieure à 30% du PIB tend à excéder de 1% la croissance des pays présentant une dette située entre 30 et 60%.

La courbe rouge du graphique rend compte d'une stratégie passive d'assainissement, caractérisée par un comportement «myope» d'autorités qui ne procèdent à un assainissement budgétaire que lorsque le ratio d'endettement excède un seuil de 30% du PIB au cours de l'année courante. Cet assainissement se limite par ailleurs à ramener ce ratio d'endettement à 30% du PIB, ni plus ni moins. La deuxième stratégie, illustrée par la droite bleue, constitue l'opposé de la première. Dans ce second cas de figure, les autorités ne se contentent pas d'attendre que les problèmes se matérialisent avant d'agir. Elles mettent immédiatement en œuvre une consolidation budgétaire permettant de garantir que le ratio d'endettement demeure inférieur à 30% du PIB sur tout l'horizon de projection. Comme l'indique le graphique, la première stratégie, reposant sur un assainissement «de la dernière minute», nécessite à terme une réduction des dépenses et/ou une augmentation des recettes de quelque 16% du PIB. En revanche, l'assainissement «immédiat» se limiterait à 8% du PIB, soit 8% du PIB de moins que sous la stratégie «passive». Un assainissement tardif équivaut donc à un assainissement massif, beaucoup plus coûteux en termes sociaux. C'est la raison pour laquelle la BCL recommande de façon récurrente la mise en œuvre d'une consolidation précoce, qui anticipe les dérapages budgétaires afin d'enrayer à la base toute dynamique d'endettement.

La troisième stratégie revient à mettre en œuvre en parallèle un assainissement immédiat des finances publiques et une réforme dans le domaine de la sécurité sociale. A titre illustratif, il est supposé que l'ajustement des pensions aux salaires réels sera suspendu tout au long de l'horizon de simulation. Dans ce cas, l'assainissement immédiat peut se limiter à 4,5% du PIB, avec bien entendu un effort additionnel dans le domaine de la sécurité sociale. Cette dernière stratégie, illustrée par la droite verte, est conceptuellement assez proche de la stratégie de consolidation recommandée par la BCL, qui repose sur l'objectif d'un excédent structurel des Administrations publiques de 1,15% du PIB en 2015 et sur la mise en œuvre conjointe de réformes structurelles de la sécurité sociale.²⁴



Sources : Ageing Working Group, Agence internationale de l'Energie, Eurostat, IGSS, actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, Statec, calculs BCL.

Le tableau montre qu'une stratégie d'assainissement reposant sur un surplus structurel des Administrations publiques de 1,15% du PIB en 2015 et sur la suspension de l'adaptation des pensions aux salaires réels dès 2013 (à titre d'exemple pour cette dernière réforme; une possible alternative est l'introduction d'un facteur de soutenabilité «à l'allemande», comme l'indique l'encadré ci-dessous) permettrait d'éviter un ratio d'endettement supérieur ou égal au seuil des 60% durant la quasi-intégralité de la période de simulation. Par ailleurs, l'endettement du régime de pension ne dépasserait pas les 11% du PIB en 2040. Le déficit des Administrations publiques serait toujours trop élevé

24 Le montant de l'assainissement immédiat, soit 4,5% du PIB, est quelque peu supérieur aux efforts additionnels de 3% du PIB requis dans le cadre de la stratégie «OMT de 1,15% en 2015». Ce paradoxe apparent s'explique par le fait que le premier montant mentionné est conditionnel à un plafond d'endettement de 30%.

Encadré 1.5

LE SYSTÈME DE PENSION ALLEMAND : QUELQUES ENSEIGNEMENTS POUR LE LUXEMBOURG

OBJET DE L'ENCADRÉ ET CHIFFRES-CLEFS

Le présent encadré vise à fournir une comparaison synthétique des systèmes de pension luxembourgeois et allemand et d'en tirer certains enseignements en termes de réformes. Le tableau ci-joint renferme les principaux indicateurs-clefs des deux systèmes de pension (pensions publiques et privées confondues), ces indicateurs résultant du rapport de l'Ageing Working Group (AWG) publié en 2009.

Tableau 1
Quelques chiffres-clefs

		Allemagne		Luxembourg	
Macro	Démographie				
	population âgée de 15 à 64 ans (en % de la population totale) (I.)	2010	65,5%	2010	67,8%
		2030	59,7%	2030	63,5%
		2060	55,0%	2060	60,3%
	personnes de 65 ans ou plus (en % de la population totale) (II.)	2010	20,6%	2010	14,3%
		2030	27,6%	2030	19,6%
		2060	32,5%	2060	23,6%
	Ratio de dépendance démographique (II./I.)	2010	31,5%	2010	21,1%
		2030	46,2%	2030	30,9%
		2060	59,1%	2060	39,1%
	Population active				
		taux de participation des 15-64 ans (en %)	2010	77,3%	2010
2030			79,3%	2030	66,9%
2060			79,8%	2060	66,8%
Ratios de dépendance économique (15-64) (population inactive de 65 ans et plus en % des personnes actives de 15 à 64 ans)	2010	42,0%	2010	33,0%	
	2030	57,0%	2030	48,0%	
	2060	73,0%	2060	61,0%	
Système de pension					
	Pensions publiques brutes en % du PIB	2010	10,2%	2010	8,6%
		2030	11,5%	2030	14,2%
		2060	12,8%	2060	23,9%
Ratio de dépendance des pensions (nombre de pensionnés sur le nombre de contributeurs aux systèmes publics de pension (en %))	2010	62%	2010	43%	
	2030	76%	2030	68%	
	2060	91%	2060	103%	

Source : AWG, the 2009 Ageing Report.

Le tableau met en relief la gravité particulière du phénomène de vieillissement en Allemagne. Ainsi, la proportion des personnes âgées de 65 ans ou plus passerait de 21% de la population totale en 2010 à 28% en 2030 et près d'un tiers en 2060 selon l'AWG. Le Luxembourg connaîtrait également une augmentation de la proportion de personnes âgées, mais dans une moindre mesure et en partant d'un niveau moins élevé. En 2060, la proportion de personnes de 65 ans ou plus atteindrait 23,6% au Luxembourg, soit 9% de moins qu'en Allemagne. Il est d'ailleurs frappant de constater qu'en 2060, la proportion de résidents âgés au Luxembourg dépasserait à peine la proportion similaire déjà observée actuellement en Allemagne.

Le taux de dépendance démographique, soit le rapport entre le nombre de personnes de 65 ou plus d'une part et les personnes âgées de 15 à 64 ans d'autre part, livre un enseignement similaire. Ce ratio augmenterait nettement au Luxembourg, puisqu'il passerait de 21 à 39% de 2010 à 2060. L'Allemagne présenterait cependant des ratios bien plus élevés, de 46% en 2030 et de 59% en 2060.

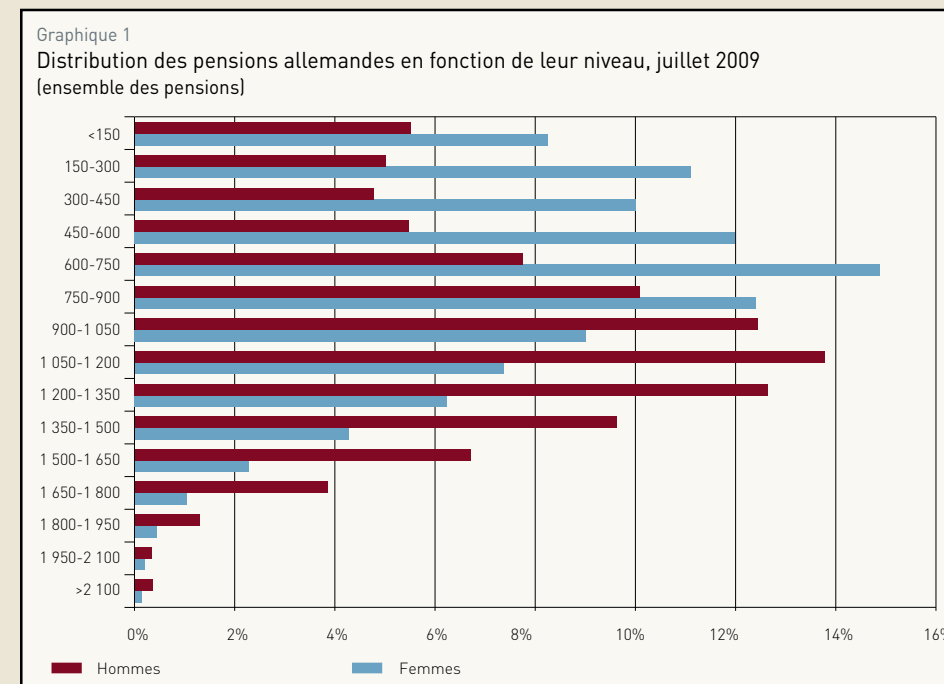
In fine, les dépenses de pension augmenteraient pourtant beaucoup plus sensiblement au Luxembourg qu'en Allemagne. Toujours selon l'AWG, les dépenses de pension connaîtraient une augmentation légèrement inférieure à 3 points de PIB du PIB de 2010 à 2060. L'accroissement de ces dépenses serait cinq fois plus rapide au Luxembourg, puisqu'elles passeraient de 8,6% du PIB en 2010 à pratiquement 24% cinquante ans plus tard. La progression d'ici 2030, soit en l'espace d'une génération seulement, atteindrait déjà près de 6 points de PIB.

Ce paradoxe (vieillesse beaucoup plus marquée en Allemagne, mais par ailleurs dépenses de pension augmentant bien plus rapidement au Luxembourg) s'explique principalement par les trois facteurs suivants :

(i) Les coefficients de vieillissement et de dépendance mentionnés ci-dessus ne reposent que sur des évolutions démographiques. Or le **taux de participation au marché du travail** évoluerait plus favorablement en Allemagne qu'au Luxembourg au cours de la période couverte par les projections de l'AWG. Le taux de dépendance économique, qui tient compte non seulement des variables démographiques mais également des taux de participation précités, permet de corriger ce biais. Au cours de la période 2010-2060, ce taux augmenterait à raison de 31 points de PIB en Allemagne et de 28 points au Luxembourg – soit une augmentation pratiquement équivalente.

(ii) Les taux de dépendance cités ci-dessus (taux démographique et taux économique) sont établis sur la base de la seule population résidente. Il s'agit là d'une considérable source de biais au Luxembourg, où les **travailleurs frontaliers** jouent un rôle primordial sur le marché du travail. Le nombre de frontaliers s'est considérablement accru au Luxembourg au cours des trois dernières décennies, de sorte qu'ils représentent désormais environ 40% des cotisations de pension. Cependant, ils ne représentent toujours qu'un cinquième des prestations de pension. Ces deux pourcentages devraient bien évidemment se rejoindre en régime de croisière, ce qui signifie que la proportion de retraités frontaliers va tendanciellement augmenter. Cette tendance s'est d'ailleurs déjà dessinée au cours des années récentes. Un rapport de dépendance expurgé du biais précité apparaît à la dernière ligne du tableau. Il est égal au nombre de pensionnés (résidents et non résidents confondus) divisé par le nombre de contributeurs au régime de pension exprimé (à nouveau résidents et non résidents). A l'inverse des ratios de dépendance démographique et économique, ce rapport augmenterait bien plus au Luxembourg qu'en Allemagne. Le rapport luxembourgeois passerait en effet de 43% en 2010 à 68% en 2030 et quelque 103% en 2060. Le ratio correspondant augmenterait de façon bien moins prononcée en Allemagne, à rebours des ratios passés en revue supra.

(iii) Ce problème serait encore exacerbé par la **générosité des pensions publiques au Luxembourg**. Comme l'indique le graphique suivant, seuls un peu plus de 10% des pensionnés masculins touchent une pension excédant le seuil des 1 500 euros par mois en Allemagne. La pension maximale correspondant à 45 années de contribution était d'ailleurs égale à 2 215 euros par mois à la date du 1^{er} janvier 2011 dans ce dernier pays.



Sources : Deutscher Bundestag (éditeur), Rentenversicherungsbericht 2010, Übersicht 8
Note: la prise en compte de l'ensemble des pensions n'altère pas fondamentalement la distribution en Allemagne.

Or selon le Rapport général sur la sécurité sociale de 2009, la pension de vieillesse moyenne en cours de paiement en décembre 2009 s'est élevée à 3020 euros pour les bénéficiaires masculins résidant au Luxembourg. Encore convient-il de considérer qu'il s'agit là de pensions du seul régime général, la pension de vieillesse moyenne étant plus élevée encore dans les régimes spéciaux.

La partie suivante permet de comprendre l'origine de ces différences. Elle renferme une brève description des principales caractéristiques des systèmes de pension en Allemagne et au Luxembourg.

SYSTÈMES DE PENSION EN ALLEMAGNE ET AU LUXEMBOURG : UNE BRÈVE COMPARAISON

Tableau 2
Principales caractéristiques des systèmes de pension en Allemagne et au Luxembourg

	Allemagne	Luxembourg
Système de pension	<i>Pension minimale :</i> Pas en tant que telle, mais les personnes invalides et âgées ne disposant pas d'un revenu suffisant peuvent bénéficier de prestations sociales (sous condition de ressources). <i>Pensions liées aux revenus :</i> Régime général couvrant les employés du secteur privé et du secteur public. Ce régime couvre les pensions de vieillesse, d'invalidité, de veuves, orphelins, les retraites anticipées ainsi que des régimes spécifiques pour les fonctionnaires, les agriculteurs et les mineurs.	<i>Pension minimale :</i> Revenu minimum garanti (RMG), soumis à des conditions de ressources [1 283 euros au 1 ^{er} octobre 2011 pour le 1 ^{er} adulte]. En outre, existence d'une pension minimale, de 1 606 euros au 1 ^{er} octobre 2011. <i>Pensions :</i> Il existe d'une part un régime général de pension s'adressant aux travailleurs du secteur privé et d'autre part les régimes spéciaux (agents de l'Etat, CFL, agents communaux et d'établissements publics). <i>Couverture :</i> les pensions de vieillesse, d'invalidité des veuves et orphelins.
Systèmes privés de pension (troisième pilier)	Importance croissante du «troisième pilier» depuis la réforme Riester de 2001. Incitations : exemptions fiscales et interventions directes. Contributions «Riester» égales à 4% du salaire depuis 2008. A la fin de 2011, il devrait exister un peu plus de 15 millions de «contrats Riester».	Le Luxembourg est, selon des données de l'OCDE («Pensions at a glance 2011»), l'un des pays où le troisième pilier est le moins développé (actifs totaux des fonds de pension n'excédant pas 2,2% du PIB, contre une moyenne OCDE de 67%).
Pensions du second pilier	Pensions du second pilier (dans le cadre de l'emploi). Les prestations se montent actuellement à 1,4% du PIB. Mais les dispositifs de second pilier destinés aux agents publics et privés représentaient environ 8% de l'ensemble des pensions brutes versées en 2007. A la fin de 2007, 17,5 millions de personnes étaient couvertes par des contrats de ce type (64% de l'ensemble des individus soumis aux cotisations publiques de pension).	Assez limité en raison d'un cadre fiscal (taxation à l'entrée des pensions complémentaires, déduction fiscale 2 ^{ème} pilier limitée et non accessible aux indépendants) et réglementaire peu avantageux. Existe cependant pour certaines entreprises, par exemple le secteur bancaire et d'importantes compagnies étrangères.
Règles d'ajustement des prestations	<i>Pension minimum garantie :</i> Les aides sociales sont en principe indexées en ligne avec les pensions. En outre, la ligne de pauvreté est réexaminée tous les cinq ans sur la base d'une enquête sur les revenus et dépenses des ménages (Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS)). L'indexation est effectuée sur la base de la consommation réelle des groupes de ménages les moins favorisés. <i>Pensions de vieillesse :</i> L'indexation des pensions (ou plus précisément le point de revenu) dépend de l'augmentation des salaires bruts, des adaptations éventuelles des taux de cotisation et du facteur de soutenabilité (ce dernier dépendant de l'évolution du ratio retraités/contributeurs). <i>Pensions de veuves et orphelins :</i> Système d'ajustement identique à celui des pensions de vieillesse.	<i>Pension minimum garantie :</i> En ligne avec les autres pensions (même formule d'ajustement). <i>Pensions de vieillesse</i> Ajustement aux prix : quand les indices de prix de référence lissés ont franchi un seuil d'augmentation de 2,5%, les pensions (de même que les salaires) sont augmentées à raison de ces 2,5%. <i>Ajustement aux salaires réels :</i> sur la base d'une série de référence compilée par l'IGSS (après élimination des revenus les plus extrêmes). Les pensions sont ajustées sur cette base tous les deux ans (années impaires). Ces ajustements doivent être confirmés par le gouvernement et par la Chambre des Députés. <i>Pensions de veuves et orphelins (pensions «de survie») et d'invalidité :</i> Système d'ajustement identique à celui des pensions de vieillesse.
Méthode de financement du premier pilier	Système «Pay-as-you-go». Intervention de l'Etat via la fiscalité générale (couvre environ 26% des prestations en 2010). Taux de contribution : 19,9% (les employés et les employeurs paient chacun 9,95%).	Système «Pay-as-you-go» avec constitution de réserves («prefunding») partiel. Taux de cotisation égal à 24% des revenus cotisables. Un tiers est couvert par les employés, un tiers par les employeurs et un tiers sous la forme de contributions de l'Etat (financement par les recettes générales de l'Etat).
Calcul de la pension	Prestations principalement liées aux revenus; voir la formule explicitée ci-dessous.	Prestations : une composante fixe (majoration forfaitaire; environ 15% de la pension en moyenne) et une composante variable (majoration proportionnelle) proportionnelle aux revenus cotisables accumulés au cours de la carrière; voir la formule explicitée ci-dessous.

Age statutaire de départ à la retraite	Pour la cohorte 1851-1946 (années de naissance) : 65 ans Pour la cohorte 1947 : 65 ans + 1 mois (augmentation d'un mois par an jusqu'à l'année 1958) Pour la cohorte 1958 : 66 ans. Pour la cohorte 1959 : 66 ans + 2 mois (augmentation d'un mois par an jusqu'à l'année 1964) Pour la cohorte 1964 et personnes plus jeunes : 67 ans. Exceptions : certains ouvriers mineurs et personnes nées avant le 1 ^{er} janvier 1955 retraités à temps partiel.	Age statutaire de 65 ans après au moins 10 années d'assurance, tant pour les femmes que pour les hommes.																		
Retraites anticipées	Retraite anticipée possible à partir de 63 ans pour une personne ayant contribué pendant au moins 35 ans. L'âge de la retraite anticipée augmente de la même manière que l'âge statutaire et ce jusqu'à l'âge de 65 ans (au lieu de 67). Exceptions pour certaines professions.	Retraite anticipée possible à l'âge de 57 ans, mais conditionnellement à au moins 40 années de cotisations. Retraite anticipée possible à 60 ans conditionnellement à au moins 40 années d'années de contribution ou d'autres années prises en compte pour le stage (études entre 18 et 27 ans, pensions d'invalidité et éducation d'enfants notamment). Régimes spécifiques, en cas de restructurations notamment.																		
Pénalités/incitants en vue d'une carrière plus longue	<i>De manière directe :</i> Facteur d'âge utilisé dans la formule de calcul des pensions («Zugangsfaktor»). Ce facteur est égal à 1 en cas de retraite à l'âge statutaire. Pour chaque mois précédant la date de départ statutaire : le facteur se réduit à concurrence de 0,003 (donc pension brute réduite de 3,6% pour un départ un an avant l'âge statutaire). En revanche en cas de retraite après la date statutaire : augmentation du facteur d'âge à raison de 0,005 par mois (donc pension brute augmentée de 6% pour un départ un an au-delà de l'âge statutaire). Le facteur d'ajustement n'est plus ajusté à la baisse pour une personne assurée depuis plus de 45 ans. Règles spécifiques pour les pensions de veuves/orphelins ou les pensions d'invalidité. <i>De manière indirecte :</i> Moindres revenus pris en compte dans la formule de calcul.	<i>De manière directe :</i> Augmentation échelonnée des taux de majoration proportionnelle (taux multipliant l'agrégat correspondant aux revenus passés). Cette augmentation échelonnée dépend de deux paramètres, à savoir l'âge de départ à la pension (55 ans au plus tôt) et la durée de la période d'assurance effective (au moins 38 ans). Le taux de majoration proportionnelles (1,85% de l'agrégat des revenus comme taux de base) est augmenté à raison de 0,01% pour chaque unité dépassant [(âge de la retraite + durée de cotisation) - 93]. Le taux de majoration proportionnelle majoré de la sorte ne peut cependant excéder 2,05% de l'agrégat des revenus cotisables. Donc dans les meilleures circonstances, augmentation de la partie proportionnelle de la pension de 10,8%. Pas de pénalités explicites comme en Allemagne. <i>De manière indirecte :</i> Moindres revenus pris en compte dans la formule de calcul.																		
Age moyen de départ à la retraite	1995 : 62,4 ans. 2000 : 62,3 ans. 2010 : 63,5 ans. (Deutsche RV – Rentenversicherung in Zahlen 2011, p. 68).	Situation 2009 : âge moyen de départ de 59 ans pour les pensions de vieillesse et d'invalidité (source : IGSS).																		
Pension moyenne	<i>Pension standard du régime général</i> (45 années de cotisation avec un revenu moyen) : Ouest : 1 236 euros (1.7.2011) Est : 1 097 euros (1.7.2011) <i>Pension maximale</i> (45 années de cotisations avec un revenu correspondant au plafond cotisable) : 2 215 euros (1.1.2011) <i>Pension de vieillesse moyenne :</i>	<i>Pension maximale :</i> Montant mensuel de 7 435,5 euros au 1 ^{er} octobre 2011. <i>Pension de vieillesse/invalidité moyenne :</i> Y compris les pensions partielles des anciens frontaliers) :																		
	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Hommes</th> <th>Femmes</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>31.12.2010</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> Ouest</td> <td>985€</td> <td>490€</td> </tr> <tr> <td> Est</td> <td>1 070€</td> <td>705€</td> </tr> </tbody> </table>		Hommes	Femmes	31.12.2010			Ouest	985€	490€	Est	1 070€	705€	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Année 2009</th> <th>Hommes</th> <th>Femmes</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td>1 934€</td> <td>1 240€</td> </tr> </tbody> </table>	Année 2009	Hommes	Femmes		1 934€	1 240€
	Hommes	Femmes																		
31.12.2010																				
Ouest	985€	490€																		
Est	1 070€	705€																		
Année 2009	Hommes	Femmes																		
	1 934€	1 240€																		
	(Deutsche RV – Rentenversicherung in Zahlen 2011, p. 34-37). <i>Taux de remplacement du salaire net</i> pour un revenu médian selon l'OCDE : 58%.	Pour les seules pensions de vieillesse des résidents masculins, 2009 (IGSS) : moyenne de 3 020 euros. <i>Taux de remplacement</i> du salaire net pour un revenu médian selon l'OCDE : 96%.																		
Ajustement du taux des cotisations	Ajustement nécessaire si au 31 décembre d'une année donnée le volume des réserves : - devient inférieur à 20% des prestations de pension mensuelles moyennes (augmentation des taux) - devient supérieur à 150% des prestations de pension mensuelles moyennes (diminution des taux)	En principe, ajustement du taux de cotisation du régime général si le rapport entre les réserves et les prestations annuelles de pension (vieillesse, invalidité, pensions de survie) devient inférieur à 1,5 (taux de cotisation fixés sur des périodes de couverture successives de 7 ans sur la base de ce critère). Ce ratio était égal à 3,6 au 31 décembre 2009 (IGSS).																		
Pensions publiques	Chaque année de travail de l'agent public est prise en compte à raison de 1,79375. Après 40 ans, le maximum de 71,75 peut ainsi être atteint. La pension de vieillesse sera égale à ce dernier facteur, multiplié par le dernier revenu avant la retraite. Age de la retraite augmentant graduellement jusqu'à 67 ans, mais dépend du Land et exceptions pour des professions telles que les militaires, la police ou les officiers pénitentiaires (Winterhoff, 2011). La pension est réduite de 3,6% pour chaque année de départ précocé à la retraite (pénalité maximale de 10,8%).	La loi du 3 août 1998 a institué des régimes spéciaux pour les fonctionnaires de l'Etat, des communes et pour les agents des CFL. En vertu de cette loi, le secteur public connaît deux régimes de pension : le régime d'origine (dit régime spécial transitoire, où les pensions dépendent surtout du dernier traitement) et le nouveau régime spécial pour les agents entrés en fonction après le 31 décembre 1998. Le Mode de calcul et les autres conditions applicables au nouveau régime spécial sont semblables à ce qui prévaut dans le cadre du régime général.																		

Le tableau se suffit amplement à lui-même. Les éléments suivants méritent cependant d'être mis en exergue :

En Allemagne, l'**âge statutaire de départ à la pension** va en vertu de la réforme de 2007 graduellement augmenter jusqu'à 67 ans, pour les personnes nées en 1964 ou ultérieurement. Le Luxembourg n'a à ce jour entériné aucune disposition permettant de retarder l'âge statutaire de départ à la retraite de 65 ans, en dépit d'un âge de départ effectif de l'ordre de 59 ans (pensions de vieillesse et d'invalidité confondues).

Les **régimes de retraite anticipée** sont plus généreux au Luxembourg, où les départs dès 57 et 60 ans sont fréquents. De nombreuses périodes donnent lieu au stage en vue de la retraite anticipée à 60 ans, même en l'absence de cotisations effectives (années d'études, années consacrées à l'éducation des enfants, etc.), ce qui explique dans une large mesure cette situation.

En outre, l'Allemagne **pénalise explicitement et significativement les départs avant l'âge effectif de la retraite** – la pénalité atteignant 3,6 % par an – à rebours de la situation prévalant au Luxembourg. Le Luxembourg encourage certes les départs plus tardifs au moyen de l'augmentation échelonnée de la majoration proportionnelle, mais ce système est moins avantageux qu'en Allemagne (ou une année additionnelle se traduit en principe par un incrément de pension de 6 % contre environ 1 % au Luxembourg ; cela dit, cet incrément de 1 % peut déjà être obtenu bien avant l'âge légal de départ à la retraite, contrairement à la situation prévalant en Allemagne). Par ailleurs, la majoration proportionnelle luxembourgeoise est plafonnée à 2,05 % de l'agrégat des revenus passés.

Enfin, la formule de calcul de pension intègre explicitement un **facteur de soutenabilité** en Allemagne et non au Luxembourg.

Le passage en revue des formules de calcul des prestations en Allemagne et au Luxembourg permet de mieux appréhender ce facteur de soutenabilité.

LE MODE DE CALCUL DES PENSIONS EN ALLEMAGNE

La formule de pension d'application en Allemagne est la suivante :

$$(1) \quad R = E \cdot A \cdot T \cdot V$$

Où **R est la pension mensuelle moyenne** en euros, E la somme de tous les points de revenu, A le facteur d'âge, T le facteur exprimant le type de pension et V la valeur courante de la pension. **Un point de revenu (E)** est le ratio entre le revenu brut de l'assuré et le revenu moyen correspondant de tous les assurés au régime général de pension au cours d'une année donnée. Le niveau maximal du point de revenu est limité en fonction du plafond contributif (5 500 euros à l'ouest et de 4 800 à l'est). Dans le meilleur des cas, le point de revenu n'excédera normalement pas la valeur de 2 par année. Des points additionnels peuvent cependant être obtenus afin de prendre en compte le temps consacré à élever des enfants¹ ou au service militaire ou civil.²

Le facteur d'âge (A) est égal à 1 pour une personne partant à la retraite à l'âge légal statutaire. Comme indiqué au tableau ci-dessus, ce facteur se réduit cependant pour chaque mois de départ avant la date statutaire (perte de pension de 3,6 % par an). À l'inverse, la pension est augmentée de 6 % pour chaque année de départ après l'âge statutaire. Il existe cependant des règles spécifiques pour les pensions d'invalidité et pour les pensions de veuves et orphelins. En outre, le facteur d'âge A n'est pas réduit si la personne est assurée depuis plus de 45 ans.

Le facteur exprimant le type de pension (T) est quant à lui égal à 1 pour une pension de vieillesse. Il se réduit cependant à 0,5 pour les pensions d'invalidité et il est également réduit pour les pensions de veuves et orphelins.

1 Pour les trois années suivant la naissance d'un enfant, une femme n'exerçant aucune profession peut bénéficier d'un point de revenu par an.

2 Depuis 2009, les années d'étude ne sont plus prises en compte pour la détermination de la pension.

Enfin, **la valeur de pension (V)** est fixé à 27,47 euros pour l'Allemagne de l'ouest et à 24,37 pour l'Allemagne de l'est (depuis le 1^{er} juillet 2011). Ces montants évoluent chaque année, en fonction de la formule suivante :

Formule d'ajustement de la valeur de pension V en Allemagne :

$$(2) \quad \frac{V_t}{V_{t-1}} = \frac{BE_{t-1}}{BE'_{t-2}} \cdot \frac{100\% - AVA_{t-1} - RVB_{t-1}}{100\% - AVA_{t-2} - RVB_{t-2}} \cdot \left[\left(1 - \frac{RQ_{t-1}}{RQ_{t-2}} \right) \alpha + 1 \right]$$

L'ajustement des pensions dépend de divers termes, exprimant successivement le facteur de salaire BE, le facteur « Riester » AVA, le facteur de contribution RVB et enfin le facteur de soutenabilité RQ.

BE_{t-1} : Rémunérations brutes en t-1 pour un employé moyen selon les comptes nationaux

BE'_{t-2} : Rémunérations brutes en t-2 pour un employé moyen, calculé sur la base de la variation du revenu contributif.

AVA : Facteur « Riester ». Afin de prendre en compte la montée en puissance graduelle des « pensions Riester ». Ce facteur sera passé de 0,5 % en 2002 à 4 % en 2012. Ce facteur n'influencera plus l'évolution des pensions en vitesse de croisière, c'est-à-dire à partir de 2013.

RVB : Facteur exprimant l'évolution des contributions au système de pension (en %).

RQ : Ratio entre le nombre de « pensionnés équivalents » et le nombre de « contributeurs équivalents ». Le premier nombre exprime le nombre de pensionnés de référence requis afin de générer le flux observé des prestations annuelles de pension. Le second nombre est le nombre de contributeurs standards correspondant aux recettes de cotisation courantes du système de pension.

α : Fixé à 0,25, ce paramètre amortit l'incidence du facteur de soutenabilité.

Il convient en outre de prendre en compte deux facteurs d'amortissement additionnels, à savoir l'« article de protection » – qui neutralise la diminution des pensions calculées pouvant découler des facteurs âge et contribution – et la garantie de pension, cette dernière revenant à neutraliser les diminutions de la pension calculée qui seraient attribuables au facteur de soutenabilité. En clair, les pensions ne sont ajustées sur la base de la formule détaillée ci-dessus que pour autant que $V_t > V_{t-1}$. Dans le cas contraire, la réduction des pensions est annihilée en vertu de l'article de protection ou de la garantie de pension.

L'article de protection et la loi de garantie se traduisent donc par un apport en faveur des pensionnés, qui compense les diminutions spontanées des pensions résultant de la mise en œuvre de la formule de calcul. Cet apport n'est cependant en principe que temporaire (simple amortisseur), car il est graduellement compensé par la suite, au moyen d'une réduction de moitié des augmentations ultérieures du facteur V. En d'autres termes, l'incidence de l'article de protection ou de la garantie de pension est graduellement neutralisée en écrétant les augmentations futures. Sur un horizon de temps suffisamment long, l'article de protection et la garantie de pension ne devraient donc pas induire une dérive des pensions par rapport à la formule détaillée ci-dessus. La garantie de pension et l'article de protection ne sont nullement anecdotiques. Ainsi, ce dernier a été activé en 2005, 2006, tandis que la garantie a été activée en 2010.

En résumé, le facteur de soutenabilité = $\left[\left(1 - \frac{RQ_{t-1}}{RQ_{t-2}} \right) \alpha + 1 \right]$, où

$$RQ_{t-1} = \frac{\text{nombre de pensionnés équivalents ("Eckrentner")}_{t-1}}{\text{nombre de contributeurs équivalents}_{t-1}} = \frac{\frac{\text{dépenses de pension totales}_{t-1}}{\text{pension standard}_{t-1}}}{\frac{\text{contributions totales}_{t-1}}{\text{revenu contributif moyen}_{t-1}}}$$

Une diminution du nombre de pensionnés équivalents peut se produire dans des circonstances telles qu'une augmentation de l'âge statutaire de la pension, un accroissement des pénalités pour départ précoce à la retraite ou encore une évolution démographique favorable. Une augmentation du nombre de contributeurs équivalents peut quant à elle être favorisée par une évolution économique favorable ou encore par une hausse des taux de participation au marché du travail. Le terme RQ est l'expression du nombre de pensionnés équivalents devant être financés par un contributeur équivalent. Un RQ plus bas induit par conséquent une amélioration de la situation financière du système de pension.

De 2005 — année de son introduction — à 2010, le facteur de soutenabilité a donné lieu à un ajustement des pensions à la baisse, mais à raison de 0,9% seulement en raison de l'incidence du paramètre de modération α . Des calculs effectués par les administrations compétentes révèlent par ailleurs que le facteur de soutenabilité devrait contribuer à réduire les pensions de 3% environ sur la période 2011-2024.³ Au total, le facteur aurait donc donné lieu à une diminution des prestations de 3,8% de son introduction en 2005 à l'année 2024.

Le tableau suivant reprend un exemple, appliqué à l'année 2011, du facteur de soutenabilité.

Tableau 3
Calcul du facteur de soutenabilité en 2011

Dépenses de pension totales				Cotisations de pension totales			
	Ouest	Est	total		Ouest	Est	total
2009	164 130 072	43 482 889	207 612 961	2009	140 391 208	21 668 736	162 059 944
2010	166 862 339	44 149 965	211 012 304	2010	143 210 915	22 212 333	165 423 248

Pension annuelle standard (45 ans)				Cotisations sur revenu moyen			
	Ouest	Est	total		Ouest	Est	total
2009	14 515	12 817		2009	6 145	5 178	
2010	14 688	13 030		2010	6 369	5 357	

Nombre de pensionnés équivalents				Nombre de cotisants équivalents			
	Ouest	Est	total		Ouest	Est	total
2009	11 307	3 393	14 700	2009	22 847	4 185	27 032
2010	11 360	3 388	14 749	2010	22 487	4 147	26 634

RQ2009	=	54,4%
RQ2010	=	55,4%
Facteur de soutenabilité 2011	=	0,9954 (égal pour l'ouest et l'est de l'Allemagne)

Source : Verordnungsentwurf der Bundesregierung : Verordnung zur Bestimmung der Rentenwerte in der gesetzlichen Rentenversicherung und in der Alterssicherung der Landwirte zum 1. Juli 2011.

LE MODE DE CALCUL DES PENSIONS AU LUXEMBOURG

Dans le cadre du régime général de pension et pour une personne ayant effectué le stage requis et compte non tenu de divers plafonds et planchers ou des dispositions régissant le cumul avec d'autres prestations, les pensions de vieillesse du régime général de retraite dépendent schématiquement des paramètres suivants :

$$PE = p \cdot b \cdot \left(REC \cdot tmp + MF \cdot \left(\frac{d}{40} \right) + AFA \cdot \left(\frac{d}{40} \right) \right)$$

³ Statistik der Deutschen Rentenversicherung, 11 Kenngrößen und Bemessungswerte, S. 242-243; Rentenversicherungsbericht 2009, S. 33; Rentenversicherungsbericht 2010, S. 59

Où PE est la pension annuelle en euros courants, p est le résultat de la division par 100 de l'indice des prix en base 1^{er} janvier 1948=100, b le coefficient d'adaptation à l'évolution des salaires réels — qui est en principe revu tous les deux ans — et d la durée d'assurance en années (y compris notamment les années d'assurance assimilées).

Le paramètre central est REC, soit le cumul des salaires, traitements ou revenus cotisables perçus au cours de l'ensemble de la carrière. Il s'agit des revenus « à l'indice 100 et en base 1984 », c'est-à-dire ramenés au nombre indice 1948=100 (p est ramené à 1) et à la base 1=1984 pour l'indice d'ajustement au bien-être b . Ces revenus annuels cumulés tout au long de la carrière sont ensuite multipliés par un « taux de majoration proportionnelle » tmp , dont le taux de base est égal à 1,85% depuis le Rendendesch.

Il s'ajoute à cette composante proportionnelle de la pension deux éléments fixes. Il s'agit d'une part de la majoration forfaitaire MF , égale à 489,98 euros à l'indice 100 et en base 1984. Il s'agit d'autre part de l'allocation de fin d'année AFA , dont le montant s'élève à 68 euros par an, du moins après conversion à l'indice 100 et en base 1984. MF et AFA sont toutes deux ajustées en fonction de la durée de la période d'assurance d . Cette dernière est cependant plafonnée à 40 ans, ce qui tend à pénaliser les personnes présentant une carrière plus longue. En revanche, les revenus contributifs collectés au-delà de la 40^{ème} année de carrière sont bel et bien pris en compte dans le calcul de la majoration proportionnelle, qui n'intègre cependant pas les années assimilées.

Le terme entre crochets est la pension annuelle exprimée à l'indice 100 et en base 1984 pour les salaires réels. La pension annuelle en euros courants est égale à ce terme, porté aux prix et au niveau de « bien-être » observés de l'année courante (multiplication par p et b).

A titre d'exemple, pour un revenu contributif cumulé REC égal à 200 000 euros à l'indice 100 et en base 1984 pour les salaires réels, la pension annuelle exprimée dans la même base est pour une carrière complète de 40 ans égale à 200 000 euros * 1,85% + 490 euros (MF) + 68 euros (AFA) = 4 258 euros, y compris l'allocation de fin d'année. La pension annuelle exprimée en euros courants de 2011 est quant à elle égale à 4 258 euros * 7,3783 (soit p à partir du 1^{er} octobre 2011) * 1,392 (soit b à partir de janvier 2011 ; b sera égal à 1,405 à partir de janvier 2012) = 43 732 euros.

Depuis le Rendendesch, le taux de majoration proportionnelle tend de surcroît à augmenter en fonction de l'âge de départ à la retraite et de la durée de la période de cotisation. Ce supplément n'est accordé que si deux conditions sont simultanément satisfaites : l'âge de départ doit au minimum atteindre 55 ans et la durée de la période de cotisation ne peut être inférieure à 38 ans. Le supplément est égal à cette dernière durée augmentée de l'âge de départ, dont on retranche 93 ans (à savoir 55+38-93), le tout étant multiplié par 0,01%. A titre d'exemple, une personne prenant sa retraite à 60 ans après une carrière de 40 ans bénéficiera d'une augmentation de 0,07% du taux de majoration proportionnelle, qui s'établira dès lors à 1,85% + 0,07% = 1,92%. Il en résultera donc une hausse de la pension de l'ordre de 4%. Il convient de souligner que le taux de majoration proportionnelle corrigé ne peut en aucun cas excéder 2,05%.

Les pensions de survie et d'invalidité sont calculées au moyen de formules similaires. Par ailleurs, la formule applicable aux régimes spéciaux (pensions dans le secteur public et les CFL notamment) est très proche de celle prévalant dans le régime général.

SIMULATION : INTRODUCTION D'UN FACTEUR DE SOUTENABILITÉ AU LUXEMBOURG ET ÉLÉMENTS DE CONCLUSION

L'une des principales différences entre les systèmes de pension du Luxembourg et de l'Allemagne est l'existence dans ce dernier pays d'un facteur de soutenabilité, qui tempère la hausse des pensions. Les simulations de moyen terme de la BCL, dont les principales hypothèses sont explicitées dans la partie Finances publiques du présent Bulletin (notamment croissance du PIB de 2,2% l'an et des salaires réels de 1,7% l'an) sont utilisées pour inférer l'incidence de l'introduction au Luxembourg d'un facteur d'ajustement similaire. Il est supposé que la formule de calcul des pensions serait inchangée, mais qu'elle comporterait l'équivalent du terme

$$\left[\left(1 - \frac{RQ_{t-1}}{RQ_{t-2}} \right) \alpha + 1 \right]$$

L'inférence de ce dernier terme sur l'horizon 2013-2060 se base sur les hypothèses suivantes :

Le dispositif est mis en œuvre à partir de 2015, sur la base des RQ de 2014 et 2013 conformément à la formule adoptée en Allemagne.

Le coefficient α est fixé alternativement à 0,25 — comme en Allemagne — et à un tiers.

La pension standard est censée évoluer sur l'horizon de simulation en fonction de l'évolution des salaires réels et de l'inflation, en conformité avec l'ajustement aux salaires réels tous les deux ans et au mécanisme d'indexation aux prix. L'incidence sur la pension moyenne d'un éventuel allongement de durée moyenne de la carrière des frontaliers n'est donc pas prise en compte.

Les simulations supposent l'application du facteur de soutenabilité aux pensions du régime général et des régimes spéciaux.

Le graphique montre que l'introduction d'un facteur de soutenabilité « à l'allemande » contribuerait puissamment à limiter la dégradation de la situation financière des systèmes de pension (régime général et régimes spéciaux). Cette seule

mesure ne suffirait cependant pas à rétablir l'équilibre du système, surtout si le coefficient α est fixé à 0,25 comme en Allemagne. Il en résulterait d'ici 2060 une réduction graduelle du taux de remplacement des pensions, à raison de 21%. Exprimée en termes réels, la pension standard augmenterait cependant de quelque 70% au total sur l'horizon de simulation (soit de 1,2% par an en moyenne), puisque les simulations reposent sur l'hypothèse d'un maintien de l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels.

Un facteur d'amortissement α d'un tiers induirait quant à lui une diminution de l'ordre de 28% du taux de remplacement des pensions à l'horizon 2060. Dans ce cas, la

pension standard réelle augmenterait de 1,0% par an en moyenne sur l'horizon 2015-2060. Cette version « renforcée » du facteur de soutenabilité allemand permettrait de réduire la charge d'endettement à long terme d'un peu moins de la moitié (endettement passant de 350% du PIB en 2060 dans la simulation de référence à 181%). L'incidence financière favorable du facteur de soutenabilité se ferait par ailleurs sentir dès son introduction. À l'inverse, le système de « pension à la carte » annoncé par les autorités le 17 mars 2011 exercerait un impact assez graduel sur les dépenses de pension.

Une telle mesure devrait cependant s'accompagner de mesures additionnelles, comme le montre l'évolution toujours explosive de l'endettement. L'Allemagne n'a d'ailleurs pas procédé autrement, comme l'indique le tableau suivant. Le Luxembourg affiche quant à lui un considérable retard de ce point de vue. Une importante réforme des régimes spéciaux

a certes été mise en œuvre en 1998, mais la situation n'a guère évolué depuis lors, bien au contraire. Pour rappel, le « Rentendesch » (loi du 28 juin 2002) s'est en effet traduit par une augmentation significative des pensions, sous l'effet notamment d'un relèvement de 1,78% à 1,85% du taux de majoration proportionnelle et d'une hausse de près de 12% des majorations forfaitaires.

Tableau 4

Principaux aspects des réformes adoptées en Allemagne

Réforme de 1992	Age légal statutaire de la retraite à nouveau fixé à 65 ans.
Réforme de 2001	Introduction de prestations de vieillesse basées sur la capitalisation, 4% du revenu brut devant être épargnés afin de bénéficier de l'aide publique maximale. Diminution de la pension publique nette via l'introduction du « facteur Riester » dans la formule de calcul des pensions (voir supra).
Réforme de 2004	Augmentation de l'âge de la retraite anticipée de 60 à 63 ans. Les années d'éducation et d'université ne donnent plus lieu à une augmentation des points de revenu. À partir de 2005, 50% des revenus de pension sont soumis à taxation. La proportion de la pension faisant l'objet d'une taxation augmentera graduellement pour atteindre 100% en 2040. Avant 2005, les pensions étaient quasiment exemptées d'impôts. Les contributions aux systèmes privés et publics de pension sont désormais déductibles du revenu imposable. Introduction du facteur de soutenabilité.
Réforme de 2007	Augmentation graduelle de l'âge légal de départ à la retraite, jusqu'à 67 ans pour les cohortes nées en 1964 ou plus tard.

RÉFÉRENCES

Bundesministerium der Justiz (editor) (2011) : « § 68a Schutzklausel. » Sozialgesetzbuch (SGB) Sechstes Buch (VI) - Gesetzliche Rentenversicherung.

Bundesregierung (editor) (2011) : « Verordnungsentwurf der Bundesregierung : Verordnung zur Bestimmung der Rentenwerte in der gesetzlichen Rentenversicherung und in der Alterssicherung der Landwirte zum 1. Juli 2011. » Verordnungsentwurf

Deutsche Rentenversicherung (editor) (2010) : « Rentenversicherung in Zeitreihen 2010, 11 Kenngrößen und Bemessungswerte. » Statistik der Deutschen Rentenversicherung

Deutsche Rentenversicherung (editor) (2010/2011) : Homepage, <http://www.deutsche-rentenversicherung.de/>

Deutsche Rentenversicherung (editor) (2011) : « Rentenversicherung in Zahlen 2011. »

Deutscher Bundestag (editor) (2009) : « Rentenversicherungsbericht 2009. » Drucksache 17/52

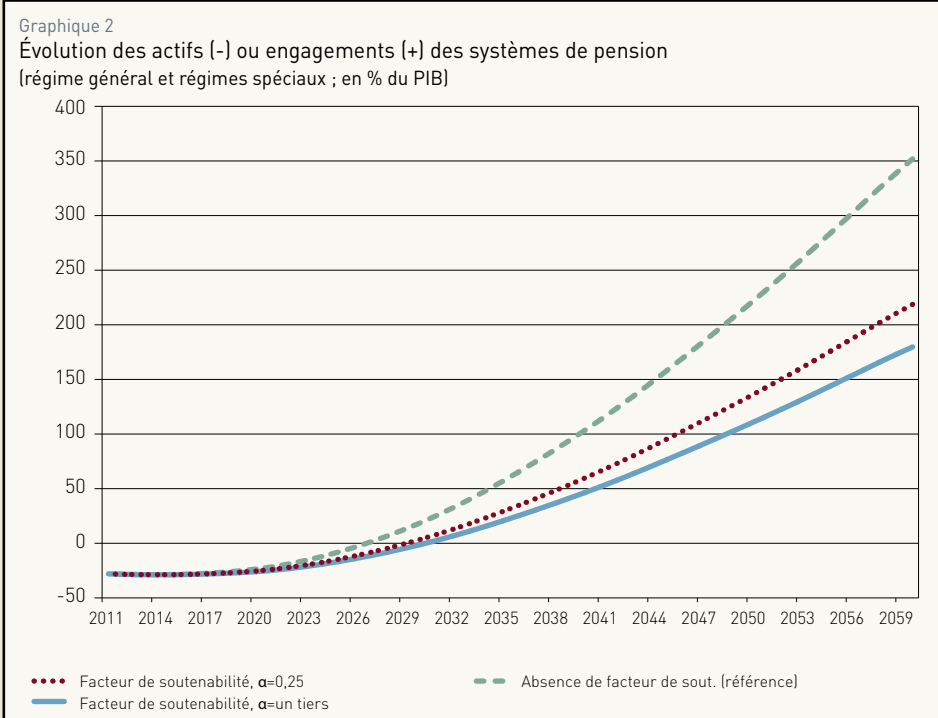
Deutscher Bundestag (editor) (2010) : « Rentenversicherungsbericht 2010. » Drucksache 17/3900

European Commission and the Economic Policy Committee (editors) (2009) : « The 2009 Ageing Report: economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060). » Working Document (European Economy No 2/2009).

IGSS : Droit de la sécurité sociale 2010.

IGSS : Rapport général sur la sécurité sociale 2009.

Winterhoff, M. (2011) : « Beamtenpension · Die Altersversorgung für Beamte. » <http://www.beamtenpension.de/>



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

2 ACTUALITÉS

6.12.2011 – Réunion inaugurale du Groupe consultatif régional pour l'Europe du Conseil de stabilité financière (ou FSB)

112

6.12.2011 – RÉUNION INAUGURALE DU GROUPE CONSULTATIF RÉGIONAL POUR L'EUROPE DU CONSEIL DE STABILITÉ FINANCIÈRE (OU FSB)

La Banque centrale du Luxembourg a accueilli le 6 décembre 2011 la réunion inaugurale du Groupe consultatif régional pour l'Europe établi par le Conseil de stabilité financière (FSB). Les groupes consultatifs régionaux établis par le FSB réunissent les autorités du secteur financier, membres du Conseil de stabilité financière et des juridictions non-membres afin de procéder à un échange de vues sur les vulnérabilités susceptibles d'affecter les systèmes financiers ainsi que sur les initiatives présentes et futures visant à promouvoir la stabilité financière.

Lors de cette réunion, les membres ont discuté du plan de travail et des thèmes prioritaires du FSB, des principales réformes ayant trait à la supervision financière et de leurs potentielles répercussions, des vulnérabilités financières, ainsi que de la stabilité financière au niveau régional. Les échanges de vues sur les réformes réglementaires et leur impact se sont concentrés sur le cadre à établir pour le traitement des banques systémiques, les règles de Bâle III en matière de fonds propres et de liquidité, les mécanismes de résolution de crise ainsi que sur le secteur d'intermédiation peu ou pas régulé (*shadow banking*). Les discussions portant sur les vulnérabilités financières et la stabilité financière régionale se sont, quant à elles, axées sur l'impact de la crise de la dette souveraine, en particulier à travers l'analyse des interactions entre la dette souveraine, la situation bilantaire des banques et les incertitudes en matière de refinancement bancaire. De plus, la mise en œuvre de cadres et d'outils macro-prudentiels appropriés a été examinée dans le cadre de cette réunion.

Il y a lieu de noter que le Groupe consultatif régional pour l'Europe est présidé par Yves Mersch, Gouverneur de la Banque centrale du Luxembourg, qui a été élu par les non-membres du FSB, ainsi que par Tom Scholar, deuxième Secrétaire Permanent du Trésor britannique, lequel a été désigné par les membres du FSB. Les autorités responsables pour le maintien de la stabilité financière, à savoir les ministères des finances, les banques centrales et les autorités de supervision, constituent les membres de ce groupe. Ces autorités sont représentées par les Gouverneurs des banques centrales ou leur adjoint direct, les Directeurs de la principale autorité de supervision et de régulation ou leur adjoint direct, ainsi que les Vice-ministres des Finances ou les Directeurs des Trésors. Des représentants de haut rang de l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Islande, Israël, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République Tchèque, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et le Groupe de superviseurs de centres financiers internationaux (GSCFI) ont participé à la réunion du 6 décembre.

www.financialstabilityboard.org



3 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	116
2	Circulaires de la BCL	117
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	118
1	Statistiques de politique monétaire	118
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	118
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	118
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	118
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	118
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	119
7	Balance des paiements du Luxembourg	119
8	Commerce extérieur	119
9	Position extérieure globale	119
10	Avoirs de réserve	119
11	Etablissements de crédit	119
12	Activité bancaire internationale	120
13	Organismes de placement collectif	120
14	Professionnels du secteur financier	120
15	Sociétés de gestion	120
16	Compagnies d'assurance et fonds de pension	120
4	Publications de la BCL	121
4.1	Bulletin de la BCL	121
4.2	Rapport Annuel de la BCL	121
4.3	Cahier d'études de la BCL	121
4.4	Brochures de la BCL	123
4.5	Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	123
4.6	Publications et présentations externes du personnel de la BCL	123
4.6.1	Publications externes du personnel de la BCL	123
4.6.2	Présentations externes	123
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	124
6	Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	125

1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

2011

2011/N°10 du 14 juillet 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°10 du 14 juillet 2011 portant modification du 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 : Statistiques.

2011/N°9 du 4 juillet 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°9 du 4 juillet 2011 relatif à la collecte des données sur les instruments et les opérations de paiement.

Domaine : Statistiques.

2011/N°8 du 29 avril 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°8 du 29 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés contractant des prêts ou émettant des titres de créance ou des produits financiers dérivés pour compte de sociétés liées.

Domaine : Balance des paiements et Position extérieure globale.

2011/N°7 du 4 avril 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°7 du 4 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès des établissements de crédit et des services financiers de l'Entreprise des Postes et Télécommunications.

Domaine : Balance des paiements et Position extérieure globale.

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).

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

1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

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

- 2.2 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.4 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT

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

4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG

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

5 INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES POUR LE LUXEMBOURG

- 5.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et ses 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
- 5.6 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - séries temporelles
- 5.7 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - présentation matricielle
- 5.8 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - séries temporelles
- 5.9 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - séries temporelles
- 5.10 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - présentation matricielle
- 5.11 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - présentation matricielle

6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEUSES

- 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 ÉTABLISSEMENTS 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
- 11.10 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contrepartie et durée initiale
- 11.11 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par devise
- 11.12 Dépôts reçus par les établissements de crédit par contrepartie
- 11.13 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 Évolution du nombre des OPC
- 13.2 Évolution 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

16 COMPAGNIES D'ASSURANCE ET FONDS DE PENSION

- 16.1 Avoirs et engagements des compagnies d'assurance et fonds de pension

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
- Bulletin BCL 2011/1, mars 2011
- Revue de stabilité financière, avril 2011
- Bulletin BCL 2011/2, septembre 2011

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

4.2 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Rapport annuel 2010, juin 2011
- Annual Report 2010, August 2011

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)

4.3 CAHIER D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études N° 68, octobre 2011
Is foreign-bank efficiency in financial centers driven by home-country characteristics ?, by Claudia CURI, Paolo GUARDA, Ana LOZANO-VIVAS and Valentin ZELENYUK
- Cahier d'études N° 67, octobre 2011
Changes in bank specialisation: comparing foreign subsidiaries and branches in Luxembourg, by Claudia CURI, Paolo GUARDA and Valentin ZELENYUK
- Cahier d'études N° 66, octobre 2011
The leverage cycle in Luxembourg's banking sector, by Gaston GIORDANA and Ingmar SCHUMACHER
- Cahier d'études N° 65, octobre 2011
Market and book-based models of probability of default for developing macroprudential policy tools, by Xisong JIN and Francisco NADAL DE SIMONE
- Cahier d'études N° 64, octobre 2011
On the job search and cyclical unemployment: crowding out vs. vacancy effects, by Daniel MARTIN and Olivier PIERRARD
- Cahier d'études N° 63, octobre 2011
An MVAR Framework to Capture Extreme Events in Macro-Prudential Stress Tests, by Paolo GUARDA, Abdelaziz ROUABAH and John THEAL
- Cahier d'études N° 62, juillet 2011
Aging and Pensions in General Equilibrium: Labor Market Imperfections Matter, by David de la Croix, Olivier Pierrard and Henri R. Sneessens

- Cahier d'études N° 61, juin 2011
The Impact of the Basel III Liquidity Regulations on the Bank Lending Channel: a Luxembourg Case Study, by Gaston Giordana and Ingmar Schumacher

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

- Cahier d'études N° 60, février 2011
Subprime Consumer Credit Demand: Evidence from a Lender's Pricing Experiment, by Sule Alan, Ruxandra Dumitrescu and Gyongyi Loranth
- Cahier d'études N° 59, février 2011
Behavioural Characteristics and Financial Distress, by Yvonne McCarthy
- Cahier d'études N° 58, février 2011
Household Sector Borrowing in the Euro Area: A Micro Data Perspective, by Ramon Gomez-Salvador, Adriana Lojschova and Thomas Westermann
- Cahier d'études N° 57, février 2011
The Immigrant/Native Wealth Gap in Germany, Italy and Luxembourg, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Eva Sierminska
- Cahier d'études N° 56, février 2011
Wealth Mobility and Dynamics Over Entire Individual Working Life Cycles, by Stefan Hochguertel and Henry Ohlsson
- Cahier d'études N° 55, février 2011
Inheritances and the Distribution of Wealth or Whatever Happened to the Great Inheritance Boom? by Edward N. Wolff and Maury Gittleman
- Cahier d'études N° 54, février 2011
Who Lost the Most? Financial Literacy, Cognitive Abilities, and the Financial Crisis, by Tabea Bucher-Koenen and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 53, février 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
- Cahier d'études N° 52, février 2011
Consumption and Initial Mortgage Conditions: Evidence from Survey Data, by Giacomo Masier and Ernesto Villanueva
- Cahier d'études N° 51, février 2011
Financial Advice and Stock Market Participation, by Dimitris Georganakos and Roman Inderst
- Cahier d'études N° 50, février 2011
Which Households Use Banks? Evidence from the Transition Economies, by Thorsten Beck and Martin Brown

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

4.4 BROCHURES DE LA BCL

- La Banque centrale du Luxembourg – 2011
- 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)

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)

4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL

D. Igan, N. Tamirisa, A. Kabundi, F. Nadal de Simone, M. Pinheiro (2011): Housing, Credit, and Real Activity Cycles: Characteristics and Comovements. *Journal of Housing Economics* 20(3): 210-231.

A. Kabundi and F. Nadal De Simone (2011): France in the global economy: a structural approximate dynamic factor model analysis. *Empirical Economics* 41(2): 311-342.

P. Lünemann and L. Wintr (2011): Price Stickiness in the US and Europe Revisited: Evidence from Internet prices. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 73(5): 593-621.

T. Mathä and O. Pierrard. (2011): Search in the Product Market and the Real Business Cycle. *Journal of Economic Dynamics and Control* 35: 1172-1191.

Ph. Du Caju, C. Fuss and L. Wintr (2012): Downward wage rigidity for different workers and firms. *Brussels Economic Review* 55(1): forthcoming.

Ph. Du Caju, C. Fuss and L. Wintr (2012): Sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition. *Journal for Labour Market Research*, forthcoming.

4.6.2 Présentations externes

Banking, Productivity and Growth, Perfilux Conference, Luxembourg, Mars 2011

EU-Inomics, Florence, avril 2011

Spring Meeting of Young Economists, Groningen, avril 2011

Workshop on "Basic Income and Income Redistribution", Université du Luxembourg, avril 2011

Working Group on Econometric Modelling, Amsterdam, mai 2011

Financial Intermediation, Competition and Risk, Rome, juin 2011

XII European Workshop on Efficiency and Productivity Analysis, Verona (IT), juin 2011

Annual conference German Economic Association (Verein für Sozialpolitik), Frankfurt, septembre 2011

Netspar (Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement) workshop on "Pensions, Savings & Retirement Decisions", Utrecht, octobre 2011

5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

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

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

COMMANDE / ORDER

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

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

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

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

