

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE</b>	<b>10</b>
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Le marché des actions	11
1.1.4	Les taux de change de l'euro	12
1.1.5	Les prix à la consommation	13
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	Les projections macro-économiques pour la zone euro	15
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	16
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	24
1.2.3	Les activités sectorielles	36
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	57
1.2.5	La croissance économique	58
1.2.6	Projections macro-économiques générales de juin 2012	61
1.2.7	Le commerce extérieur	73
1.2.8	La balance des paiements	74
1.2.9	La position extérieure globale	76
1.2.10	Les comptes financiers	80
1.2.11	Les finances publiques	85
	<u>Encadré 1:</u>	22
	Évolution de la compétitivité prix et coûts	22
	<u>Encadré 2:</u>	32
	Chocs structurels et évolution projetée de l'économie luxembourgeoise : que nous apprend le modèle d'équilibre général LOLA?	32
	<u>Encadré 3:</u>	43
	L'évolution des crédits au secteur privé	43
	<u>Encadré 4:</u>	70
	Nouvelle baisse de la croissance potentielle	70
	<u>Encadré 5:</u>	79
	Le Fond Européen de Stabilité Financière dans les statistiques luxembourgeoises	79
	<u>Encadré 6:</u>	82
	Revenu et richesse des ménages frontaliers	82
	<u>Encadré 7:</u>	93
	Réforme des pensions au Luxembourg : évaluation du projet de loi avec le modèle d'équilibre général LOLA	94
	<u>Encadré 8:</u>	99
	Mise en place de fonds de réserve au niveau des Administrations locales luxembourgeoises	99

## 1. LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

### 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

#### 1.1.1 Les décisions de politique monétaire

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés au deuxième trimestre 2012. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 1,00%, tandis que les taux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,25% et 1,75%.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, le PIB en volume de la zone euro est resté inchangé en rythme trimestriel au premier trimestre 2012, après avoir reculé de 0,3% au dernier trimestre 2011. Les indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre de l'année vont dans le sens d'un affaiblissement de la croissance du PIB en volume. Néanmoins, l'activité économique dans la zone euro devrait se redresser en 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques établies en mars 2012 par les services de la BCE, la fourchette prévue pour la croissance du PIB en volume pour 2012 est restée inchangée, tandis que celle pour 2013 s'est légèrement resserrée (diminution du point central de 0,1%).

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est inscrite à 2,4% en mai, par rapport à un taux d'inflation annuel de 2,6% en avril. Les taux d'inflation annuels devraient retomber en deçà de 2% au début de 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2012 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes de prévision se sont resserrées pour 2012 et 2013, les points centraux respectifs demeurant inchangés.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 2,5% en avril 2012, après 3,1% en mars et 2,7% en février 2012. La progression annuelle des prêts au secteur privé, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, s'est inscrite à 0,8% en avril contre 1,2% les deux mois précédents.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période 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 douzième période de constitution de réserves de 2012, le 15 janvier 2013. Cette procédure sera également maintenue pour les opérations de refinancement exceptionnelles de l'Eurosystème dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, qui continueront d'être effectuées aussi longtemps que nécessaire. 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 25 juillet, le 29 août, le 26 septembre, le 31 octobre, le 28 novembre et le 19 décembre 2012, seront également conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Les taux appliqués lors de ces opérations d'une durée de trois mois seront égaux à la moyenne de refinancement à plus long terme concernée.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

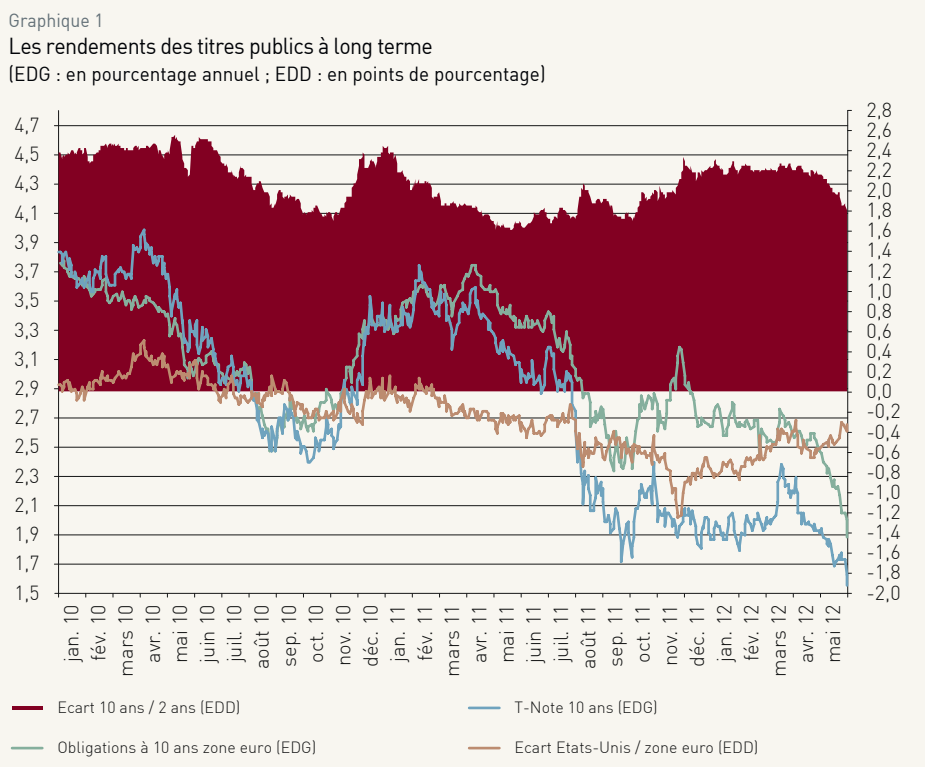
Depuis la fin du mois de février, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ont respectivement baissé de 70 et 41 points de base pour s'établir, au 31 mai 2012, à 1,89% et 1,56%. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis a significativement diminué, pour revenir aux alentours de 30 points de base en fin de période.

Du côté de la zone euro, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans s'est considérablement réduit au cours de la période étudiée en raison, notamment, de la forte détente des taux longs associée aux inquiétudes relatives aux risques de contagion de la crise de la dette souveraine. Les écarts de rendements au sein de l'union monétaire se sont quant à eux de nouveau accentués en fin de période pour atteindre des niveaux historiques. Le regain d'aversion au risque, alimenté par le résultat des élections législatives en Grèce et la situation financière du secteur bancaire espagnol, a en effet amené les opérateurs de marché à adopter un comportement de « fuite vers la qualité », qui s'est traduit par un regain de tension sur les titres de dette souveraine des pays périphériques.

### 1.1.3 Le marché des actions

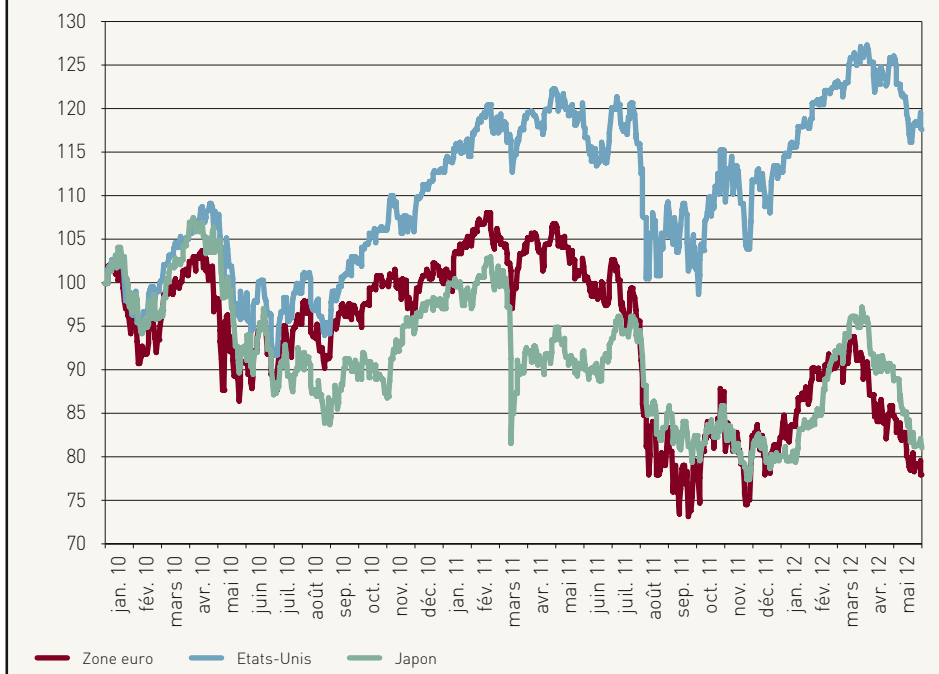
Au cours de la période étudiée, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Japon ont dans l'ensemble connu une tendance baissière. Le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont ainsi respectivement affiché des pertes de 13,8%, 4,1% et 12,1% entre le 28 février et le 31 mai 2012.

Après le rebond observé durant le premier trimestre, les marchés boursiers ont entamé une période de correction à partir de la fin du mois de mars. Les prises de bénéfices engrangées par les opérateurs ont alors été alimentées par un retour de l'aversion au risque. La révision à la baisse des perspectives de croissance mondiale et le regain de tension lié à la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont de fait largement contribué à cette évolution sur les marchés d'actions.



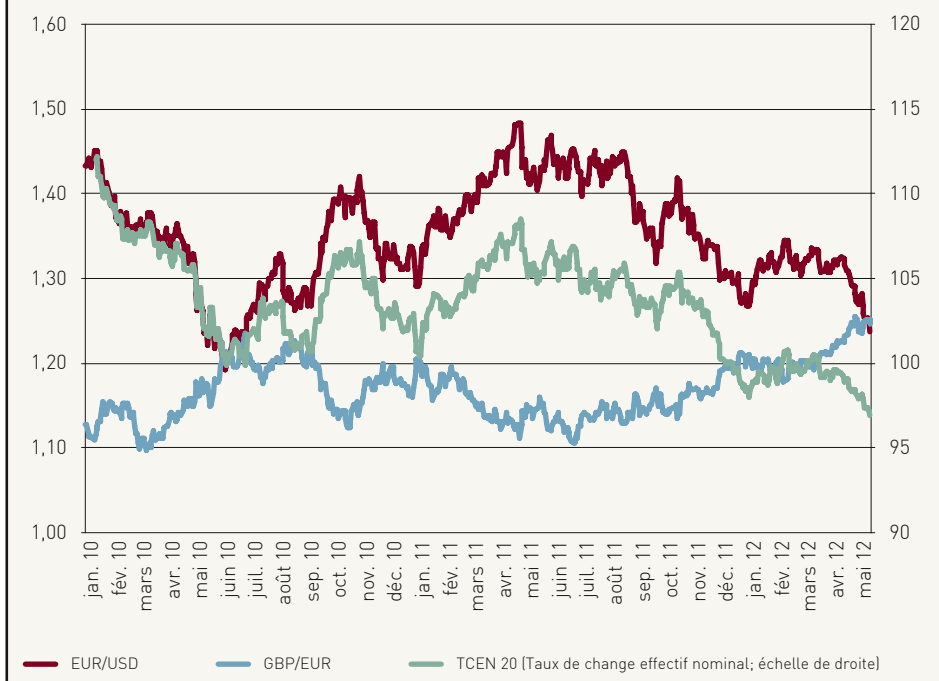
Sources : BCE, Bloomberg

Graphique 2  
Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon  
(Indice: 01/01/2010 = 100)



Source : Bloomberg

Graphique 3  
Les taux de change de l'euro



Sources : BCE, Bloomberg

#### 1.1.4 Les taux de change de l'euro

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a perdu près de 3,6% entre le 28 février et le 31 mai 2012. Au cours de cette période, la monnaie unique s'est notamment dépréciée vis-à-vis du dollar américain, de la livre sterling, du yuan et du yen, mais s'est en revanche appréciée par rapport au forint hongrois, au zloty polonais, à la couronne tchèque, au leu roumain et à la couronne suédoise.

Au cours de la période étudiée, la monnaie unique s'est dépréciée de 7,2% par rapport au dollar U.S., reflétant ainsi les inquiétudes des opérateurs concernant la situation économique et financière de certains pays de la zone euro. Au 31 mai 2012, l'euro s'échangeait contre 1,24 USD, à un niveau inférieur de plus de 11% à sa moyenne de 2011.

Depuis la fin du mois de février, l'euro s'est également déprécié de respectivement 10,4% et 4,1% par rapport au yen et à la livre sterling. La monnaie britannique a ainsi poursuivi le mouvement d'appréciation qui avait été entamé à l'été 2011, pour finalement s'échanger aux alentours de 1,25 GBP/euro.

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 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 baisse du zloty polonais de près de 6,3%.

### 1.1.5 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 accélérée fortement et à des niveaux très élevés en 2011. Elle est passée de 1,6% en 2010 à 2,7% en 2011, ce qui constitue le taux moyen le plus élevé depuis 1999, l'année 2008 mise à part. L'inflation pourrait toutefois avoir dépassé son pic. Le taux annuel s'est en effet replié de 3,0% en novembre 2011 à 2,6% en avril 2012 et selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, un recul à 2,4% serait survenu au mois de mai.

Tableau 1 :

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

	2010	2011	2011 T2	2011 T3	2011 T4	2012 T1
IPCH global	1,6	2,7	2,8	2,7	2,9	2,7
Produits alimentaires non transformés	1,3	1,8	1,9	1,3	1,8	2,0
Produits alimentaires transformés	0,9	3,3	3,0	3,7	4,2	4,0
Produits manufacturés hors énergie	0,5	0,8	1,0	0,4	1,2	1,1
Energie	7,4	11,9	11,5	12,0	11,5	9,1
Services	1,4	1,8	1,9	2,0	1,9	1,8
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,0	1,7	1,8	1,7	2,0	1,9

Source : Eurostat

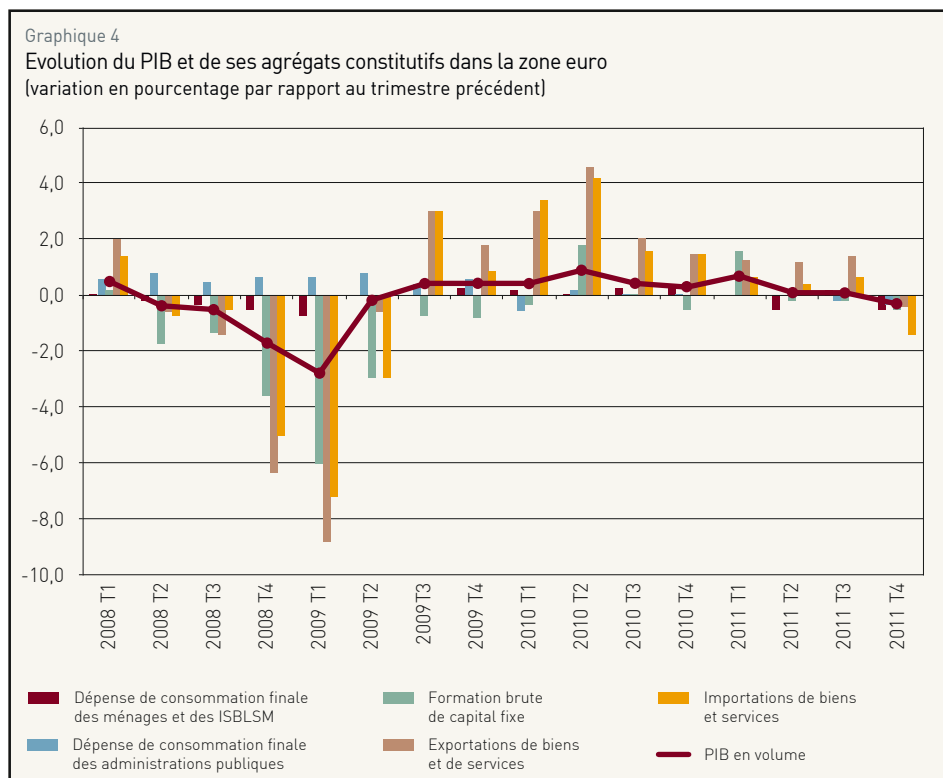
L'inflation globale élevée résulte d'abord d'une forte inflation des prix de l'énergie. Dans le sillage d'une hausse de 40% du prix du pétrole en dollar, ceux-ci ont en moyenne progressé de 12% en 2011, soit la progression la plus sensible depuis 2000. Leur dynamique intra-annuelle s'est toutefois avérée relativement stable, puisque les taux annuels à fréquence trimestrielle ne se sont guère éloignés du taux annuel moyen. L'accélération de l'inflation globale jusqu'à la fin 2011 résulte par conséquent de la dynamique des prix des autres biens et services. Le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est passé de 1,3% au premier trimestre 2011 à 2,0% en fin d'année pour se replier à 1,9% au premier trimestre 2012. Ce mouvement est imputable à plusieurs facteurs. Le renchérissement des prix de l'énergie a eu des répercussions directes et indirectes sur les prix des autres biens et services. Compte tenu de la persistance des prix de l'énergie à des niveaux élevés, ces répercussions se sont amplifiées au cours des derniers mois. L'amélioration conjoncturelle en début d'année 2011 a également favorisé des hausses de prix, alors que le retournement cyclique en fin d'année influera vraisemblablement davantage - mais en sens inverse - sur la dynamique des prix en 2012. La persistance des prix des matières premières agricoles à des niveaux très élevés depuis leur forte ascension au cours de l'année 2010 a provoqué une hausse sensible des prix des biens alimentaires. Finalement, l'inflation s'est accélérée sous l'effet d'un relèvement de la taxation indirecte dans plusieurs pays de la zone euro.

Selon les récentes projections des experts de l'Eurosystème, la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro se stabiliserait d'abord à des niveaux élevés, pour se replier davantage à moyen terme. L'inflation moyenne s'établirait entre 2,3% et 2,5% en 2012 et elle s'inscrirait dans une fourchette allant de 1,0% à 2,2% en 2013. Comparé à l'exercice de projection de mars 2012, ces projections n'ont guère changé.

### 1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail

Selon la plus récente publication des comptes nationaux trimestriels, il apparaît qu'au premier trimestre de 2012, le PIB de la zone euro est resté stable par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, la progression de l'activité économique est également nulle, alors qu'elle était encore de 0,7% lors du quatrième trimestre de 2011.

La croissance nulle observée au premier trimestre cache une divergence importante au sein de la zone. En effet, les pays les plus touchés par les problèmes liés à la dette souveraine tels que l'Espagne et l'Italie ont enregistré une contraction sensible de leur activité (-0,3% et -0,8% respectivement), tandis que d'autres affichent une performance nettement meilleure, à l'instar de l'Allemagne dont l'activité a augmenté de 0,5% en rythme trimestriel. En rythme annuel, l'ensemble des pays de la zone euro ont à nouveau connu un tassement de la croissance économique, Chypre, l'Espagne, la Grèce, l'Italie, les Pays-Bas, Malte, la Slovaquie et le Portugal connaissant même une contraction de leur activité. A la date du 8 juin 2012, les données n'étaient pas encore disponibles en Irlande et au Luxembourg.



Les comptes nationaux détaillés pour le premier trimestre 2012 n'étaient pas encore disponibles au moment de clôturer la rédaction de ce bulletin. Au cours du quatrième trimestre de 2011, la décomposition de l'activité économique suivant l'optique des dépenses (Graphique 4) fait apparaître que l'ensemble des postes se sont contractés par rapport au trimestre précédent, en particulier la formation brute de capital fixe et la consommation des ménages qui affichent une contraction de 0,5%.

Au cours de ce quatrième trimestre, la croissance de l'activité économique a faibli dans la grande majorité des secteurs, en particulier dans l'industrie, où la croissance trimestrielle s'est affaiblie à -1,7%.

Sources : Eurostat, calculs BCL

Par ailleurs, notons que le marché du travail s'est globalement détérioré sur l'ensemble du second semestre de 2011, puisque l'emploi total a reculé de 0,2% en glissement trimestriel lors des troisième et quatrième trimestres.

Enfin, le chômage a poursuivi au cours des derniers mois sa tendance ascendante entamée depuis l'été 2011, atteignant un record historique de 11% en avril 2012.

### 1.1.7 Les projections macro-économiques pour la zone euro

Les récentes projections de l'Eurosystème tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre -0,5% et +0,3% en 2012 et entre 0,0% et 2,0% en 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2011 établies par l'Eurosystème, les fourchettes ont été revues à la baisse à raison de 0,4 et 0,3 point de PIB pour 2012 et 2013, respectivement (points centraux). En revanche, par rapport aux projections des services de la BCE de mars 2012, la fourchette relative à 2012 est restée inchangée tandis que celle qui se rapporte à 2013 n'est que faiblement plus étroite (diminution du point central à raison de 0,1% dans ce dernier cas).

Tableau 2

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

	2011	2012	2013
IPCH	2,7	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
PIB réel	1,5	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
Consommation privée	0,2	-0,7 – -0,1	-0,4 – 1,4
Consommation publique	-0,3	-0,7 – 0,3	-0,7 – 0,7
Investissement	1,6	-3,2 – -1,0	-0,8 – 3,8
Exportations	6,3	1,2 – 5,0	1,1 – 8,9
Importations	4,1	-0,7 – 2,9	0,9 – 7,9

Sur une base trimestrielle, la croissance du PIB réel de la zone euro a été nulle au premier trimestre 2012. Les indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre de l'année vont dans le sens d'un affaiblissement de la croissance et font état d'un contexte empreint d'incertitude. Au-delà du court terme, nous continuons de tabler sur un redressement progressif de l'économie de la zone euro. Toutefois, les tensions qui persistent sur certains marchés de la dette souveraine de la zone euro et leur incidence sur les conditions du crédit, le processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier et le niveau élevé du chômage devraient continuer de freiner la dynamique de fond de la croissance.

Les perspectives économiques pour la zone euro sont soumises à des risques à la baisse accrus, liés en particulier à une intensification des tensions sur plusieurs marchés financiers de la zone euro et à leurs répercussions potentielles sur l'activité économique réelle de la zone. Des risques à la baisse ont également trait à la possibilité d'un nouveau renchérissement des matières premières à moyen terme.

Pour ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,4 % en mai 2012, selon l'estimation rapide d'Eurostat, après 2,6 % le mois précédent. L'inflation devrait rester supérieure à 2 % sur le reste de l'année, principalement en raison des évolutions des prix de l'énergie et de la fiscalité indirecte. Toutefois, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur les matières premières, les taux d'inflation annuels devraient revenir en deçà de 2 % début 2013. À plus long terme, dans un contexte de croissance modeste dans la zone euro et d'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester modérées.

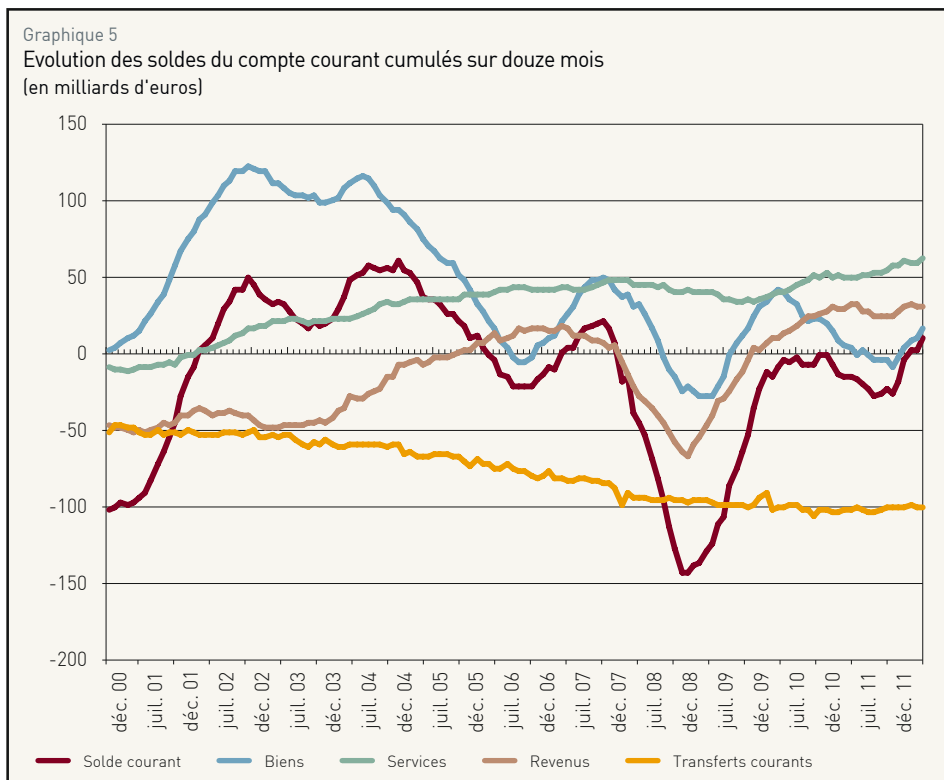
Les projections macroéconomiques de juin 2012 établies par l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,3 % et 2,5 % pour 2012 et entre 1,0 % et 2,2 % pour 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2011 de l'Eurosystème, les fourchettes de projection se sont resserrées pour 2012 et 2013, les points centraux étant révisés à la hausse. Par rapport aux projections des services de la BCE de mars 2012, les fourchettes sont également devenues plus étroites, les points centraux demeurant cependant identiques.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme sont globalement équilibrés. Les risques à la hausse ont trait à de nouvelles augmentations de la fiscalité indirecte, en raison de la nécessité de l'assainissement budgétaire et d'un renchérissement des matières premières plus important que prévu à moyen terme. Les principaux risques à la baisse sont liés à l'incidence d'une croissance plus faible qu'escompté dans la zone euro.

### 1.1.8 La balance des paiements de la zone euro

Au premier trimestre 2012, le solde courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis le second semestre 2011. Le déficit courant atteint ainsi 8 milliards d'euros (0,1% du PIB) au premier trimestre 2012, contre 21 milliards au même trimestre de 2011. Cette importante contraction du déficit courant est le résultat d'une amélioration du surplus des biens et services. La balance des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, s'est retournée dès le second semestre de 2011 en redevenant excédentaire. Le surplus de biens atteint ainsi 2 milliards d'euros au premier trimestre 2012, comparé à un déficit de 10 milliards au même trimestre de 2011. Cette embellie est toutefois survenue sur fond d'un ralentissement progressif des échanges de biens dans un contexte d'assombrissement de la conjoncture économique au niveau mondial.

Dans le compte des transactions financières, face à l'incertitude accrue engendrée par la crise de la dette souveraine dans la zone euro, le comportement des investisseurs s'est caractérisé, au second semestre 2011, par d'importants mouvements de rapatriement de capitaux. Les titres de dette émis par les résidents de la zone euro ont ainsi subi des ventes nettes à concurrence de 91 milliards (dont 60 milliards de titres de dette à court terme et 31 milliards d'obligations). Le premier trimestre 2012 s'est en revanche caractérisé par un retour des investisseurs non-résidents qui ont placé 24 milliards d'euros dans les titres de dette de la zone euro, un montant qui reste toutefois historiquement très bas. Le comportement des résidents de la zone euro s'est de son côté caractérisé à la fois par un rapatriement



Source : BCE



des fonds et par une réallocation du portefeuille des titres étrangers de dette. Les résidents ont vendu les titres à long terme à concurrence de 39 milliards, tout en acquérant les titres à court terme pour 19 milliards sur l'ensemble du second semestre 2011. Au premier trimestre 2012, la remontée des marchés financiers a suscité un regain de confiance des investisseurs résidents qui ont accru leurs placements à la fois dans les titres de dette à long terme (pour 70 milliards) et à court terme (33 milliards).

S'agissant des transactions sur titres de participation, les non-résidents ont réalisé des placements nets de 33 milliards au premier trimestre 2012, après 42 milliards au dernier trimestre de 2011. Les ventes nettes d'actions émises par la zone euro ne se sont produites qu'au troisième trimestre de 2011 (à concurrence de 22 milliards). Par contre, sur les deux derniers trimestres 2011, les résidents de la zone euro se sont détournés des titres étrangers qu'ils ont vendus à concurrence de 90 milliards, avant de réaliser des achats nets de 33 milliards au premier trimestre 2012 dans un contexte de reprise des marchés boursiers.

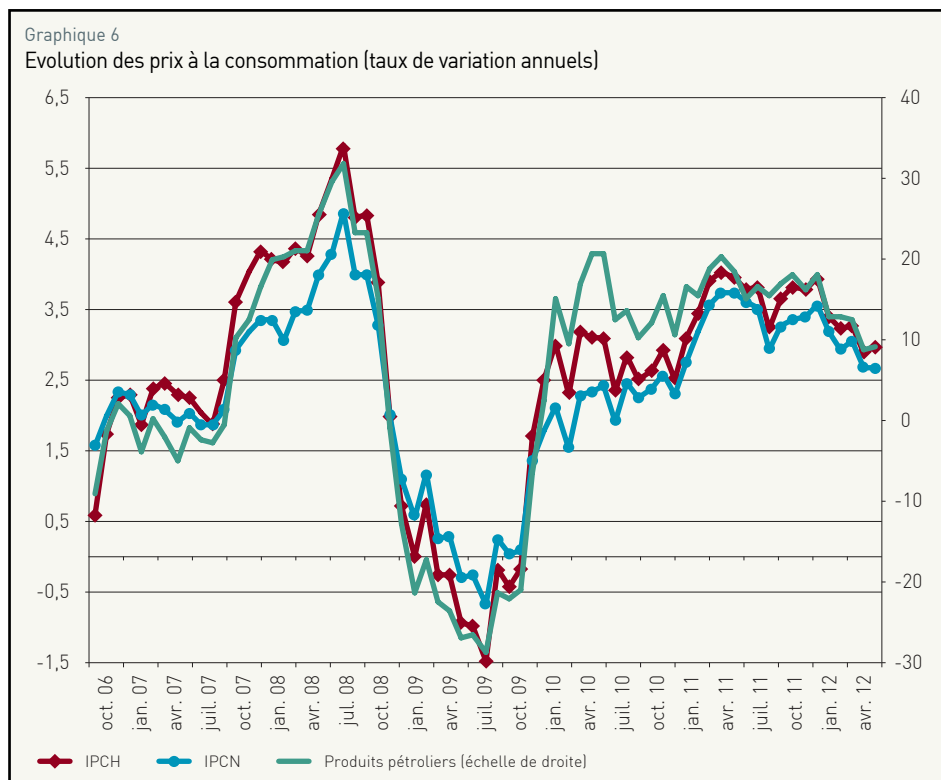
Compte tenu des mouvements de rapatriement des capitaux et de réallocation de portefeuille, au total les flux d'investissement de portefeuille se sont soldés par une sortie nette de capitaux de 60 milliards d'euros au premier trimestre 2012. Dans les autres composantes du compte financier, les flux d'investissements directs se sont également soldés par des sorties nettes atteignant 28 milliards au premier trimestre 2012. Les sorties ci-dessus ont été compensées par des entrées nettes dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques) qui ont atteint 84 milliards d'euros au premier trimestre 2012. Ces entrées sont liées essentiellement à une hausse des engagements des institutions financières monétaires (hors Eurosysteme).

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 Les prix et les coûts

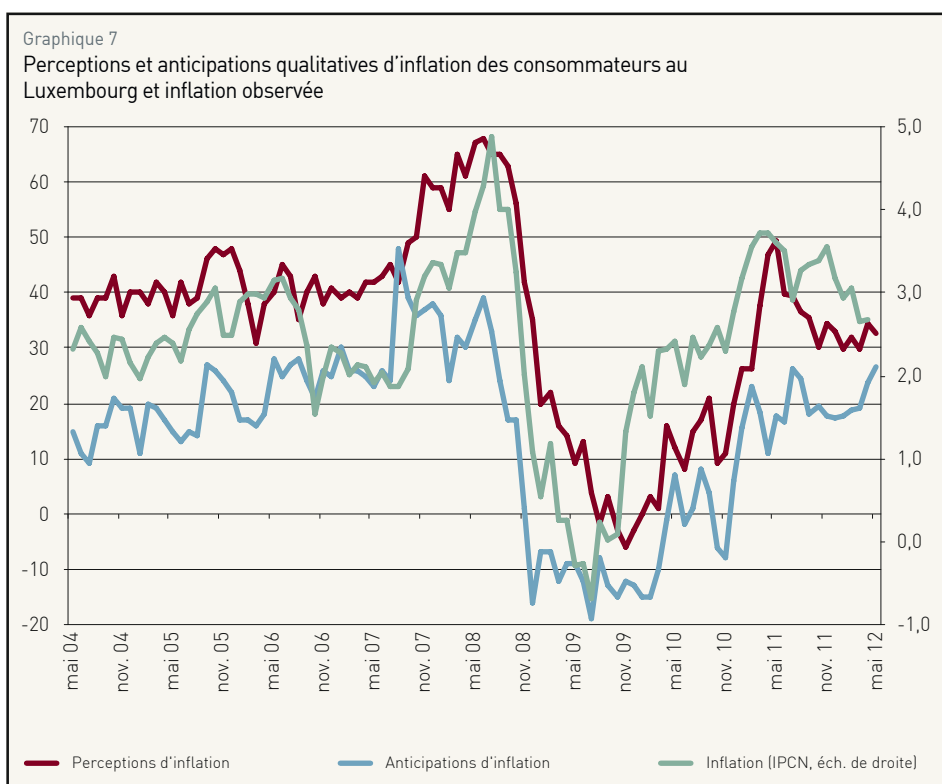
#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

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 atteindre 3,4% en 2011, égalant de la sorte le niveau record de 2008. L'accélération de la progression de l'IPCH a été encore plus marquée, puisque le taux annuel moyen correspondant est passé de 0,0% en 2009 à 2,8% en 2010 pour se hisser autour de 3,8% 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. Les données les plus récentes suggèrent toutefois qu'un revirement de la situation est en cours. Les taux de variation annuels de l'IPCN et de l'IPCH se sont établis à respectivement 2,7% et 3,0% en avril 2012. Si ces taux demeurent élevés, ils s'inscrivent tout de même en net recul par rapport à leurs sommets observés au cours de l'année 2011.

L'évolution 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 maintenus à ces niveaux élevés au cours de l'année 2011 (voir graphique) pour se replier au début de l'année 2012. 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% en 2011. Au début de l'année 2012 toutefois, leur dynamique s'est quelque peu estompée, sous l'impact d'une hausse plus modérée des prix des services et des prix administrés en particulier.



Sources : BCL et STATEC

sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au premier trimestre 2012 ont atteint respectivement 5,3 p.p. par rapport à la zone euro et 9,0 p.p. par rapport aux pays limitrophes.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>2</sup>, 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 auraient même légèrement augmenté au cours des derniers mois selon ces mêmes enquêtes.

1 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.

2 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.

### 1.2.1.2 Les prix à la production

Les prix à la production industrielle se sont en moyenne inscrits en nette progression en 2011. L'évolution des prix a néanmoins nettement ralenti sur la seconde moitié de l'année 2011, en ligne avec le ralentissement de la demande mondiale de produits industriels. Les hausses des prix à la production des biens intermédiaires et dans une bien moindre mesure, des biens d'équipement ont en moyenne été assez élevées en 2011.

Les données disponibles pour les trois premiers mois de l'année 2012 indiquent une hausse modérée des prix, sauf pour les biens énergétiques. Au niveau infra-sectoriel, il apparaît cependant que des disparités perdurent. Ainsi, la hausse des prix la plus élevée observée au premier trimestre 2012 concerne les prix à la production du segment électricité, gaz et eau (+4,4% au premier trimestre 2012). On notera aussi que dans le secteur sidérurgie et autres produits de première transformation de l'acier, les prix ont progressé de 3,8% et ce dans un contexte de forte baisse de la production. Les prix à la production des machines et équipements ont pour leur part sensiblement baissé au premier trimestre 2012.

Les plus récentes enquêtes de conjoncture dans l'industrie, quoiqu'extrêmement volatiles, suggèrent désormais que la tendance générale de l'évolution annuelle des prix des biens industriels devrait être à la baisse au cours des prochains mois.

Tableau 3

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

	2010	2011	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1
Ensemble des produits industriels	3,7	8,6	-0,6	5,0	2,2	0,4	1,3	1,0
Biens intermédiaires	7,1	12,3	-1,0	5,9	3,6	-0,8	2,4	0,9
Biens d'équipement	2,2	5,3	1,5	4,9	-3,5	1,1	-0,4	-2,8
Biens de consommation	0,1	2,7	0,3	1,1	0,9	0,5	0,8	0,0
Biens énergétiques	-3,7	4,2	-0,9	5,1	1,6	4,0	-1,2	4,4

Source : Statec

### 1.2.1.3 Les coûts salariaux

Selon la plus récente estimation de la comptabilité nationale, la croissance annuelle du coût salarial moyen s'est établie à 1,5% au quatrième trimestre 2011 (après 1,0% le trimestre précédent et 3,8% au cours de la même période de l'année précédente).

L'analyse sectorielle révèle qu'en comparaison avec le dernier trimestre 2010, la progression annuelle du coût salarial moyen a connu une décélération dans l'ensemble des branches économiques, à l'exception du secteur de la construction<sup>3</sup>. En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a progressé de 1,3% au quatrième trimestre 2011. Il convient de noter que l'évolution infra-annuelle (relativement volatile) du coût salarial moyen est fortement influencée par divers facteurs à caractère irrégulier, tels que le déclenchement d'une tranche indiciaire, l'ajustement du salaire social minimum ou l'évolution de la durée de travail. Par ailleurs, au-delà des salaires de base, le coût salarial nominal inclut également les primes et gratifications (y compris les primes de licenciement).

<sup>3</sup> A cet égard, il convient de rappeler que l'activité (et corollairement le coût salarial moyen) avait été négativement influencée par les conditions météorologiques particulièrement mauvaises enregistrées à la fin de l'année 2010.

Tableau 4

**Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique**  
(données ajustées pour les variations saisonnières)

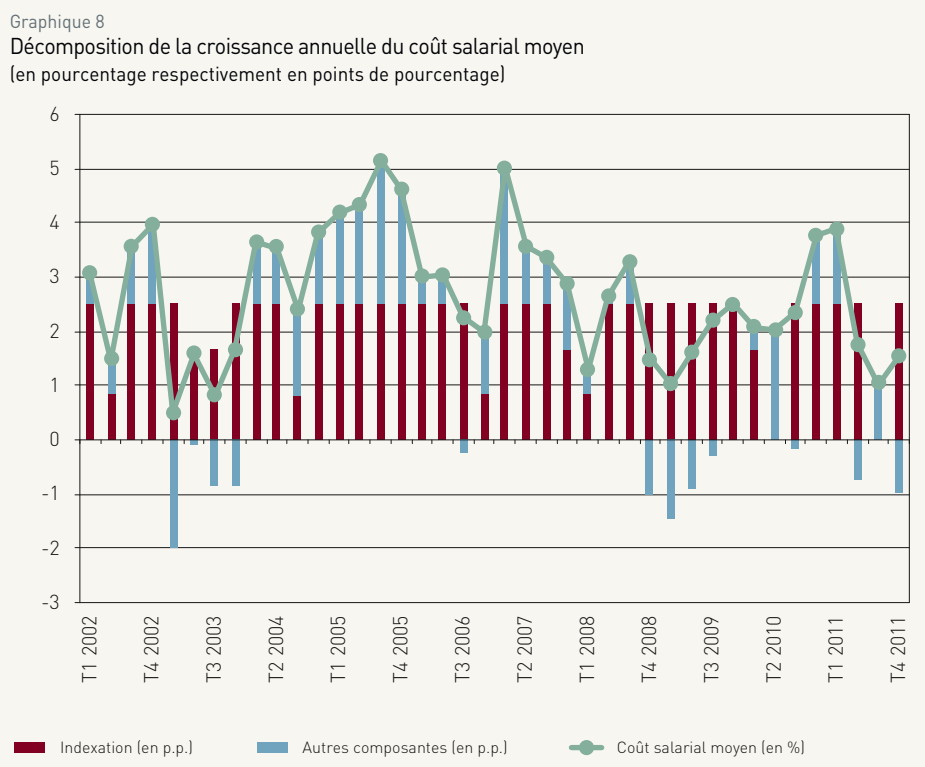
	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011
Industrie, y compris énergie	1,0	3,1	-6,6	5,5	1,1	3,0	6,7	-0,3	2,6	2,7
Construction	-3,0	6,8	-4,4	-0,2	1,0	-1,3	8,7	0,7	-1,2	2,9
Commerce; réparations automobiles et d'articles domestiques; hôtels et restaurants, transports et communications	0,0	0,7	-0,0	0,3	0,7	3,1	3,8	3,8	1,0	1,6
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	1,6	-0,9	-0,1	1,1	1,1	3,2	2,5	0,5	1,7	1,2
Autres activités de services	-0,1	0,4	-0,3	-0,1	1,3	6,9	3,5	2,6	-0,2	1,2
Coût salarial moyen - économie totale	0,8	0,3	-0,8	0,7	1,3	3,8	3,9	1,8	1,0	1,5

Sources: Statec, calculs BCL

Plus en détail, dans le secteur industriel, la progression trimestrielle du coût salarial moyen de 3,1% au cours du premier trimestre 2011 est essentiellement imputable à l'avancement du paiement des primes et gratifications du deuxième au premier trimestre dans ce secteur. Ce facteur exceptionnel exerce mécaniquement un impact sur la dynamique salariale au cours des trimestres suivants. Par ailleurs, l'impact négatif induit par la diminution du temps de travail au quatrième trimestre 2011 a été compensé par la hausse des primes et gratifications. Dans le secteur de la construction, le coût salarial moyen a fortement augmenté au premier trimestre 2011, sous l'effet cumulé d'un redressement de la durée de travail et d'un effet de base positif. En ce qui concerne le deuxième et troisième trimestre 2011, la faible dynamique salariale dans le secteur de la construction est essentiellement imputable à une baisse du nombre d'heures travaillées et des primes versées. Au dernier trimestre 2011, ces deux éléments ont exercé un effet inverse sur l'évolution du coût salarial moyen dans la construction. Il convient par ailleurs de souligner que l'ajustement du salaire social minimum en janvier 2011 et le paiement d'une tranche indiciaire en octobre 2011 ont exercé un important effet haussier sur les salaires nominaux au premier et au quatrième trimestre de l'année sous revue et ceci indépendamment du secteur considéré.

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives mensuelles de l'IGSS confirme la tendance générale dégagée par la comptabilité nationale, à savoir une décélération de la progression annuelle de la rémunération par tête au deuxième et au troisième trimestre 2011, suivie d'une accélération en fin d'année. Cependant, l'indicateur de court terme témoigne d'une évolution relativement plus forte du coût salarial moyen que celle retracée par la comptabilité nationale.

Par ailleurs, la décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen révèle que, selon la plus récente version de la comptabilité nationale, la progression annuelle de la rémunération par tête au quatrième trimestre 2011 serait entièrement imputable à la contribution de la composante « indexation » (2,5 p.p.). Les « autres composantes » (incluant les éléments « réels ») auraient contribué négativement (à hauteur de -1,0 p.p.) à la croissance du coût salarial moyen. Sur base des fichiers mensuels de l'IGSS, le léger redressement de la durée moyenne de travail (via les heures supplémentaires, notamment dans le secteur financier), la progression positive des primes et gratifications fin 2011 et la progression modérée mais positive des salaires de base suggéreraient plutôt une légère contribution positive des salaires réels à la progression du coût salarial.



Sources : Statec, calculs BCL

Cette divergence entre les données issues de la comptabilité nationale et celles calculées à partir des fichiers de l'IGSS se retrouve mécaniquement dans les données annuelles. De fait, alors que selon la plus récente version de la comptabilité nationale le coût salarial moyen aurait progressé de 2,0% en 2011, l'indicateur de court terme fait état d'une accélération de la croissance annuelle du coût salarial moyen à 2,8% en 2011 (contre 2,6% l'année précédente)<sup>4</sup>. Dans ce contexte, il convient de rappeler que la contribution de l'indexation automatique des salaires à la croissance du coût salarial moyen s'élève à elle seule à 1,9 p.p. en 2011. En conclusion, bien que les données ne soient pas parfaitement comparables entre elles en raison de divers retraitements dont font l'objet les comptes nationaux, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des données issues de la comptabilité nationale, susceptibles de faire l'objet de révisions ultérieures.

<sup>4</sup> A cet égard, il convient de souligner que la première estimation des comptes nationaux annuels de 2010 (publiée en avril 2011) avait fortement sous-estimé la progression du coût salarial moyen au cours de cette année (soit une progression annuelle de 1,6% lors de cette première estimation). Ces données ont été révisées à la hausse lors de la publication de juillet 2011.

Encadré 1 :

## ÉVOLUTION DE LA COMPÉTITIVITÉ PRIX ET COÛTS

Le terme « compétitivité » recouvre une multitude de dimensions et peut faire l'objet de différentes interprétations en fonction du contexte spécifique dans lequel il est utilisé. Néanmoins, la plupart des économistes s'accordent à dire que la compétitivité d'une économie repose sur sa faculté d'assurer de manière durable l'élévation du niveau de bien-être de sa population en favorisant une progression continue de l'activité économique et de l'emploi. Bien que cette capacité dépende de nombreux facteurs (tels que la qualité des infrastructures, l'efficacité de l'administration, le niveau des investissements en recherche et développement, le niveau de compétence de la force de travail, l'esprit d'entreprise animant la population,...), dans cet encadré nous nous concentrons exclusivement sur l'analyse d'un aspect particulier de la compétitivité, à savoir la compétitivité-prix (ou coûts). Cette facette de la compétitivité a l'intérêt d'être assez directement observable et comparable au niveau international, étant donné les nombreuses statistiques dont nous disposons à fréquence élevée. On considère généralement que sur un horizon de court à moyen terme il s'agit d'un des facteurs les plus déterminants pour les performances à l'exportation d'une économie, ce qui est particulièrement primordial pour une petite économie si largement ouverte que celle du Luxembourg.

Les indicateurs de compétitivité calculés par la BCL sont des mesures du taux de change effectif déflaté par différents indicateurs de prix ou de coûts. Ainsi, ces indicateurs comparent les prix/coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts dans les principaux pays partenaires du Luxembourg<sup>5</sup>, toujours exprimés dans une devise commune. La pondération attachée à chaque pays partenaire est une fonction de son importance dans les échanges commerciaux du Luxembourg. Cette pondération fait périodiquement l'objet d'une révision pour tenir compte de l'évolution dans le temps de l'orientation géographique des flux du commerce international<sup>6</sup>.

Le graphique 1 ci-dessous présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg prolongés jusqu'en 2014 à l'aide des récentes projections de la BCL et de l'Eurosystème<sup>7</sup>. Pour chacun d'entre eux, une augmentation de la courbe signifie que les prix (ou les coûts) augmentent plus rapidement au Luxembourg que chez ses partenaires, impliquant une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise.

Dans le courant de l'année 2011, les indicateurs de compétitivité prix/coûts ont connu une évolution très contrastée. Ainsi, après s'être globalement dégradés au cours du premier semestre, les différents indicateurs ont connu une légère amélioration sur l'ensemble du second semestre de l'année, en raison de la dépréciation marquée de l'euro sur les marchés des changes. Selon les résultats du récent exercice de projection de l'Eurosystème, l'amélioration de la compétitivité ne serait que passagère et les indicateurs de compétitivité devraient globalement renouer avec leur détérioration tendancielle sur l'horizon de projection 2012-2014, à l'exception de l'indicateur déflaté par l'indice des prix à la consommation, qui devrait globalement se stabiliser à partir du second semestre de l'année 2012.

Plus précisément, si l'on considère l'année 2011 dans son ensemble, l'indicateur basé sur les prix à la consommation est globalement demeuré très stable, puisqu'il n'a finalement augmenté que de 0,2% par rapport à son niveau de 2010. La dernière observation disponible (pour le 1<sup>er</sup> trimestre de 2012) s'inscrit dans la continuité de ce qui a été observé sur l'ensemble du second semestre de 2011, avec une nouvelle baisse sensible de l'indicateur (amélioration de la compétitivité) de l'ordre de 1,7% en rythme annuel. Selon nos projections, après un léger rebond au deuxième trimestre de 2012, l'indicateur devrait globalement se stabiliser sur le reste de la période de projection. Ce scénario implique que l'indicateur reculerait en moyenne annuelle de 1,7% en 2012 (amélioration de la compétitivité) et ne progresserait que très marginalement au cours des deux années suivantes (très légère détérioration de la compétitivité).

5 Pour réaliser cet exercice, 57 pays partenaires sont considérés.

6 La dernière révision des poids a été réalisée sur base des données de commerce international pour les années 2007 à 2009.

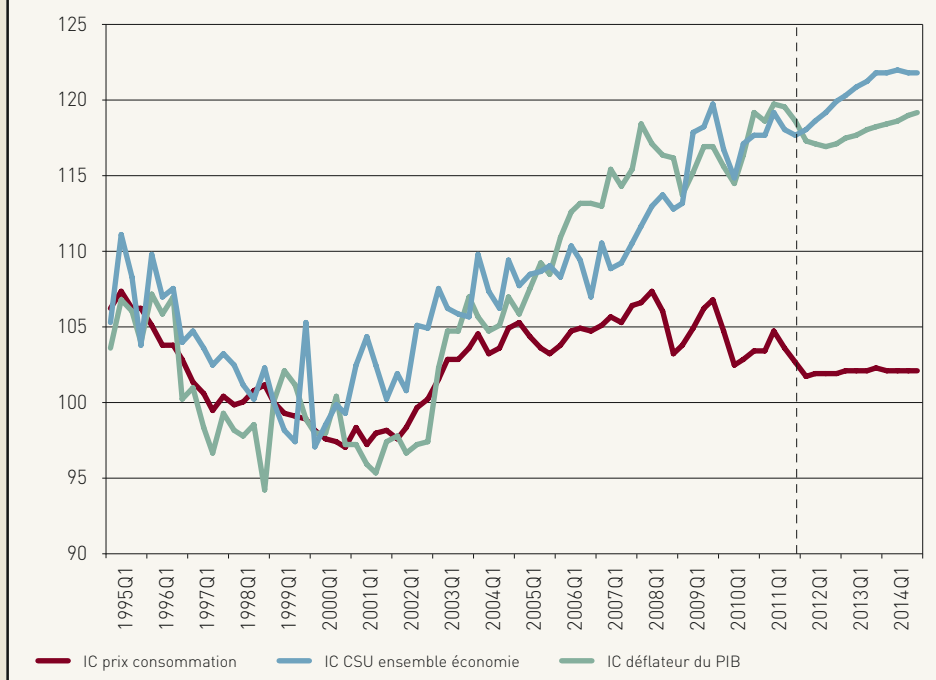
7 Les années 2012-2014 se basent sur les projections des déflateurs pour les dix-sept pays membres de la zone euro et des hypothèses techniques pour le Royaume-Uni, la Suisse, les Etats-Unis et le Japon.

L'indicateur basé sur le déflateur du PIB enregistre globalement une détérioration sensible en 2011, augmentant en moyenne de 2,3% par rapport à 2010. Selon nos projections, l'amélioration de l'indicateur entamée en seconde partie d'année 2011 devrait se poursuivre durant une bonne partie de l'année 2012. A partir de la fin de l'année 2012 cependant, l'indicateur devrait retrouver une évolution tendancielle à la hausse, la compétitivité se détériorant ainsi graduellement jusqu'à la fin de la période de projection. En moyenne annuelle, l'indicateur reculerait de 1,7% (gains de compétitivité) en 2012 avant d'augmenter (perte de compétitivité) ensuite à un rythme autour de 0,7% l'an en 2013 et 2014.

L'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie a affiché une augmentation de 1,4% en moyenne annuelle en 2011. Selon nos projections, la hausse de cet indicateur devrait se poursuivre à l'avenir, avec une croissance annuelle prévue de 0,6% en 2012, 1,8% en 2013 et 0,7% en 2014, équivalant à une perte de compétitivité.

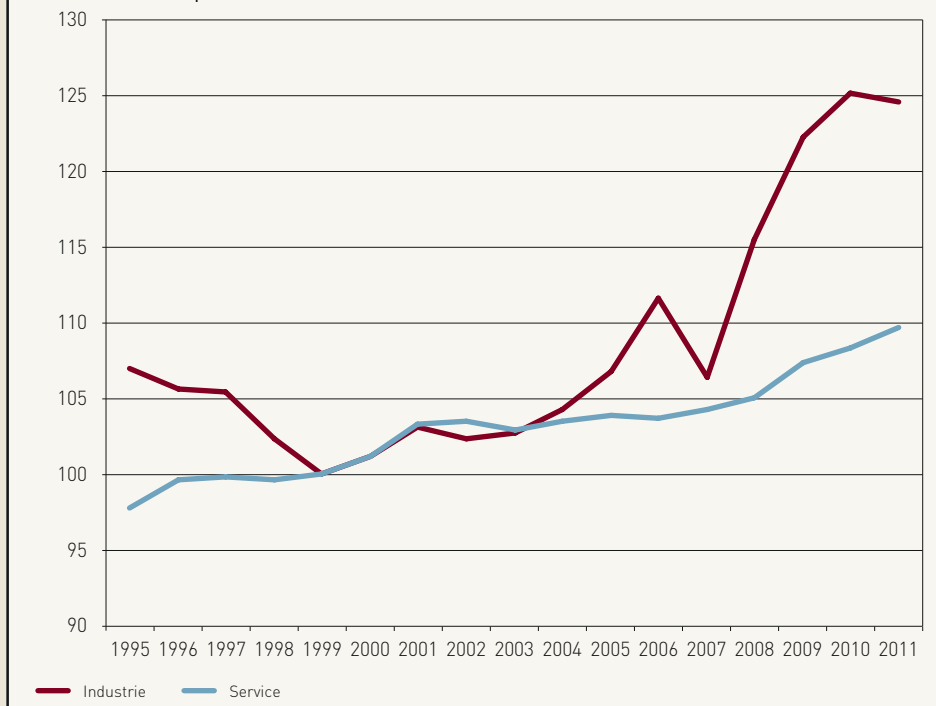
Notons que le comportement des indices de prix et de coûts agrégés au niveau de l'ensemble de l'économie ne reflète probablement pas tout à fait fidèlement l'évolution réelle de la compétitivité des entreprises luxembourgeoises sur les marchés

Graphique 1  
Indicateurs de compétitivité basés sur les prix à la consommation, le déflateur du PIB et les coûts salariaux unitaires (CSU) dans l'ensemble de l'économie (indices 1999 = 100)



Source : Eurosystem, calculs BCL

Graphique 2  
Indicateurs de compétitivité sectorielle basés sur les coûts salariaux unitaires (indices 1999 = 100)



Source : Commission européenne, calculs BCL

internationaux. En effet, des indicateurs agrégés de ce type prennent en compte l'ensemble des activités productives de l'économie, y compris celles ne faisant pas l'objet d'échanges commerciaux avec les pays concurrents (les activités du secteur public entre autres). Afin d'avoir une vision plus claire de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise, il peut être plus judicieux de se concentrer sur l'évolution des prix (ou des coûts) dans les secteurs les plus largement soumis à la pression du commerce international et de la comparer avec celle observée dans les mêmes secteurs des principales économies concurrentes. Ainsi, le graphique 2 distingue l'évolution des indicateurs de compétitivité basés sur les coûts salariaux unitaires dans le secteur des services de celle observée dans le secteur industriel, qui est traditionnellement davantage exposé à la concurrence internationale<sup>8</sup>. On peut voir sur le graphique 2 qu'au cours de la dernière décennie, la compétitivité-coûts dans le secteur industriel luxembourgeois s'est très fortement, même si l'indicateur relatif à l'industrie s'est légèrement replié (gains de compétitivité) en 2011, sous l'effet d'une progression légèrement moins élevée du salaire moyen que dans les pays partenaires considérés.

8 La construction de ces indicateurs est réalisée à partir de la base de données AMECO (Commission européenne) qui est une source différente de celle utilisée pour construire les indicateurs agrégés présentés dans le graphique 1. La base de données AMECO permet de calculer les coûts salariaux unitaires par sous-secteurs mais uniquement sur base annuelle et en considérant un nombre limité de pays partenaires. Les indicateurs sont construits sur base du poids des échanges de marchandises (les données sur les échanges de services étant incomplètes) observés avec un ensemble de dix pays partenaires : Autriche, Belgique, République Tchèque, Allemagne, Danemark, Espagne, Suisse, Italie, Pays-Bas et Suède. D'autres pays font partie de la base AMECO mais les séries dont nous avons besoin pour la construction des indicateurs sont incomplètes (notamment pour la France, les Etats-Unis et le Royaume-Uni).

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Les informations disponibles à l'heure actuelle confirment un revirement de tendance sur le marché du travail. De fait, les plus récentes données définitives font état d'une décélération de la progression annuelle de l'emploi salarié intérieur (emploi total intérieur) à 2,7% (2,6%) en janvier 2012. Par ailleurs, selon des estimations, la croissance de l'emploi salarié aurait ralenti à 1,9% en avril 2012.



Tableau 5

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

	Salariés résidents sortants	Salariés frontaliers entrants	Emploi salarié national	Emploi salarié intérieur	Emploi non-salarié national	Emploi non-salarié intérieur	Emploi total national	Emploi total intérieur	De-mandes d'emploi non satisfaites (DENS)	Popula-tion active	Taux de chômage «strict» désaisonné	Taux de chômage «strict» non ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage large non ajusté pour les variations saisonnières
2008	2,5	7,3	3,1	4,9	2,4	2,3	3,0	4,8	2,4	3,0	4,2	4,2	5,5
2009	2,3	0,9	1,3	1,0	0,0	0,0	1,2	1,0	34,7	2,5	5,5	5,4	6,8
2010	0,4	1,9	1,6	1,8	2,5	2,4	1,7	1,8	8,7	2,0	5,8	5,8	7,4
2011	0,4	3,2	2,1	2,7	2,1	2,0	2,1	2,6	-0,3	2,0	5,7	5,7	7,4
2008 T2	3,3	7,7	3,2	5,1	2,5	2,4	3,1	5,0	-0,2	3,0	4,1	3,9	5,3
2008 T3	1,8	7,4	3,0	5,0	2,6	2,5	3,0	4,8	3,9	3,0	4,2	4,0	5,3
2008 T4	0,3	6,0	2,6	4,1	2,1	2,0	2,5	4,0	11,2	2,9	4,4	4,5	5,8
2009T1	2,4	3,3	1,8	2,4	-0,0	-0,0	1,6	2,3	30,1	2,5	5,4	5,2	6,6
2009T2	2,4	1,3	1,2	1,2	0,1	0,1	1,1	1,2	37,0	2,5	5,4	5,2	6,6
2009T3	2,3	-0,5	1,0	0,3	-0,1	-0,1	0,9	0,3	38,5	2,4	5,6	5,4	6,8
2009T4	2,3	-0,8	1,1	0,2	0,0	0,0	1,0	0,2	33,4	2,5	5,8	5,9	7,3
2010T1	1,1	0,5	1,1	0,8	2,5	2,4	1,2	0,9	16,7	2,1	5,7	6,1	7,6
2010T2	0,7	1,8	1,6	1,7	2,2	2,1	1,7	1,8	8,2	2,0	5,8	5,5	7,2
2010T3	0,2	2,5	1,9	2,2	2,7	2,6	2,0	2,2	5,6	2,2	5,8	5,6	7,2
2010T4	-0,3	3,0	1,7	2,3	2,8	2,7	1,8	2,4	4,4	2,0	5,9	6,0	7,7
2011T1	0,4	2,9	2,0	2,4	2,3	2,2	2,0	2,4	-1,7	1,8	5,5	5,9	7,7
2011T2	0,4	3,3	2,3	2,8	2,5	2,4	2,3	2,8	-1,2	2,1	5,6	5,3	7,1
2011 T3	0,4	3,4	2,1	2,8	2,0	2,0	2,1	2,7	2,4	2,1	5,8	5,6	7,3
2011 T4	0,4	3,1	2,2	2,6	1,6	1,5	2,1	2,6	-0,5	1,9	5,8	5,9	7,6
2012 T1	0,4	3,1	2,0	2,5	2,0	1,9	2,0	2,5	10,1	2,4	6,0	6,3	8,1
Jan-11	0,4	2,7	1,8	2,2	2,0	2,0	1,8	2,2	0,2	1,7	5,6	6,1	7,8
Fév-11	0,4	2,9	1,8	2,3	2,2	2,2	1,9	2,3	-2,7	1,6	5,5	5,9	7,7
Mar-11	0,4	3,3	2,2	2,8	2,6	2,5	2,3	2,7	-2,7	2,0	5,5	5,7	7,5
Avr-11	0,4	3,1	2,4	2,8	2,6	2,5	2,4	2,7	-2,0	2,1	5,5	5,5	7,3
Mai-11	0,4	3,5	2,3	2,9	2,6	2,5	2,3	2,9	0,1	2,2	5,6	5,3	7,1
Juin-11	0,4	3,5	2,2	2,8	2,3	2,2	2,2	2,8	-1,9	2,0	5,6	5,2	7,0
Jui-11	0,4	3,5	2,2	2,8	1,9	1,9	2,2	2,8	3,5	2,2	5,8	5,6	7,3
Août-11	0,4	3,4	2,2	2,8	2,0	2,0	2,2	2,8	2,4	2,2	5,8	5,6	7,3
Sep-11	0,4	3,4	2,0	2,7	2,1	2,0	2,0	2,6	1,2	2,0	5,8	5,6	7,3
Oct-11	0,4	2,5	1,8	2,2	1,8	1,7	1,8	2,2	-1,1	1,6	5,7	5,7	7,5
Nov-11	0,4	3,2	2,4	2,8	1,5	1,4	2,3	2,8	-2,6	2,0	5,7	5,7	7,5
Déc-11	0,4	3,6	2,2	2,9	1,5	1,4	2,2	2,8	2,3	2,2	5,9	6,3	8,0
Jan-12	0,4	3,3	2,0	2,7	2,0	1,9	2,0	2,6	8,4	2,4	5,9	6,4	8,2
Fév-12	0,4	3,0	2,1	2,5	2,1	2,0	2,1	2,5	10,1	2,5	6,0	6,4	8,1
Mar-12	0,4	3,0	1,8	2,3	1,8	1,8	1,8	2,3	11,8	2,3	6,0	6,2	8,0
Avr-12	0,4	2,5	1,3	1,9	1,6	1,5	1,3	1,8	11,9	1,9	6,1	6,0	7,9

Remarque : les données marquées en gris foncé sont des estimations / projections.

Sources : ADEM, IGSS, STATEC (comptes nationaux) et calculs BCL

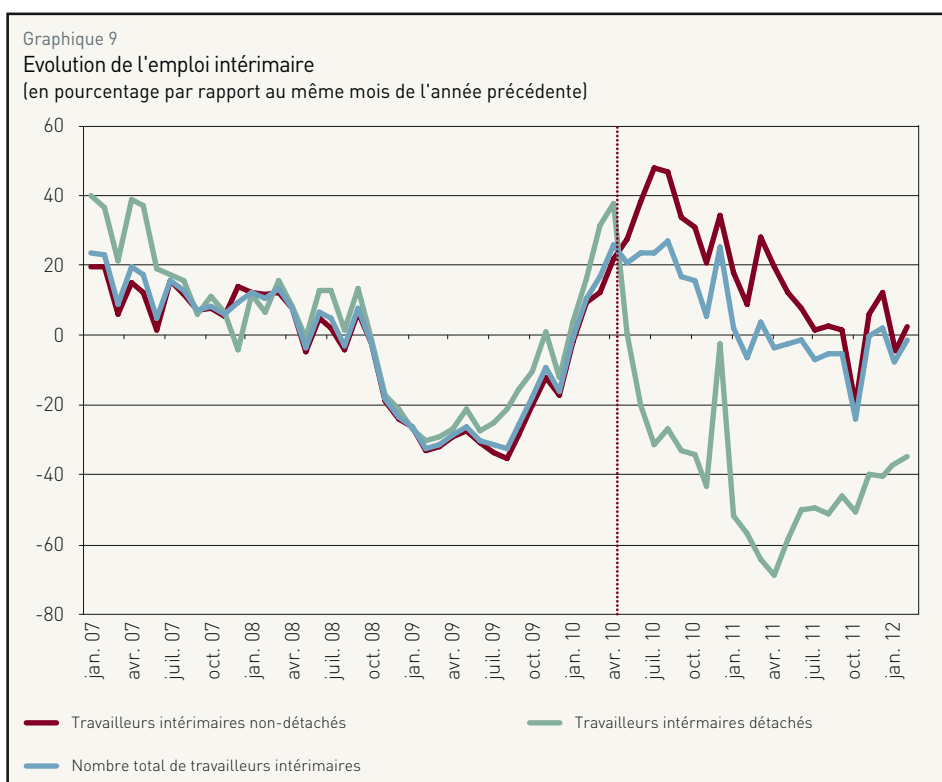
La décomposition de l'emploi selon le lieu de résidence révèle que l'emploi frontalier continue de croître à un rythme plus dynamique que l'emploi national. Parallèlement, après un léger redressement en fin d'année 2011, l'emploi intérimaire (où les salariés non résidents sont surreprésentés), s'est à nouveau inscrit en baisse au cours des deux premiers mois de 2012 (-4,7% en glissement annuel)<sup>9</sup>. Face à une incertitude persistante, les entreprises sont susceptibles de recourir davantage au travail intérimaire, au détriment de l'emploi permanent. Au contraire, en cas de ralentissement de l'activité, l'emploi intérimaire constitue souvent le principal facteur d'ajustement à la baisse de l'emploi. Les informations disponibles ne permettent pas encore de tirer de fortes conclusions sur les facteurs expliquant l'évolution du travail intérimaire. Toutefois, la trajectoire descendante de l'emploi intérimaire semble confirmer la détérioration de la situation sur le marché du travail.

La trajectoire descendante de l'emploi intérimaire semble confirmer la détérioration de la situation sur le marché du travail.

Selon la comptabilité nationale trimestrielle, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est établie à 2,8% au quatrième trimestre 2011, en décélération par rapport au trimestre précédent (3,0%). La croissance de l'emploi trouve essentiellement son origine dans le secteur « autres activités de services », le secteur « immobilier, location et services aux entreprises » ainsi que le secteur commercial<sup>10</sup>, où l'emploi a progressé de respectivement 3,7%, 3,4% et 3,1% en glissement annuel au cours du trimestre sous revue. En comparaison annuelle, les secteurs économiques restants ont également connu une progression favorable de leur emploi.

En glissement trimestriel, l'emploi salarié a progressé de 0,5% au quatrième trimestre 2011 (données ajustées pour les variations saisonnières). Au niveau sectoriel,

l'emploi a particulièrement augmenté dans les « autres activités de services » (0,9%) et le secteur commercial (0,6%). Dans le secteur « activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises », l'emploi a progressé de 0,5%. Il convient de noter que pour la première fois depuis fin 2009, le secteur industriel a connu une baisse nette de l'emploi salarié en glissement trimestriel (-0,2%).



Sources : IGSS, calculs BCL

Remarque : rupture de série en mai 2010 suite à l'entrée en vigueur du règlement européen (CE) n°883/2004 du 29 avril 2004.

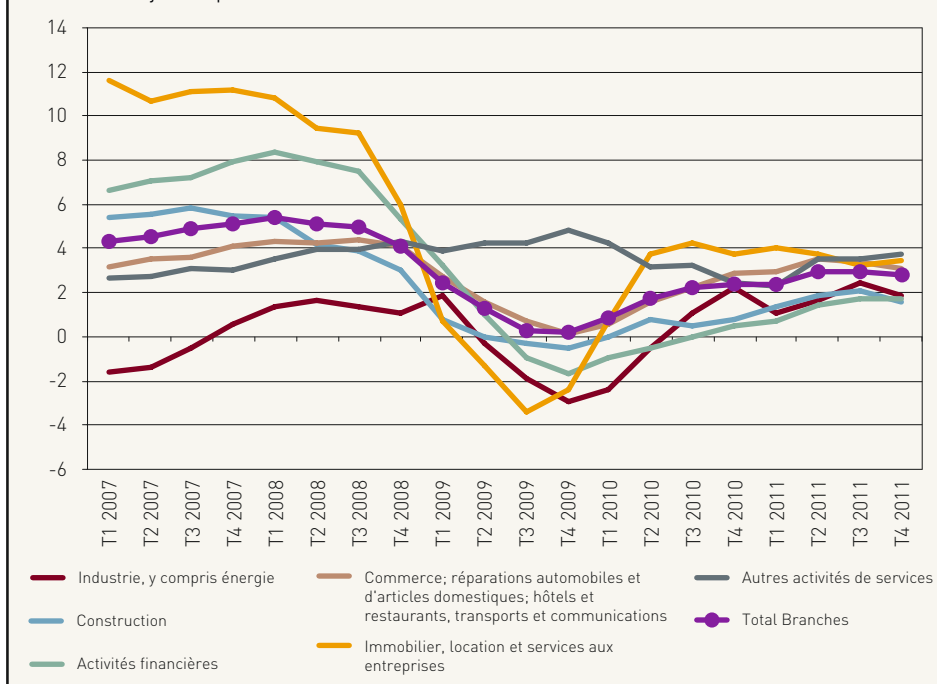
9 Il convient de rappeler que l'entrée en vigueur en mai 2010, du règlement européen (CE) n° 883/2004 du 29 avril 2004 ainsi que de ses règlements d'exécution a induit une baisse mécanique du nombre de travailleurs intérimaires (détachés). Toutefois, la neutralisation de cet effet (en ne prenant en compte que les intérimaires non détachés) ne modifie pas la tendance constatée. Après neutralisation de l'impact de la directive européenne, le nombre d'intérimaires est en baisse de 0,9% en moyenne au cours des deux premiers mois de l'année (en glissement annuel).

10 Il s'agit du secteur du commerce au sens large, à savoir le secteur « commerce ; réparations automobiles et d'articles domestiques ; hôtels et restaurants, transports et communications ».

Les données mensuelles issues de la base de données de l'IGSS permettent d'affiner la décomposition sectorielle des créations nettes d'emploi<sup>11</sup>. Dès lors, au quatrième trimestre 2011 et en comparaison avec la même période de l'année précédente, 10 634 postes ont été créés dans l'économie luxembourgeoise<sup>12</sup>. Le secteur « autres activités de services »<sup>13</sup> a été le principal moteur de la croissance de l'emploi, avec 3 310 créations nettes d'emplois (soit près d'un tiers des créations nettes totales). Une analyse détaillée révèle que la quasi-totalité de ces créations d'emplois (soit l'équivalent de 3 161) proviennent du secteur public au sens large (et activités assimilées). Plus en détail, 1 623 de ces emplois proviennent de la branche « santé et action sociale » incluant entre autres le personnel des hôpitaux, des maisons de retraite et des crèches. Les autres créations d'emplois publics se répartissent à travers l'administration publique (1 274 emplois) et l'éducation (263 emplois). Du côté du secteur commercial<sup>14</sup> (au sens large), les 2 440 emplois nouvellement créés entre fin 2010 et fin 2011 se concentrent essentiellement dans les activités de commerce (1 487 emplois) et le secteur HORECA (713 créations nettes). L'emploi a connu par ailleurs une stagnation dans le secteur des transports. Le secteur « immobilier, location et services aux entreprises »<sup>15</sup> est le troisième secteur créateur d'emplois, avec 2 122 créations nettes d'emploi entre le quatrième trimestre 2010 et le dernier trimestre 2011. Ces créations d'emploi proviennent essentiellement du sous-secteur « services fournis principalement aux entreprises » (1 623 postes créés), qui incluent entre autres les activités juridiques, comptables et de conseil, les activités d'ingénierie et d'architecture ainsi que les services de nettoyage et les entreprises d'emploi intérimaire<sup>16</sup>. De son côté, le secteur financier a créé 874 emplois au quatrième trimestre 2011, toujours en glissement annuel. Par ailleurs, l'emploi continue de progresser de façon relativement dynamique dans le secteur de la construction (avec environ 600 postes nouvellement créés entre fin 2010 et fin 2011). Les

Graphique 10

Evolution de l'emploi salarié par branche économique  
(données non ajustées pour les variations saisonnières)



Sources : Statec, calculs BCL

11 Bien que les comptes nationaux se basent sur les données administratives de l'IGSS, les données de la comptabilité nationale font l'objet de divers retraitements et excluent certaines catégories de travailleurs (par exemple les résidents qui exercent leur activité sur un autre territoire économique ou encore les nationaux membres des équipages de bateaux de pêche). Cette différence méthodologique, qui entraîne une différence en termes de niveau de l'emploi entre les deux sources statistiques, ne devrait pas influencer les tendances de l'emploi sectoriel. A titre d'exemple, en 2011, l'emploi salarié tel que retracé par les données de l'IGSS est de 5 000 unités supérieur à celui retracé dans la comptabilité nationale.

12 A titre de comparaison, selon la comptabilité nationale, entre le quatrième trimestre 2010 et le quatrième trimestre 2011, 9 973 emplois ont été créés (en net).

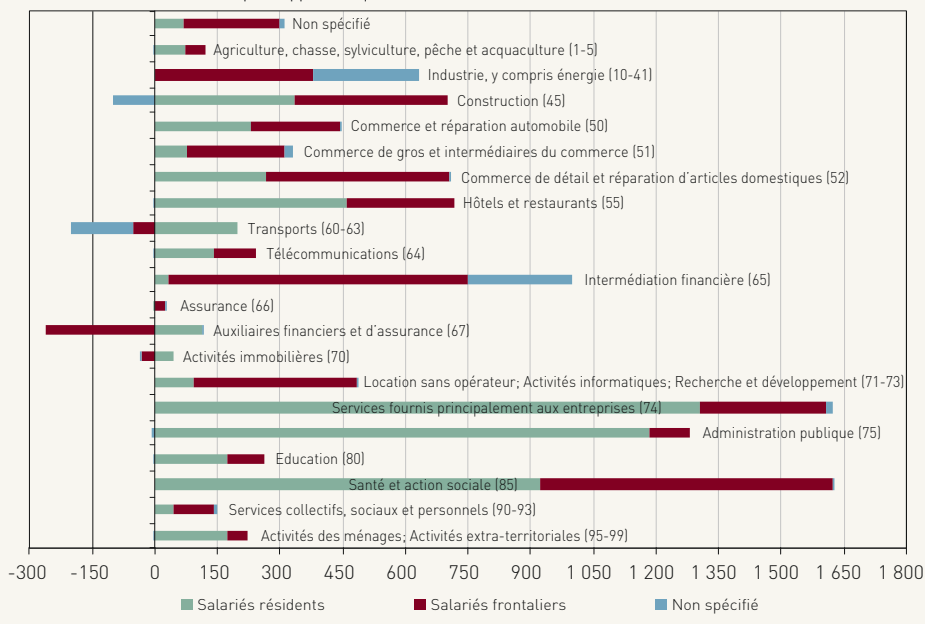
13 Sections 75 à 95 de la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté européenne (NACE Rév. 1).

14 Sections 50 à 64 de la nomenclature NACE Rév. 1.

15 Sections 70 à 74 de la nomenclature NACE Rév. 1.

16 Il convient de rappeler que l'emploi intérimaire ayant baissé d'environ 10% au quatrième trimestre 2011 en glissement annuel, les créations nettes d'emploi dans le secteur des services aux entreprises proviennent nécessairement de sous-branches autres que les agences de travail intérimaire.

Graphique 11  
**Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au quatrième trimestre 2011**  
 (en nombre, évolution absolue par rapport au quatrième trimestre 2010)



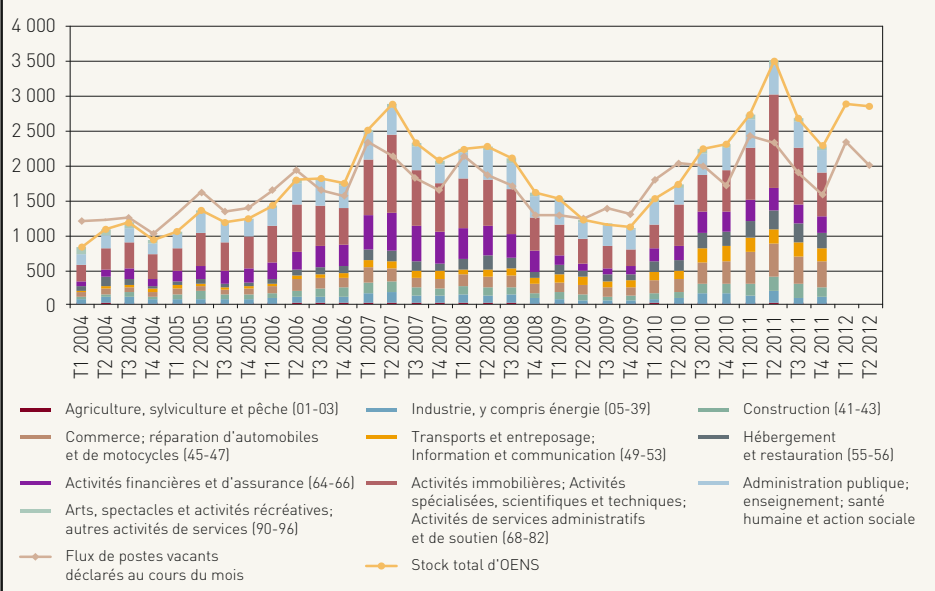
Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne, NACE Rév. 1.  
 Source: IGSS, calculs BCL

créations d'emploi dans l'industrie doivent quant à elles être interprétées avec prudence étant donné qu'elles pourraient en partie refléter une hausse des embauches effectives au détriment de travailleurs intérimaires.

De manière générale, on constate que le secteur public au sens large demeure, fin 2011, le principal secteur créateur d'emploi au Luxembourg. De l'autre côté, comme évoqué précédemment, l'emploi frontalier, qui est surreprésenté dans des secteurs davantage soumis à la concurrence internationale, continue de croître plus vite que l'emploi national. Cette situation a priori contradictoire reflète le fait que, contrairement à ce qu'on pourrait croire, les créations nettes d'emploi dans le secteur public ne bénéficient pas exclusivement aux résidents. Ainsi, 28,0% des emplois créés en net dans le secteur public au sens large (soit l'équivalent de 886 emplois) ont été occupés par des salariés frontaliers. Néanmoins, une analyse plus détaillée révèle que la distribution (en termes de lieu de résidence) des emplois publics créés varie selon le sous-secteur considéré. Ainsi, la part des frontaliers dans les créations nettes d'emplois publics est relativement importante dans le secteur de la santé (43,2%) et l'éducation (34,6%) mais demeure marginale dans l'administration publique (7,4%).

En ce qui concerne les postes vacants, tout en évoluant à des niveaux historiquement élevés, les offres d'emploi non satisfaites (OENS) se sont positionnées sur une trajectoire descendante au cours de la deuxième moitié de l'année 2011.

Graphique 12  
**Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites (OENS)**  
 (en nombre)



Source : Eurostat, ADEM, calculs BCL

Remarque: Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2.

\* Les données relatives au deuxième trimestre 2012 incluent uniquement le stock de postes vacants pour le mois d'avril 2012. Par ailleurs, la décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne le premier et le deuxième trimestre 2012.

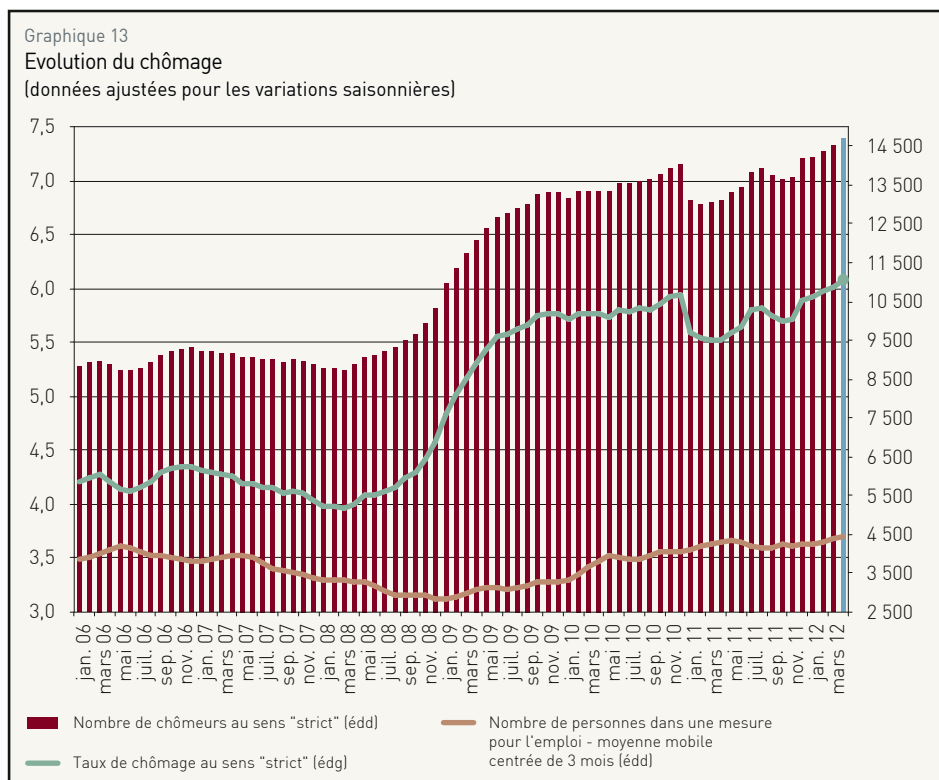
Après s'être momentanément redressées début 2012, le nombre d'OENS s'est inscrit en forte baisse en mars et avril 2012 (-16,4% en moyenne en glissement annuel). Au niveau sectoriel, les données relatives au quatrième trimestre 2011 révèlent que les postes vacants proviennent essentiellement de la branche « activités immobilières ; activités spécialisées, scientifiques et techniques » (27,9%) et en particulier des services aux entreprises. Les postes vacants résiduels trouvent leur origine principalement dans le secteur commercial (17,0%), le secteur public au sens large (incluant l'administration publique, l'éducation et le secteur de la santé) (14,0%), les « activités financières et d'assurance » (10,9%) ainsi que le secteur de l'hôtellerie et de la restauration (10,1%). Les flux mensuels de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM évoluent de façon similaire aux stocks d'offres d'emploi. Néanmoins, l'écart positif entre ces deux flux et stocks est susceptible de traduire une certaine inadéquation entre l'offre et la demande de travail (étant donné qu'une partie des offres postées mensuellement auprès de l'ADEM ne sont pas pourvues malgré une hausse concomitante du chômage).

### 1.2.2.2 Le chômage

En écho à l'essoufflement de la croissance de l'emploi, le chômage s'est repositionné sur une trajectoire ascendante au cours des derniers mois. Selon les plus récentes données disponibles, le taux de chômage « strict » ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 6,1% en avril 2012, en hausse de 0,6 p.p. par rapport au même mois de l'année précédente. Le nombre de demandeurs d'emploi disponibles (non désaisonnalisé) s'est établi à 14 496 au mois d'avril 2012, en hausse de 11,9% par rapport au même mois de l'année précédente, soit l'équivalent de 1 538 chômeurs supplémentaires en un an.

Il convient de rappeler que le nombre de chômeurs a particulièrement augmenté en fin d'année 2011 et notamment au mois de décembre. Cette augmentation (en partie liée à des effets saisonniers) est essentiellement imputable à des flux de sortie du chômage, les flux d'entrée des demandeurs d'emploi s'établissant à des niveaux équivalents à ceux enregistrés fin 2010. La diminution des flux de sortie du chômage pourrait (en partie du moins) s'expliquer par une baisse du nombre de placements de l'ADEM et/ou une baisse du nombre de demandeurs d'emploi qui ont quitté le chômage (vers un emploi ou l'inactivité).

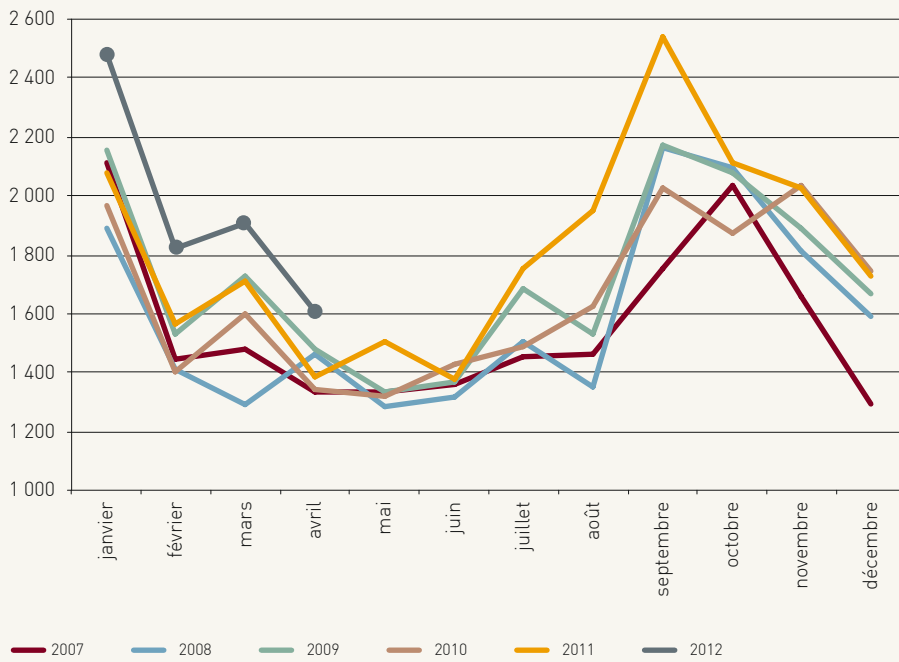
La situation s'est quelque peu renversée au cours des premiers mois de l'année en cours. De fait, alors que les flux de sortie du chômage se sont stabilisés à des niveaux proches de ceux enregistrés



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 14

Nombre de personnes qui se sont inscrites auprès des bureaux de placement au cours du mois



Source : ADEM

Remarque : Les données historiques relatives aux années antérieures à 2011 sont établies selon l'ancienne méthodologie de sorte qu'il y a une légère rupture de série en janvier 2011. Cet impact demeure néanmoins négligeable.

début 2011, les flux d'entrée des demandeurs d'emploi sont en forte hausse (de près de 15,9%, soit en moyenne près de 270 personnes de plus chaque mois que lors des quatre premiers mois de 2011).

Par ailleurs, une analyse détaillée montre que la forte hausse du nombre de demandeurs d'emploi est en grande partie imputable à la hausse du nombre de chômeurs non indemnisés. Alors que sur les quatre premiers mois de l'année en cours, le nombre de chômeurs non indemnisés a augmenté de 15,0% par rapport à la même période de l'année 2011, les chômeurs indemnisés ont vu leur nombre augmenter de 5,4%. Rappelons que la population des chômeurs non indemnisés est constituée de demandeurs d'emploi dont les droits aux allocations-chômage sont arrivés à échéance ou qui ne remplissent pas les conditions nécessaires pour pouvoir en bénéficier (comme par exemple des femmes au foyer qui

décident de (ré-)intégrer le marché du travail, des étudiants qui à l'issue de leur parcours scolaire ne trouvent pas d'emploi ou encore des nouveaux arrivants sur le territoire national).

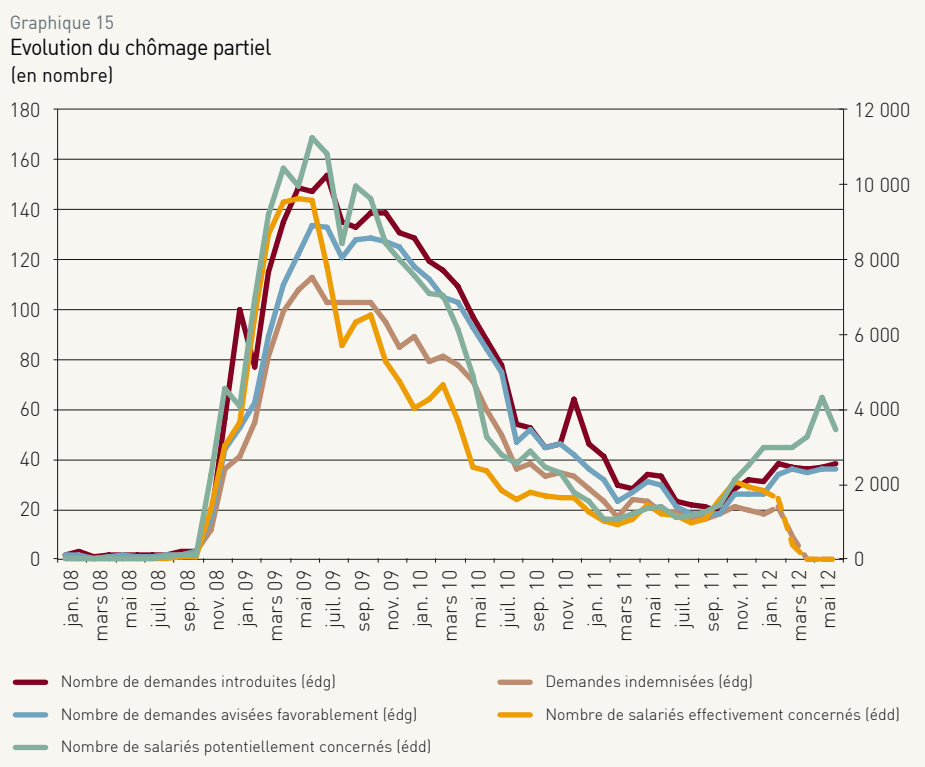
En ce qui concerne les mesures de soutien à l'emploi, le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiaires s'est établi à 4 539 en avril 2012, en hausse de 5,5% par rapport au même mois de l'année précédente. En avril 2012, les personnes bénéficiant de mesures étaient réparties de la façon suivante entre les différentes mesures existantes : 24,5% étaient affectées à des mesures spéciales destinées à des demandeurs d'emploi non-indemnisés par l'ADEM et pris en charge par des associations sans but lucratif, 21,1% à des contrats d'initiation-emploi destinés aux jeunes chômeurs, 15,6% étaient affectées à des tâches temporaires organisées par le Service National d'Action Sociale et 13,8% à des mesures de formation censées faciliter l'intégration sur le marché du travail (apprentissage pour adultes inclus). Les 25,0% demandeurs d'emploi restants étaient affectés aux autres mesures de soutien. Bien que le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure continue sur une pente ascendante, la progression annuelle a eu tendance à décélérer depuis fin 2010. Nonobstant cela, la part des chômeurs inclus dans une mesure (par rapport au total des demandeurs d'emploi disponibles) demeure largement inférieure à sa moyenne historique<sup>17</sup>. Par conséquent, il est probable que le nombre de mesures poursuive son ascension au cours des prochains trimestres. De son côté, le taux de chômage « large » non ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 7,9% en avril 2012, en hausse de 0,6 p.p. par rapport au même mois de l'année précédente.

17 Sur la période allant de janvier 1997 à septembre 2008, la part des demandeurs d'emplois bénéficiant d'une mesure pour l'emploi s'élevait en moyenne à 28,7% par mois. Cette part s'élève à 22,4% en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année en cours.

En écho au ralentissement de l'activité économique, le recours au chômage partiel s'est à nouveau inscrit à la hausse au cours des derniers mois. Selon les plus récentes données disponibles, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 3 483 au mois de juin de l'année courante, en baisse par rapport au mois précédent. Toutefois, en comparaison annuelle, le nombre de salariés potentiellement touchés a presque triplé. Selon les plus récentes données définitives disponibles, 1 819 salariés ont été effectivement touchés par du chômage partiel en janvier 2012 (soit 42,1% ou 539 personnes de plus qu'en janvier 2011). Les données encore provisoires relatives aux mois suivants laissent entrevoir une poursuite de cette tendance ascendante. La recrudescence du nombre de salariés potentiellement et effectivement touchés par du chômage partiel contraste dans une certaine mesure avec une relative stabilité du nombre de demandes d'octroi de chômage partiel (et donc in fine du nombre d'entreprises ayant recours à ce dispositif). Globalement, l'évolution défavorable du chômage partiel témoigne non seulement du regain de pessimisme de la part des entreprises mais également d'une détérioration de la situation de fond<sup>18</sup>.

La ventilation sectorielle des demandes de chômage partiel révèle qu'en juin 2012, ces demandes proviennent essentiellement du secteur industriel et dans une moindre mesure du secteur « Transports et entreposage » et du secteur de la construction (travaux spécialisés). On constate par ailleurs que la recrudescence du nombre de demandes observée au cours des derniers mois est quasi-exclusivement imputable au secteur de l'industrie.

En conclusion, les derniers mois se caractérisent par une dégradation généralisée de la situation sur le marché du travail luxembourgeois. Alors que la croissance de l'emploi est en perte de vitesse, le nombre de chômeurs ne cesse d'augmenter. Par ailleurs, après une légère reprise fin 2011, l'emploi intérimaire s'est à nouveau inscrit en baisse récemment. Les offres d'emploi, qui s'étaient fortement redressées en début d'année courante, ont à nouveau emprunté une tendance descendante. De même, les perspectives d'évolution de l'emploi telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture dans l'industrie et la construction et les anticipations des ménages quant à l'évolution du chômage ne laissent guère présager un retournement de tendance au cours des mois à venir. L'augmentation du chômage de source conjoncturelle vient s'ajouter au chômage de nature structurelle (avec près de la moitié de chômeurs peu qualifiés et un quart âgés de plus de 50 ans).



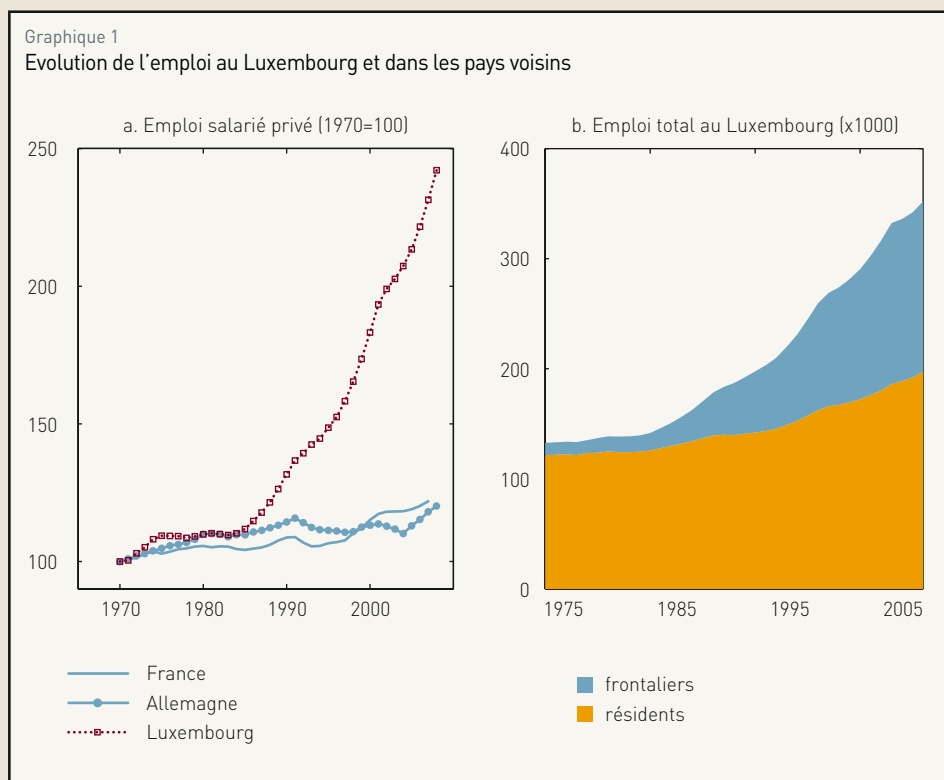
Source : Comité de conjoncture

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

<sup>18</sup> Dans ce contexte, il convient de rappeler que le Conseil de gouvernement a décidé le 16 mai 2012 de prolonger jusqu'à décembre 2013 les dispositions de crise mises en place en matière de chômage partiel. Par ailleurs, le gouvernement a décidé d'introduire de nouvelles dispositions en matière de chômage partiel de source structurelle permettant notamment d'étendre la durée du chômage partiel à 10 mois par année calendaire sous certaines conditions.

Encadré 2 :

## CHOC STRUCTURELS ET ÉVOLUTION PROJÉTÉE DE L'ÉCONOMIE LUXEMBOURGEOISE : QUE NOUS APPREND LE MODÈLE D'ÉQUILIBRE GÉNÉRAL LOLA ?



Source : Bureau International du Travail et Statec, calculs BCL

du travail qui permettent de limiter le niveau de taxation, niveau de taxation limité qui soutient la compétitivité de l'économie, compétitivité de l'économie qui stimule les profits des entreprises et in fine profits des entreprises qui soutiennent l'emploi.

Si l'évolution passée de l'emploi a eu des effets d'équilibre général non négligeables – et positifs – pour l'ensemble de l'économie, l'évolution future aura également à n'en pas douter des effets substantiels. Il nous semble donc important d'essayer dès aujourd'hui d'appréhender les effets attendus des forces structurelles auxquelles sera soumis le marché du travail luxembourgeois et donc l'ensemble de l'économie, afin de mieux cerner les enjeux futurs et d'ores et déjà réfléchir aux réponses (potentielles) à y apporter. Pour ce faire, nous utilisons notre modèle d'équilibre général LOLA. Ci-dessous, nous présentons tout d'abord les principales caractéristiques de notre modèle. Nous expliquons ensuite les chocs structurels que nous y introduisons et nous détaillons enfin les résultats, c'est-à-dire les principales évolutions macroéconomiques auxquelles on peut sur cette base (et toutes autres choses égales par ailleurs) s'attendre au Luxembourg au cours des prochaines décennies.

### LE MODÈLE D'ÉQUILIBRE GÉNÉRAL LOLA

Le modèle LOLA présente quatre caractéristiques principales.<sup>19</sup> Premièrement, c'est un modèle d'équilibre général inter temporel. Nous avons déjà expliqué ci-dessus pourquoi il était important de recourir à une perspective d'équilibre

<sup>19</sup> Pour une présentation détaillée du modèle, voir Pierrard et Sneessens, 2009 et de la Croix, Pierrard et Sneessens, 2011. Dans cette étude, nous utilisons la deuxième version de LOLA qui, par rapport à la première version, développe notamment des aspects d'économie ouverte (voir Marchiori et Pierrard, 2012).



général(c'est-à-dire que tous les marchés sont liés entre eux) pour mieux appréhender les effets de chocs structurels et ce dans leur globalité. L'aspect intertemporel est tout aussi intuitif : les agents économiques n'ont pas une approche statique, mais prennent au contraire des décisions en sachant qu'elles auront un effet sur leur futur. Deuxièmement, le modèle repose sur le postulat de générations imbriquées. Cela signifie que plusieurs générations (travailleurs jeunes, travailleurs moins jeunes, retraités, ...) avec des situations différentes coexistent à chaque instant. Cela introduit un cycle de vie et permet, entre autres, d'étudier des problématiques comme le financement des pensions. Troisièmement, nous suivons l'approche Diamond-Mortensen-Pissarides pour modéliser le marché du travail.<sup>20</sup> Pratiquement, cela nous permet d'introduire des notions comme le chômage involontaire ou bien encore les postes vacants et donc d'avoir une représentation du marché du travail assez réaliste. En outre, l'emploi n'est pas uniquement résident mais il est aussi frontalier. Quatrièmement, l'économie est ouverte, dans la lignée des travaux de Obstfeld-Rogoff.<sup>21</sup> Cela génère une dynamique de la balance courante, qui elle-même dépend des chocs étrangers, de notre compétitivité et de nos préférences.

Ce modèle est ensuite calibré, c'est-à-dire que des valeurs sont données à tous les paramètres de manière à reproduire le mieux possible la situation de l'économie luxembourgeoise en 2010, comme par exemple le taux de chômage, les finances publiques ou encore les avoirs extérieurs. Enfin, afin de baliser les évolutions attendues entre 2010 et 2100, nous introduisons dans le modèle cinq chocs structurels. Le premier est un choc de productivité, plus précisément un 'labour augmenting technological progress'. Nous le fixons à 1% par an, de manière à avoir une croissance potentielle annuelle de l'ordre de 2% entre 2015 et 2060, ce qui est comparable à l'hypothèse de croissance du rapport de l'Ageing Working Group (Commission européenne, 2012). Le second et le troisième choc portent sur les taux de natalité et les flux migratoires attendus au Luxembourg. Les Nations Unies sont à l'origine de ces prévisions jusqu'en 2050 (Nations Unies, 2010). Nous supposons ensuite que ces taux et flux restent constants sur la période 2051-2100. Le quatrième choc correspond à l'évolution attendue des taux de mortalité, calculés par l'institut national d'études démographiques (INED) jusqu'en 2100 pour la France (Vallin et Meslé, 2001). Nous supposons que ces prévisions ne diffèrent pas fondamentalement pour le Luxembourg. Finalement, le cinquième choc structurel représente l'évolution attendue du ratio entre emploi résident et emploi frontalier. Pour ce faire, nous prenons le scénario médian du Statec jusqu'en 2060 et supposons que ce ratio n'augmente que légèrement après 2060 (Statec, 2010). Ces cinq chocs sont résumés dans le tableau 1.

Tableau 1

**Chocs 2010-2100**

CHOC	SOURCE
Progrès technologique	Commission européenne
Taux de natalité	Nations Unies
Migration	Nations Unies
Taux de mortalité	Institut national d'études démographiques
Frontaliers	Statec

**ÉVOLUTION PROJETÉE**

Ces cinq forces structurelles vont faire évoluer notre modèle 'naturellement' et les principaux résultats sont présentés dans le graphique 2.<sup>22</sup> D'ici 2100, on remarque une baisse continue du taux de croissance du PIB et de l'emploi, un taux de chômage qui demeure relativement stable entre 5% et 6% et des finances publiques qui se détériorent fortement. Plus précisément, en ce qui concerne le marché du travail, l'essoufflement attendu de l'immigration et des frontaliers potentiels, ainsi que la stabilisation du taux de natalité, vont drastiquement diminuer l'offre d'emploi. Cette diminution de l'offre va elle-même exercer un impact sur le volume d'emploi, dont la croissance passe d'environ 2% par an entre 2010 et 2014 à moins de 1% à partir de 2040. En ce qui concerne le taux de chômage, la baisse du volume de l'emploi va être compensée par les

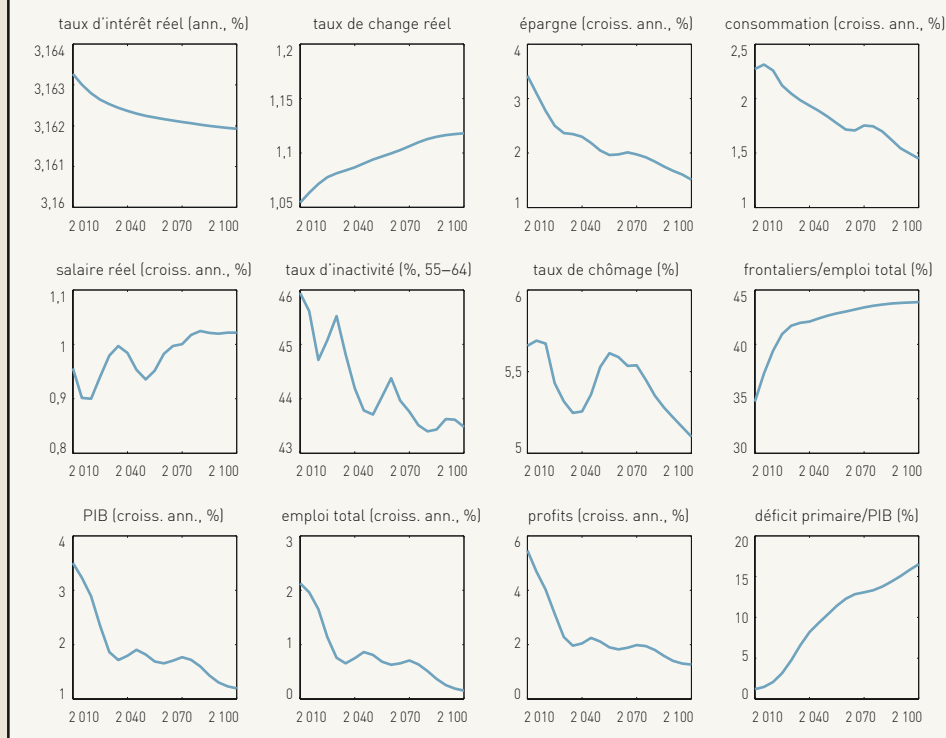
20 Voir Pissarides (2000) pour une approche complète de ce type de modèle.

21 Voir Obstfeld et Rogoff (1995) pour plus de détails.

22 Il est évident que l'économie luxembourgeoise sera frappée par d'autres chocs au cours des prochaines décennies. Toutefois, ces chocs seront soit de nature conjoncturelle, c'est-à-dire cycliques et donc non pertinents pour des simulations de long terme, soit de nature structurelle mais difficilement prévisibles.

Graphique 2

Evolution projetée de l'économie luxembourgeoise selon le modèle d'équilibre général LOLA



sorties importantes du marché du travail (mises à la retraite) dues au vieillissement de la population. Au final, le taux de chômage restera pratiquement inchangé, passant d'un peu moins de 6% en 2010 à un peu plus de 5% en 2100. En ce qui concerne le PIB réel, la baisse du volume d'emploi va se traduire par une décélération de la croissance potentielle. Celle-ci passerait de plus de 3% actuellement à 1,2% à l'horizon 2100. Si on considère les composantes de la demande, la baisse de la croissance du PIB est principalement due à une décélération de la consommation. En effet, le vieillissement de la population va augmenter le taux d'épargne: la croissance de l'épargne devient supérieure à la croissance du PIB dès 2020 et ce jusqu'en 2100.

Cette hausse du taux d'épargne va diminuer la composante consommation du PIB et augmenter la composante investissement. A son tour, la hausse de l'investissement va augmenter le stock de capital, diminuer – très légèrement – le taux d'intérêt et améliorer la productivité marginale du travail. Globalement, cela augmente le taux de change réel – qui peut lui-même être vu comme un indice de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise – et stimule les exportations nettes.<sup>23</sup> A noter que, d'un côté, la baisse de la croissance du PIB devrait également diminuer la croissance des salaires réels. Cependant, d'un autre côté, les salaires sont soutenus par la raréfaction de l'offre de travail. In fine, le graphique 2 montre que ces deux effets se neutralisent et que la progression des salaires réels reste relativement constante tout au long des prochaines décennies. Enfin, sur le plan des finances publiques, le vieillissement de la population combiné à la diminution de la croissance de l'emploi va singulièrement compliquer le financement des pensions et hypothéquer la santé des finances publiques. A politique inchangée, c'est-à-dire sans réforme substantielle des pensions, le déficit primaire des Administrations publiques (administration centrale, administrations locales et sécurité sociale) passerait d'une situation pratiquement équilibrée à un besoin de financement annuel de l'ordre de 16% du PIB en 2100.

23 Voir Marchiori et Pierrard (2012) pour des explications plus techniques sur le taux de change réel.

## CONCLUSIONS

Au vu de ce qui précède, le principal signal d'alarme pour l'économie luxembourgeoise concerne les finances publiques et plus particulièrement le financement des pensions. A cet égard, nous avons montré (voir, dans ce bulletin, l'encadré intitulé « Réforme des pensions au Luxembourg : évaluation du projet de loi avec le modèle d'équilibre général LOLA ») que le projet de loi actuellement en gestation va dans le bon sens, vu qu'il permet de réduire la dette due aux systèmes de pensions à 56% du PIB à l'horizon 2060 (comparé à 152% sans réformes). Ce n'est cependant pas suffisant et c'est la raison pour laquelle nous suggérons une mise en œuvre plus volontariste de la réforme. Le second signal d'alarme est la baisse de la croissance due à la décélération du volume d'emplois. A ce propos, il est possible d'agir à trois niveaux. La première solution est d'agir directement sur l'offre de travail des 55-64 ans, qui est très faible et n'augmente que très peu au cours des prochaines décennies (voir graphique 2), par exemple en durcissant les conditions d'accès à la préretraite, ou bien en encourageant le travail des 55-64 ans à travers des baisses de charges ciblées. La seconde solution est de stimuler la demande de travail. Le graphique 2 montre que l'augmentation annuelle des profits est actuellement supérieure à la hausse du PIB. Une augmentation de la concurrence sur le marché des biens, c'est-à-dire une diminution du pouvoir de monopole/oligopole des entreprises, permettrait de transformer une partie de la hausse des profits en plus de créations d'emplois. La troisième solution est de diversifier l'économie vers des secteurs d'avenir porteurs de croissance et d'emploi. A cet égard, le secteur du développement durable pourrait constituer une opportunité intéressante. Nous reviendrons sur ces politiques plus en détail dans des analyses ultérieures.

## BIBLIOGRAPHIE

Commission européenne, 2012. The 2012 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2010-2060). Joint Report prepared by the European Commission (DG ECFIN) and the Economic Policy Committee (Ageing Working Group).

De la Croix D., O. Pierrard et H. Sneessens, 2011. Aging and Pensions in General Equilibrium: Labour Market Imperfections Matter, à paraître dans *Journal of Economic Dynamics and Control*.

Marchiori L. et O. Pierrard, 2012, LOLA 2.0, mimeo BCL.

Nations Unies, 2010. World Population Prospects: The 2008 Revision. Department of Economic and Social Affairs, United Nations.

Obstfeld M. et K. Rogoff, 1995, Exchange rate dynamics redux, *Journal of Political Economy*, Vol. 103, pp. 624-660.

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

Pissarides C., 2000, *Equilibrium unemployment theory*, MIT Press.

Statec (2010). Projections socioéconomiques 2010-2060. Bulletin du Statec n°5-2010.

Vallin, J. and F. Meslé (2001). Tables de mortalité françaises pour les XIXe et XXe siècles et projections pour le XXIe siècle. Données statistiques no 4, Institut national d'études démographiques (INED), Paris.

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 Industrie et construction

La production industrielle, qui s'était nettement redressée tout au long de l'année 2010, s'est retournée à la baisse au début de l'année 2011. Les données indiquent que sur l'ensemble de l'année 2011, la production industrielle a enregistré une baisse de 2,4%, alors qu'elle a progressé de 3,5% dans la zone euro au cours de la même période.

Tableau 6

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

	2010	2011	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	9,4	-2,4	4,7	2,9	2,6	-4,4	-1,5	-6,3	-6,7
Pjo - Biens intermédiaires	8,1	-3,8	-1,3	-4,1	-0,3	-7,3	3,3	-10,5	-12,7
Pjo - Biens d'équipement	12,6	3,5	21,6	12,4	13,4	-1,8	-3,1	7,1	7,8
Pjo - Biens de consommation	12,6	-1,1	11,5	13,7	0,9	1,6	-3,8	-2,8	-2,2
Pjo - Energie	11,9	-9,3	4,1	12,0	2,8	-8,7	-16,0	-16,5	-12,4
Pjo - Industrie hors sidérurgie	8,7	-3,3	5,9	3,0	1,4	-4,8	-4,5	-5,0	-4,5
Pjo - Sidérurgie	9,4	-2,4	4,7	2,9	2,6	-4,4	-1,4	-6,2	-23,1

Source : Statec

Les données du 1<sup>er</sup> trimestre indiquent une nouvelle baisse de la production industrielle exprimée en glissement annuel (-6,7% pour la production totale). La baisse de la production concerne l'ensemble des principaux sous-secteurs, à l'exception des biens d'équipement. Au final, la production industrielle du Luxembourg se situait en mars 2012 à un niveau près de 15% inférieur à celui qui était observé en juillet 2008. Sur la même période, la production de la zone euro affichait quant à elle une baisse de 8,5%.

Les données de la plus récente enquête trimestrielle dans l'industrie indiquent pour leur part une forte baisse des nouvelles commandes et de manière plus surprenante une augmentation du taux d'utilisation des capacités de production (TUC). Le TUC se situe à 82,7% au Luxembourg en avril 2012, contre 79,6% dans la zone euro.

L'activité dans le secteur de la **construction** a en moyenne stagné en 2010, avant d'afficher une légère progression en 2011. Les statistiques montrent que la production dans le secteur de la construction a nettement reculé au premier trimestre 2012. Le froid hivernal du mois de février 2012 a pesé sur l'activité de la construction. Cette dernière a aussi fâti d'effets de base défavorables, dus au dynamisme observé au premier trimestre 2011.

Dans le secteur résidentiel, le nombre total de permis de bâtir a enregistré une hausse de 17,5% en 2011, après une quasi-stabilisation en 2010. Au total, 4771 permis de construire ont été accordés en 2011; les permis de construire ayant progressé de manière plus dynamique sur le segment des maisons collectives (+21,7%) que des maisons individuelles (+9,9%).

Les plus récentes enquêtes de conjoncture dans la construction ont une connotation négative et indiquent toujours que le sous-secteur du logement est le moteur principal de l'activité dans la construction, tandis que la production dans les sous-secteurs des travaux publics et de la construction d'autres

bâtiments et en berne. La forte hausse des permis de construire délivrés en 2011 devraient continuer à stimuler la production de logements au cours des prochains trimestres.

Tableau 7

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

	2010	2011	2010T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1
Production par jour ouvrable (pjo) -Total	0,1	2,2	1,8	-4,2	13,1	-1,9	-3,6	3,0	-11,7
Heures travaillées	1,1	0,7	-6,0	4,3	12,0	-1,5	-5,6	-1,5	-10,2
Permis de bâtir <sup>1)</sup>	0,3	17,5	-3,8	-21,0	13,1	17,4	50,8	-9,5	-

Source : Statec

<sup>1)</sup> Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).

### 1.2.3.2 Secteur financier

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

L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'élève à 26 543 personnes au 31 mars 2012, ce qui représente une baisse de 153 emplois par rapport au 31 décembre 2011. Cette baisse est, en partie, due à une opération particulière. En effet, une banque a au cours du dernier trimestre 2011 transféré 88 personnes de son effectif à une société de gestion basée à Luxembourg, dont cette banque est l'actionnaire principal.

Dans le détail, entre décembre 2011 et mars 2012, 41 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs (hausse allant de 1 à 39 employés), tandis que 51 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 88 employés).

#### 1.2.3.2.2 Evolution du nombre des établissements de crédit

Depuis le début de l'année 2012, le nombre d'établissements de crédit a augmenté de deux unités, passant de 142 au 31 décembre 2011 à 144 au 31 mai 2012. Dans ce contexte, il convient de mentionner que cette évolution est à raison de la moitié imputable au début de l'année 2012, avec la fermeture d'une banque et la création de deux nouvelles entités. Par ailleurs, on note la scission d'une banque dont une partie des activités a été reprise par un autre professionnel du secteur financier et l'autre partie par une succursale nouvellement créée. En avril, une filiale a été fermée parallèlement à la création d'une succursale. Finalement, au 31 mai 2012 on note l'ouverture d'une banque espagnole au Luxembourg.

En ce qui concerne la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise avec 41 unités présentes. On dénombre notamment 14 banques françaises, 11 banques belges, 10 banques suisses et 5 banques luxembourgeoises.

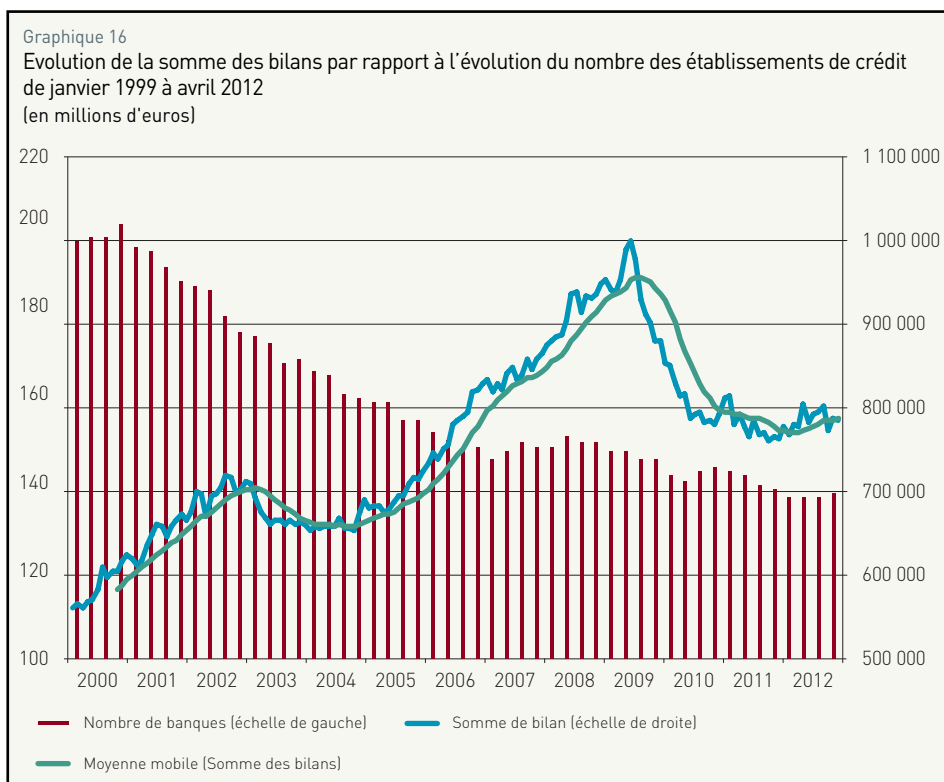
#### 1.2.3.2.3 Le bilan des établissements de crédit

Le graphique ci-dessous montre un recul de la somme des bilans au cours des années 2002 et 2003, puis une hausse entre fin 2004 et octobre 2008, suivie d'une nette régression jusqu'en mars 2010. Il apparaît que les mois d'avril à juin 2010 se sont caractérisés par une légère hausse de la somme des bilans, qui ne s'est pas poursuivie au cours de l'année 2010. En 2011, la somme des bilans des

établissements de crédit est demeurée pendant onze mois sous la barre des 800 milliards d'euros. En effet, le volume des activités a enregistré un pic à 805 998 millions d'euros au mois de septembre, qui ne s'est pas prolongé.

En janvier 2012 la somme des bilans perçait la barre des 800 milliards d'euros, pour ensuite s'affaïsser et osciller autour de 780 milliards d'euros de février à avril 2012. La moyenne pour ces quatre mois de 2012 s'élève à 788 milliards d'euros. Il convient toutefois de noter que cette moyenne dépasse le niveau moyen de 2011, qui s'élevait à 780 milliards d'euros. Par rapport aux quatre premiers mois de 2011, la somme des bilans est en hausse. Au 30 avril 2012, la somme des bilans s'est établie à 786 963 millions d'euros.

Parallèlement au développement de la somme des bilans, le graphique ci-dessous met également en exergue le mouvement de concentration dans le secteur bancaire au Luxembourg depuis le début des années 2000.



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

Entre les mois d'avril 2011 et d'avril 2012, la somme des bilans des établissements de crédit est en hausse de 2,8%. L'augmentation du volume des activités s'est opérée de manière contrastée. A l'actif, elle résulte essentiellement d'une forte hausse des créances interbancaires et des autres actifs, partiellement compensée par une baisse du volume des portefeuilles de titres et des créances sur la clientèle. Au passif, la croissance provient principalement d'une hausse des dettes interbancaires. Les dettes envers la clientèle et les autres passifs contribuent également à l'augmentation.

Source : BCL

Les créances interbancaires, qui représentent plus que la moitié (52,8%) de l'actif du bilan des banques, ont augmenté de 10,9%, soit de 40 871 millions d'euros, entre avril 2011 et avril 2012, pour s'élever à 415 665 millions d'euros au 30 avril 2012. L'évolution mensuelle sur la période étudiée reste contrastée. Toutefois, les créances interbancaires sont en hausse générale depuis le mois de juillet 2011. Depuis novembre 2011, ces créances oscillent autour des 400 000 millions d'euros.

Il convient surtout de noter que les facilités de dépôt auprès de la Banque centrale du Luxembourg sont incluses dans ces créances. Le mois d'avril 2012, avec 49 846 millions d'euros déposés, affiche le montant le plus élevé jamais enregistré pour ce poste. Il faut se rappeler qu'en avril 2011, les facilités de dépôts ne s'élevaient qu'à 627 millions d'euros. Dans un contexte d'opérations monétaires non conventionnelles et de facilités de dépôts en hausse sensible malgré une faible rémunération (0,25% depuis le 14 décembre 2011), cette montée en puissance des facilités de dépôt démontre que les tensions sur le marché interbancaire n'ont pas encore marqué le pas.

Les créances sur la clientèle ont baissé de 2,4%, soit de 4 550 millions d'euros, entre avril 2011 et avril 2012, pour s'élever à 184 549 millions d'euros. Ce poste représente presque un quart de l'actif du bilan des banques. Notons que la baisse est attribuable à une baisse de 124 millions d'euros des crédits accordés à la clientèle résidente conjuguée à une baisse de 1 499 millions d'euros des crédits accordés aux clients résidents dans d'autres pays de la zone euro. Par conséquent, la plus grande partie de la baisse provient des créances envers la clientèle du reste du monde.

Le portefeuille de titres des banques, qui représente désormais 20% des actifs, s'est contracté de 12,2% entre avril 2011 et avril 2012, passant de 175 389 millions d'euros à 154 002 millions d'euros, soit un montant proche de celui du début des années 2000. Cette contraction résulte en partie de la volatilité de certains indices boursiers depuis le mois d'avril 2010. En effet, en avril 2010, la valeur du portefeuille de titres s'élevait encore à 217 738 millions d'euros. Par ailleurs, cette contraction ne s'applique pas seulement à la valeur des titres. Les montants nominaux des titres détenus ont également diminué entre avril 2011 et avril 2012.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une forte évolution à la hausse entre avril 2011 et avril 2012. Il s'élève à 32 747 millions d'euros, soit 4,2% de l'actif du bilan. 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 8

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)**  
(en millions d'euros, données brutes)

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	04-2011	12-2011	04-2012	04-2011 - 04-2012		12-2011 - 04-2012		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	04-2012
Créances interbancaires	374 794	406 268	415 665	40 871	10,9	9 397	2,3	52,8
Créances sur la clientèle	189 099	193 658	184 549	-4 550	-2,4	-9 109	-4,7	23,5
Portefeuille titres	175 389	162 705	154 002	-21 387	-12,2	-8 703	-5,3	19,6
Autres actifs	26 068	34 016	32 747	6 680	25,6	-1 268	-3,7	4,2
Total de l'actif	765 349	796 646	786 963	21 614	2,8	-9 683	-1,2	100,0

Source : BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

## Evolution du volume des principaux postes du passif du bilan

Tous les postes du passif contribuent à la hausse de la somme de bilan.

Les encours de dettes interbancaires, qui représentent 45,4% du passif du bilan des banques, ont augmenté de 3,6%, soit 12 441 millions d'euros, entre avril 2011 et avril 2012, pour s'élever à 357 674 millions d'euros. Les positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg. La Banque centrale a fortement réduit son apport de liquidités aux banques en comparaison avec les années de crise 2008 et 2009. Par contre, au début de 2012, les créances provenant des opérations de plus long terme sont en forte hausse par rapport aux mois correspondants de 2011. Le solde net des actifs et passifs interbancaires fin avril 2012 est créditeur à raison de 57 991 millions d'euros.

Les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 1,8% entre avril 2011 et avril 2012, pour s'élever à 275 598 millions d'euros. Le refinancement agrégé des banques reste toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle, qui représentent un poids relatif de 35,0% de la somme du passif fin avril 2012.

Entre avril 2011 et avril 2012, le refinancement sous la forme de dettes représentées par un titre a connu une faible hausse de 0,1%. 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. Les montants nominaux des titres ont subi un recul. De plus, avec un poids relatif par rapport à la somme de bilan de 8,5% (encours de 66 876 millions d'euros) fin avril 2012, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité.

Fin avril 2012, 86 815 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Ces autres passifs sont en hausse de 5,2%, soit de 4 291 millions d'euros, par rapport au mois d'avril 2011.

Tableau 9

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)**  
(en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	04-2011	12-2011	04-2012	04-2011 - 04-2012		12-2011 - 04-2012		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	04-2012
Dettes interbancaires	345 233	368 773	357 674	12 441	3,6	-11 099	-3,0	45,4
Dettes envers la clientèle	270 774	272 998	275 598	4 824	1,8	2 600	1,0	35,0
Dettes représentées par un titre	66 818	66 231	66 876	57	0,1	644	1,0	8,5
Autres passifs	82 524	88 643	86 815	4 291	5,2	-1 829	-2,1	11,0
Total du passif	765 349	796 646	786 963	21 614	2,8	-9 683	-1,2	100,0

Source : BCL

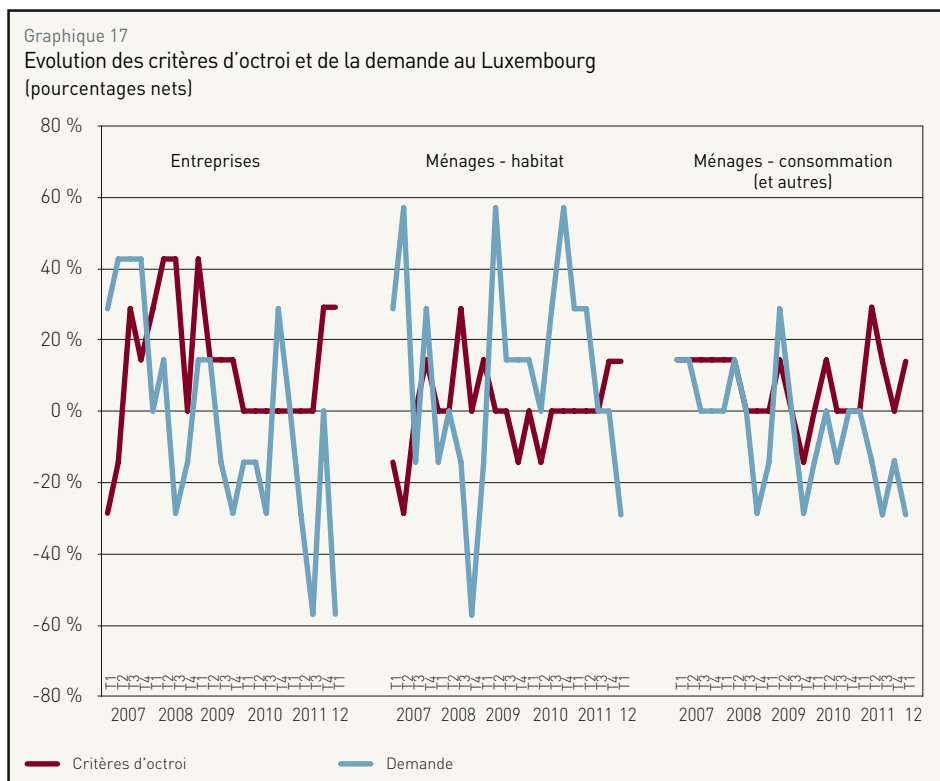
<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des passifs

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

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux



responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande. Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. 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 de la demande). Or, si les pourcentages nets sont supérieurs à zéro, les critères d'octroi se sont durcis (la demande a augmenté). A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.




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 clés au Luxembourg.

Les résultats de la plus récente enquête, réalisée en avril 2012 et couvrant le premier trimestre 2012, indiquent que les banques sont devenues plus restrictives en matière d'octroi de crédits. Cependant, les durcissements nets sont relativement faibles au Luxembourg, alors que dans la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets se sont inscrits en forte baisse par rapport au trimestre précédent. La demande nette de crédits a de nouveau reculé au Luxembourg, après être restée largement inchangée au trimestre précédent. Dans la zone euro, la demande nette de crédits a continué à se replier par rapport au dernier trimestre 2011.

**Entreprises :** Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits dispensés aux entreprises se sont de nouveau légèrement durcis au premier trimestre 2012. Les pourcentages nets restent inchangés à 29%, soit l'équivalent de deux banques. Cette évolution est avant tout imputable à une détérioration des perceptions de risques des banques.

Dans la zone euro, les pourcentages nets se sont fortement réduits par rapport au dernier trimestre 2011, tout en restant supérieurs à zéro, évolution qui est dans une grande mesure attribuable à une amélioration de l'accès au financement des banques. Le recul des pourcentages nets fait suite à une augmentation substantielle pendant les deux trimestres précédents.



Le durcissement des critères d'octroi se reflète surtout par des conditions moins favorables aux emprunteurs, notamment en ce qui concerne les marges des banques. 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.

Pour ce qui est de la demande émanant des entreprises, les résultats les plus récents indiquent une forte baisse au Luxembourg ainsi que dans la zone euro. Au Luxembourg, la demande nette s'est de nouveau inscrite à son creux historique du troisième trimestre de l'année passée. La chute de la demande découle d'un moindre besoin de financement des entreprises. Généralement, la demande émanant des entreprises au Luxembourg est plutôt morose, voire négative, depuis 2008. Dans la zone euro, la demande nette a également fortement reculé. Cette évolution est imputable à un moindre besoin de financement lié notamment aux investissements en capital fixe ainsi qu'aux fusions, acquisitions et restructurations d'entreprises.

**Ménages (habitat):** En ce qui concerne les crédits immobiliers octroyés aux ménages luxembourgeois, les critères d'attribution se sont légèrement durcis au premier trimestre 2012. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont également durcis, en raison d'une évolution défavorable 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.

Plusieurs banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé un durcissement de certaines conditions d'octroi, notamment en ce qui concerne les marges perçues sur les prêts plus risqués. Le durcissement des critères d'attribution dans la zone euro s'est également traduit par des conditions d'octroi moins favorables, notamment en termes de marges plus élevées.

La demande nette s'est repliée lors de la plus récente enquête, tant au Luxembourg qu'au niveau de la zone euro. Cette évolution serait principalement imputable à un moindre besoin de financement découlant d'une dégradation des perspectives sur le marché du logement et à une moindre confiance des consommateurs. Néanmoins, il convient de souligner que la baisse de la demande au Luxembourg équivaut aux réponses de deux banques. Une seule banque a indiqué que les perspectives sur le marché du logement et la confiance des consommateurs se sont détériorées.

**Ménages (consommation et autres):** Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont légèrement durcis au premier trimestre. Ce développement est attribuable à une constellation de différents facteurs, comme par exemple une détérioration de la capacité de remboursement des emprunteurs et une concurrence bancaire amoindrie. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont également quelque peu durcis, en raison des perceptions de risques des banques découlant notamment de la capacité de remboursement des consommateurs.

Le durcissement des critères d'octroi s'est également traduit par des conditions moins favorables, notamment en termes de marges plus élevées.

La demande nette s'est quelque peu repliée lors de la plus récente enquête, tant au Luxembourg qu'au niveau de la zone euro dans son ensemble. La baisse de la demande s'explique par un moindre besoin de financement lié aux dépenses de consommation en biens durables. Dans la zone euro, la chute de la demande découle, de surcroît, d'une détérioration de la confiance des consommateurs.

**Réponses aux questions supplémentaires :** L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée au premier trimestre 2012 comprenait aussi deux questions supplémentaires, dont une qui a trait à l'accès au financement des banques. Toutes les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué que leurs

conditions de refinancement sont restées inchangées et ce pour tous les segments de marché. Dans la zone euro, les conditions d'accès au financement du marché se sont substantiellement améliorées en ce qui concerne l'accès aux marchés monétaires et l'émission de titres de créance.

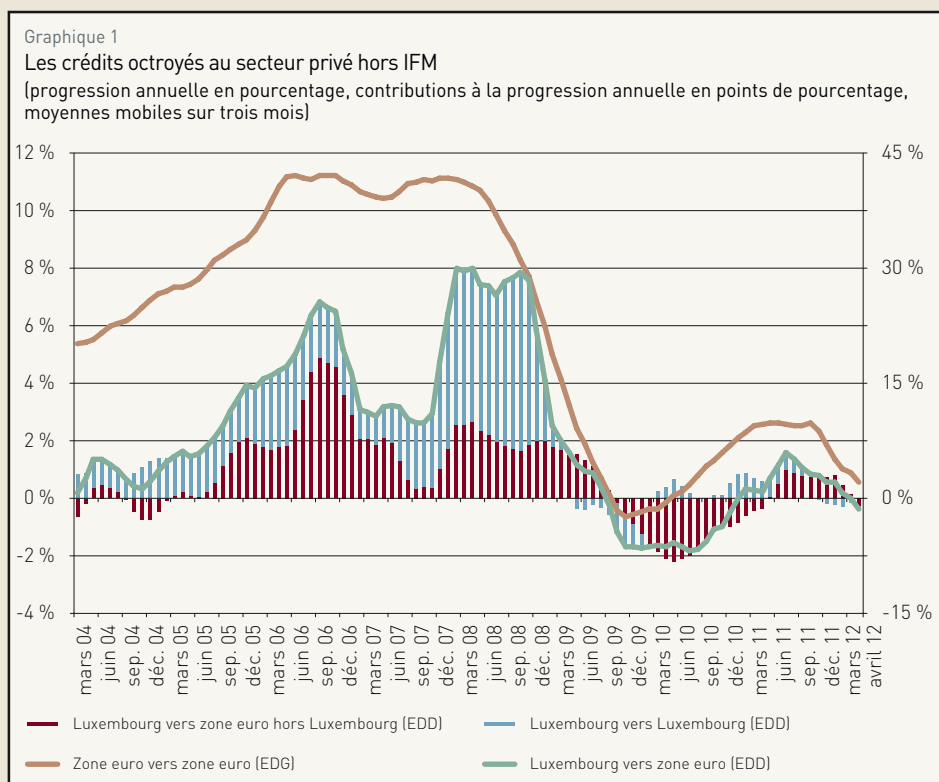
La deuxième question supplémentaire permet d'évaluer plus spécifiquement l'impact de la crise de la dette souveraine sur les conditions de refinancement des banques, ainsi que sur les critères d'octroi. L'incidence de cette crise ne serait pas très importante entre janvier et mars 2012, ni au Luxembourg, ni dans la zone euro dans son ensemble.

Encadré 3 :

## 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 privé<sup>24</sup>, publié en mars 2012 (voir Bulletin 2012/1). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le premier trimestre 2012, ainsi qu'avril 2012.

L'encadré est focalisé sur les données bilantaires (données BSI) des IFM, notamment en raison d'une ventilation détaillée de ces données. Si plusieurs ajustements statistiques ont été effectués, les séries ne sont pas ajustées pour les effets saisonniers. Les informations prises en compte pour analyser l'évolution des crédits octroyés au secteur privé comprennent également d'autres sources, dont la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données MIR) qui couvre 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.



Sources : BCL, BCE

24 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.

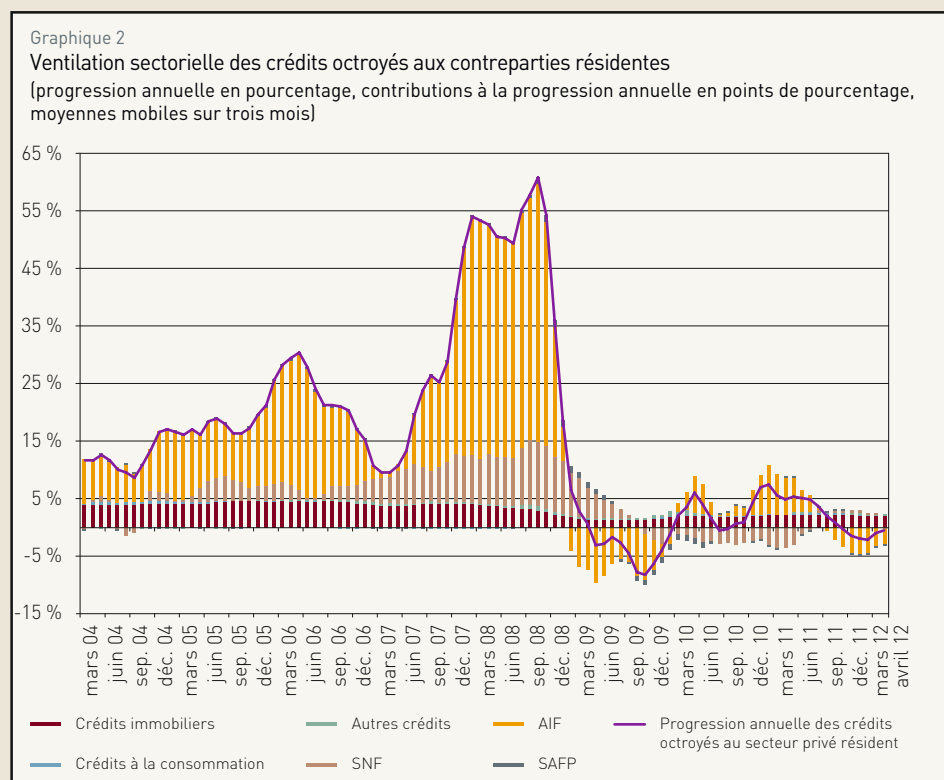
Dans le *Graphique 1*, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé par les IFM implantées au Luxembourg sont ventilées selon l'origine géographique des contreparties. Le graphique retrace également l'évolution du taux de croissance annuel des crédits octroyés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

Depuis le dernier trimestre 2011, les progressions annuelles reprises dans le graphique ont largement évolué en parallèle. En effet, une tendance baissière des deux séries est discernable depuis quelques trimestres. Si la progression annuelle des crédits octroyés par les IFM de la zone euro a encore dépassé les 2,5% au début du quatrième trimestre 2011, elle est tombée en dessous de 1% au cours du premier trimestre 2012. La série luxembourgeoise avait déjà entamé une trajectoire baissière vers la mi-2011 et s'est ralentie davantage depuis lors, pour finalement s'établir à -1,3% en avril. La contribution des crédits octroyés aux non-résidents s'est repliée récemment, alors que celle des crédits destinés aux contreparties résidentes est négative ou proche de zéro depuis plusieurs mois déjà.

La suite de l'encadré se limitera aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associés aux développements macroéconomiques luxembourgeois.

Selon les données d'avril 2012, 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.

Compte tenu du poids des crédits aux AIF, il est peu surprenant de constater que la faible dynamique des crédits octroyés aux contreparties résidentes soit largement attribuable à une évolution défavorable des crédits destinés aux AIF, comme l'établit le *Graphique 2*.



Source : BCL

En effet, la contribution négative des crédits aux AIF à la progression annuelle de l'ensemble des crédits octroyés au secteur privé persiste depuis plusieurs trimestres. Cependant, la progression annuelle des crédits destinés aux AIF poursuit une tendance haussière depuis quelques mois, tout en demeurant négative. La contribution des crédits immobiliers est toujours positive, alors que celle des crédits octroyés aux SNF est proche de zéro.

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 stocks<sup>25</sup> (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

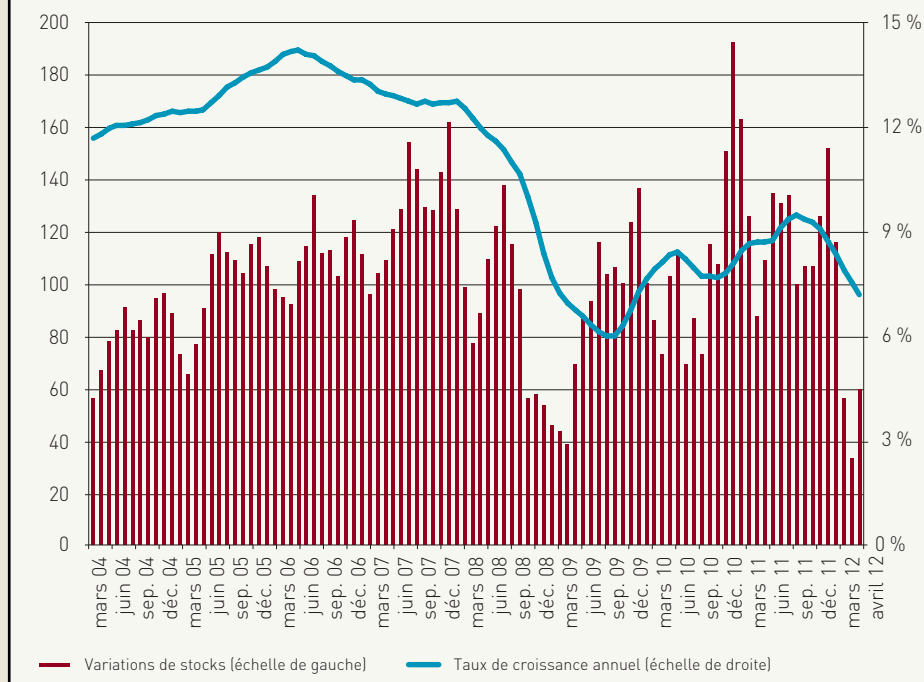
Si le taux de croissance annuel des crédits à l'habitat est en baisse depuis la mi-2011, les volumes de crédit ont toutefois continué à progresser au premier trimestre de l'année en cours ainsi

qu'en avril. La progression annuelle continue effectivement à dépasser les 7% en avril, par rapport à près de 10% en juin 2011. Les variations mensuelles des encours sont également en baisse.

La collecte MIR fournit des informations supplémentaires sur les développements des crédits immobiliers. Elle permet notamment d'apprécier l'évolution des crédits nouvellement accordés, alors que les développements des volumes de crédit dérivés des données bilantaires des banques sont également affectés par les remboursements de crédits, qui ont un impact négatif sur les encours. Les données disponibles dans le cadre de la collecte MIR, non reprises dans le graphique, vont dans le sens d'une progression continue des crédits à l'habitat nouvellement accordés<sup>26</sup>. Pourtant, la progression annuelle des nouveaux crédits est négative depuis le troisième trimestre 2011, signalant une décélération de la progression des crédits nouvellement accordés. Si la progression annuelle de ces crédits est très volatile, elle confirme toutefois la modération de la dynamique de crédits discernable sur base des données bilantaires reprises dans le graphique. Comme indiqué dans la note de bas de page sur les différences méthodologiques entre la collecte MIR et la collecte BSI, les données MIR ne sont pas ventilées selon l'origine géographique de la contrepartie. Néanmoins, la ventilation des encours indique que la vaste majorité des crédits immobiliers (plus de 90%) sont destinés à des ménages résidents. Afin d'être complet, il est utile de mentionner la collecte statistique sur les crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg. Les informations disponibles dans le cadre de cette collecte trimestrielle sont largement en ligne avec la modération de la dynamique de crédits précitée.

Graphique 3

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



Source : BCL

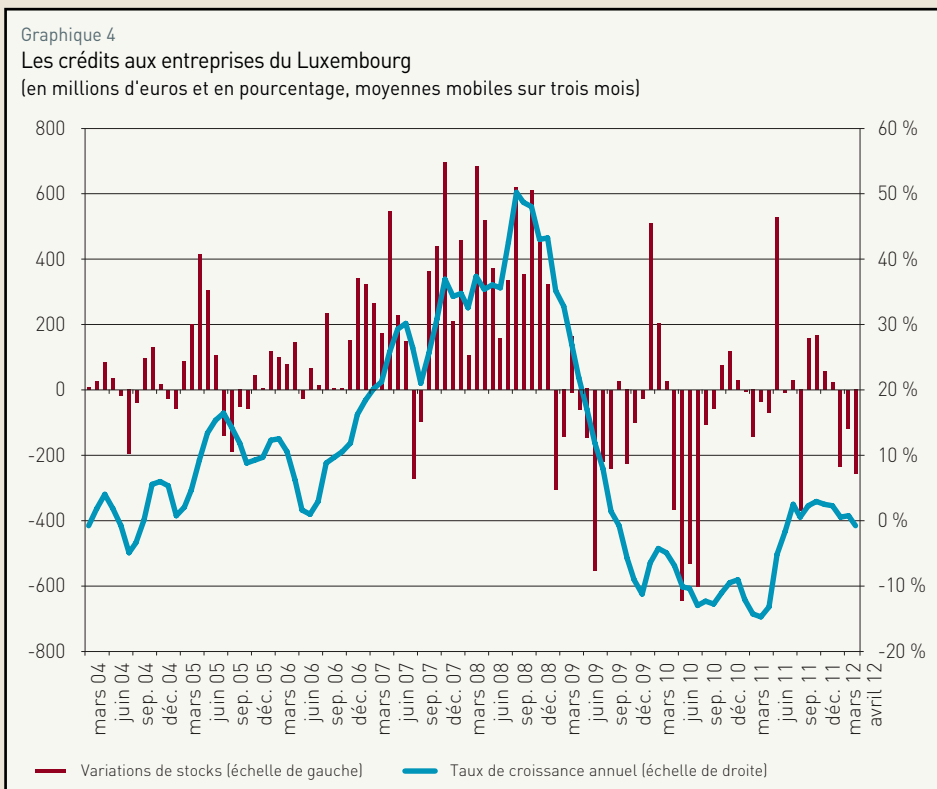
25 Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours (corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).

26 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 informations disponibles dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, ces développements s'expliqueraient surtout par l'évolution de la demande de crédits immobiliers. La demande nette pour les crédits immobiliers s'est quelque peu repliée lors de la plus récente enquête, après être restée largement inchangée aux deux trimestres précédents. A noter que, toutes choses étant égales par ailleurs, la progression des crédits connaît une décélération en l'absence d'une accélération de la demande. Pour ce qui est du côté de l'offre de crédits, les critères d'octroi se sont légèrement durcis au dernier trimestre 2011, ainsi qu'au premier trimestre 2012. Plus généralement, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique toutefois que les critères d'attribution relatifs aux crédits à l'habitat n'ont pas changé considérablement depuis l'émergence des turbulences financières.

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 progression annuelle s'est stabilisée aux alentours de 6% en février et en mars 2012, pour finalement tomber en dessous de 5% en avril. Les variations mensuelles des encours de crédits ont fortement rebondi suite au festival de l'automobile au premier trimestre, avant de s'inscrire aux alentours de zéro en avril. Ces développements sont largement en ligne avec l'évolution des crédits nouvellement accordés.

Pourtant, 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 janvier et mars, tandis que la demande nette s'est quelque peu repliée. Cette incohérence apparente entre l'évolution des volumes de crédit et les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pourrait s'expliquer par le fait que les variations de l'offre et de la demande de crédits signalées dans le cadre de l'enquête sont relativement faibles. En outre, l'évolution de la demande nette fait en principe abstraction des fluctuations saisonnières, alors que les collectes statistiques ne sont pas corrigées pour les effets saisonniers. Le lien entre les résultats de l'enquête et l'évolution des statistiques sur les crédits peut par ailleurs être assujéti à des décalages dans le temps.



Source : BCL

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*.

Alors que le taux de croissance annuel des volumes d'encours de crédits fut largement positif au cours des derniers trimestres, il est demeuré relativement faible et s'est inscrit en dessous de zéro en fin de période. L'évolution des variations mensuelles des encours demeure également plutôt atone, voire négative. 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 élevés, abstraction

faite de l'affaiblissement habituel de la dynamique à court terme discernable en début d'année. Par contre, les gros volumes se maintiennent à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009.

Les banques ont indiqué avoir légèrement durci leurs critères d'octroi au premier trimestre 2012, tout comme au dernier trimestre 2011. Néanmoins, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire fait surtout ressortir une évolution défavorable de la demande de crédits émanant des entreprises<sup>27</sup>. En effet, la demande nette s'est inscrite à -57% au premier trimestre 2012. Si la demande est restée inchangée au trimestre précédent, le creux historique de -57% avait déjà été atteint au troisième trimestre.

On peut donc conclure que le recul continu des crédits octroyés au secteur privé résident demeure largement attribuable à une diminution des crédits octroyés aux AIF. Les encours de crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse persistante, mais leur progression annuelle a continué à se ralentir. La progression des encours de crédits destinés aux entreprises établies au Luxembourg s'inscrit toujours à des niveaux relativement faibles. Si l'enquête sur la distribution du crédit bancaire ne signale pas de durcissement généralisé des critères d'octroi, un durcissement partiel se dégage des résultats récents. Ces derniers suggèrent toutefois que c'est la demande de crédits qui est à l'origine de la faible dynamique des crédits octroyés aux entreprises notamment.

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

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

##### Taux d'intérêts des crédits accordés par les banques

Les taux directeurs de l'Eurosystème des mois de mars 2011 et de mars 2012 sont identiques. Cependant, les taux directeurs ont varié quatre fois au cours de l'année 2011. Il y a eu deux mouvements de hausse en avril et en juillet, suivis de deux mouvements de baisse en novembre et en décembre.

Le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable a augmenté de 18 points de base entre mars 2011 (1,91%) et mars 2012 (2,09%). Rappelons toutefois 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 mars 2003) avec un taux de 1,81%. Ce taux est à mettre en rapport avec le taux de 4,89% d'août 2008.

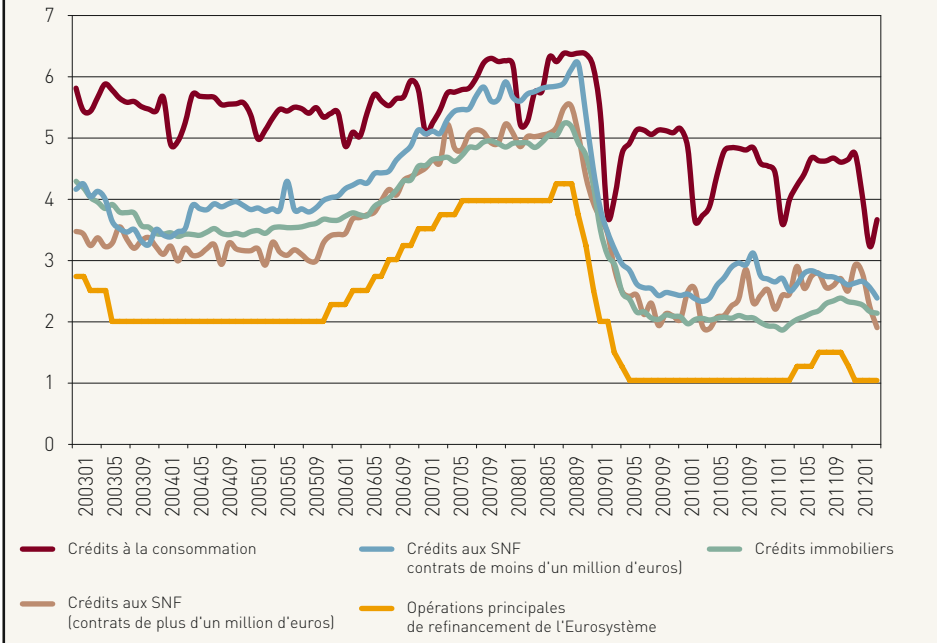
Entre mars 2011 et mars 2012, le coût des crédits à la consommation ayant un taux variable a augmenté, passant de 2,04% à 3,61%. A l'inverse, le coût des crédits dont la période de fixation du taux est comprise entre une année et cinq années et celui des crédits dont la période de fixation est supérieure à cinq années a baissé. Ainsi, pour la première catégorie, les crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans a baissé de 34 points de base, passant de 4,01% à 3,67%. En ce qui concerne les crédits à la consommation dont la période de fixation est supérieure à cinq ans, le taux est passé de 4,41% à 3,92% sur la période.

La catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a également vu son coût légèrement diminuer entre mars 2011 (2,20%) et mars 2012 (2,18%), après plusieurs mouvements de hausse au cours du deuxième et du troisième trimestre de l'année 2011. Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

Graphique 18

Evolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux agents non bancaires de la zone euro sur la période allant de janvier 2003 à mars 2012

(en %)

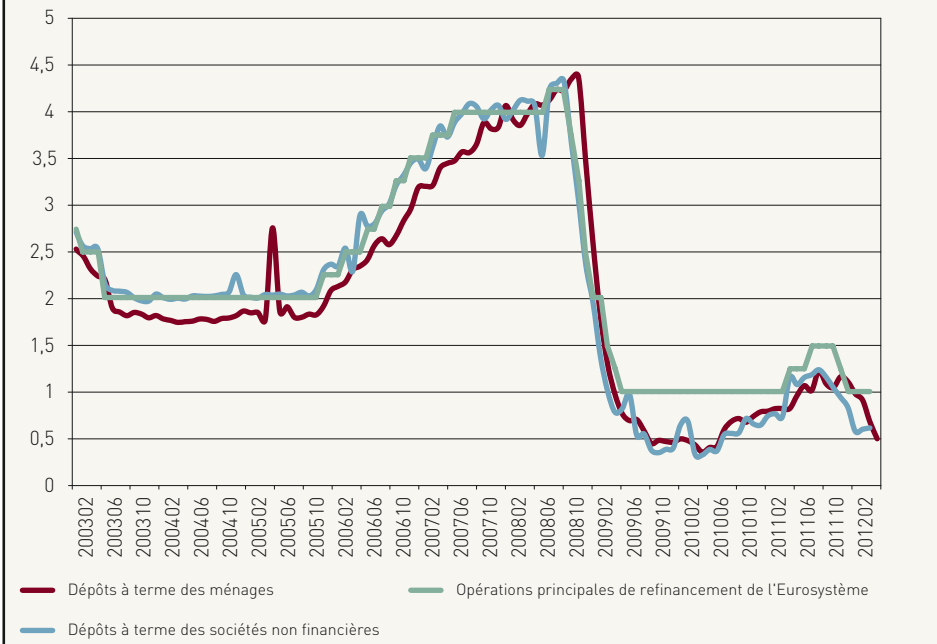


Source : BCL

Graphique 19

Evolution de la rémunération des dépôts aux agents non bancaires de la zone euro sur la période allant de janvier 2003 à mars 2012

(en %)



Source : BCL

Concernant les nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières, de montants inférieurs à un million d'euros, nous notons, pour les contrats ayant un taux variable, une baisse de 12 point de base. Le taux correspondant est en effet passé de 2,50% en mars 2011 à 2,38% en mars 2012. Concernant les contrats dont la période de fixation du taux est comprise entre une année et cinq années, nous constatons également une baisse des taux sur la période (de 3,36% à 2,40%). A l'inverse, les contrats, dont la période de fixation est supérieure à cinq ans enregistrent une très légère hausse des taux qui passent de 3,11% à 3,14% sur la même période.

Par ailleurs, le coût des nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières pour des montants supérieurs à un million d'euros est quant à lui en baisse, quelles que soient les maturités initiales.

### Taux d'intérêts des dépôts en banque

La rémunération des dépôts des ménages est en baisse générale entre mars 2011 et mars 2012. Par ailleurs, la hausse des taux directeurs de l'Eurosystème du 13 juillet 2011 se reflète nettement dans la rémunération des dépôts à ce moment, puisque le mois de juillet s'est caractérisé par la plus forte rémunération de l'année 2011. Depuis, celle-ci est en diminution, dans la lignée de la baisse des taux directeurs de l'Eurosystème.



En ce qui concerne la rémunération des dépôts des sociétés non financières, le constat est un peu différent car la rémunération est en nette hausse pour les contrats dont la maturité initiale est supérieure à deux ans, passant de 0,47% en mars 2011 à 1,84% en mars 2012. Par contre, pour les contrats ayant une maturité initiale inférieure à deux années, la rémunération est en baisse, à l'instar des contrats liant les banques aux ménages.

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

A l'instar de l'année 2011, le premier trimestre de l'année 2012 a été marqué par un environnement fragilisé notamment par la crise de la dette souveraine en Europe, qui avait déjà fortement marqué les résultats dégagés par les établissements de crédit luxembourgeois au cours des trimestres précédents. Dans un tel environnement, marqué par des incertitudes majeures et la faiblesse persistante des taux d'intérêts, les principales sources de revenus des établissements de crédit se sont inscrites à la baisse, en dépit d'une légère reprise du volume des activités tel que mesuré par la somme des bilans.

Ainsi, sur base des chiffres provisoires, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts réalisé par les établissements de crédit luxembourgeois au cours du premier trimestre de l'année 2012 s'élève à 1 428 millions d'euros, soit une baisse de 11,4% ou 184 millions d'euros par rapport à celui dégagé au cours du premier trimestre de 2011, qui était de 1 612 millions d'euros.

Les intérêts perçus et bonifiés affichent une baisse au cours du premier trimestre de l'année 2012. D'une part, les intérêts perçus s'élèvent à 4 677 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 6,1% soit 306 millions d'euros. D'autre part, les intérêts bonifiés sont en baisse de 8,6%, ou 317 millions d'euros, pour s'élever à 3 361 millions d'euros. Ainsi, au cours du premier trimestre de l'année en cours, la marge sur intérêts s'établit à 1 412 millions d'euros, soit une légère diminution de 11 millions d'euros ou 0,8% en comparaison annuelle. Dans ce contexte, il convient de noter qu'aux intérêts perçus s'ajoutent les dividendes, qui se chiffrent à 96 millions d'euros, soit une baisse de 22 millions d'euros par rapport au montant de 118 millions perçu au cours de la même période de l'année précédente. Cette baisse des dividendes perçus est à analyser à la lumière de deux développements. D'une part, le volume d'actions et de participations détenues par les établissements de crédit a diminué au cours des douze derniers mois. D'autre part, les résultats plus faibles dégagés en 2011 donnent droit à des dividendes moins élevés que ceux observés au cours des années antérieures. Si on fait abstraction des dividendes, la marge sur intérêts affiche une légère hausse de 11 millions d'euros. Finalement, il convient également de noter la disparité entre les banques individuelles. Ainsi, la baisse de la marge sur intérêts est largement due à des développements individuels, puisque la majorité des banques (87 établissements) enregistrent une hausse de leur marge sur intérêts.

Parallèlement à l'évolution de la marge sur intérêts, les revenus nets sur commissions accusent également une baisse. Cette dernière s'explique en grande partie par les développements sur les marchés financiers, puisque l'évolution des valeurs boursières influe directement sur la volatilité et le niveau de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif ainsi que sur le volume d'activité d'investissement de la clientèle. Ainsi, sous l'impulsion de la situation incertaine des marchés financiers, les revenus nets sur commissions ont baissé de 3,2% ou 34 millions d'euros en comparaison annuelle, passant de 1 059 millions d'euros au cours du premier trimestre de 2011 à 1 025 millions d'euros pour la même période de l'année 2012. Finalement, il convient de mentionner qu'en dépit de la faible baisse observée sur base annuelle, les revenus dégagés en 2012 dépassent ceux observés au cours des premiers trimestres des années 2008 à 2010.

Les autres revenus nets dégagés au cours du premier trimestre de 2012 s'élevaient à 175 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 120 millions d'euros par rapport aux revenus de 295 millions d'euros réalisés au cours des trois premiers mois de l'année 2011. La contraction des autres revenus nets provient en partie des moins-values réalisées sur la cession de titres ainsi que des variations de juste valeur de titres détenus par un nombre limité de banques.

Compte tenu des développements décrits ci-dessus, le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 132 millions d'euros ou 4,7% et se chiffre à 2 690 millions d'euros au premier trimestre 2012.

Les frais généraux ont quant à eux augmenté de 4,5% par rapport à la même période de l'exercice précédent pour s'élever à 1 194 millions d'euros au premier trimestre 2012. Cette hausse se décompose en une hausse de 7,9% des frais d'exploitation (augmentation de 38 millions d'euros) et une croissance de 2,0% des frais de personnel (augmentation de 13 millions d'euros). Dans ce contexte, il convient de noter que l'évolution des effectifs est marquée par la reprise des effectifs d'un sous-traitant par un établissement de crédit en 2011 (augmentation de 558 unités) ainsi que par un transfert d'effectifs vers une société de gestion (diminution de 88 unités).

Sous l'impulsion des répercussions d'une crise persistante, les dépréciations nettes ont augmenté de 19,3% ou 16 millions d'euros par rapport au premier trimestre 2011, pour s'élever à 99 million le 31 mars 2012. Cependant, la reprise nette de provisions se chiffre à 10 millions d'euros pour le premier trimestre 2012 contre 11 millions d'euros pour la même période de l'année précédente.

Tableau 10

**Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des établissements luxembourgeois <sup>1)</sup>**  
(en millions d'euros, sauf indication contraire)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	03-2011	03-2012	VARIATION EN POURCENT	VARIATION EN TERMES BRUTS
1	Intérêts perçus	4 983	4 677	-6,1	- 306
2	Dividendes perçus	118	96	-18,6	- 22
3	Intérêts bonifiés	3 678	3 361	-8,6	- 317
4	Marge sur intérêts	1 423	1 412	-0,8	- 11
5	Revenus nets sur commissions	1 059	1 025	-3,2	- 34
6	Revenus nets sur opérations de change	45	78	73,3	33
7	Autres revenus nets	295	175	-40,7	- 120
8	Revenus hors intérêts	1 399	1 278	-8,6	- 121
9	Produit bancaire	2 822	2 690	-4,7	- 132
10	Frais de personnel	665	678	2,0	13
11	Frais d'exploitation	478	516	7,9	38
12	Frais de personnel et d'exploitation	1 143	1 194	4,5	51
13	Amortissements sur immobilisé non financier	67	68	1,5	1
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	1 612	1 428	-11,4	- 184

Source : CSSF

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

### 1.2.3.2.7 Les organismes de placement collectif

Au cours du premier trimestre de 2012, l'industrie des fonds d'investissement a poursuivi sa croissance du point de vue du nombre des entités inscrites sur la liste officielle des organismes de placement collectif. Quant au volume des actifs sous gestion, il a enregistré une progression au cours de la période sous revue et a atteint son niveau historiquement le plus élevé à la fin du mois de mars.

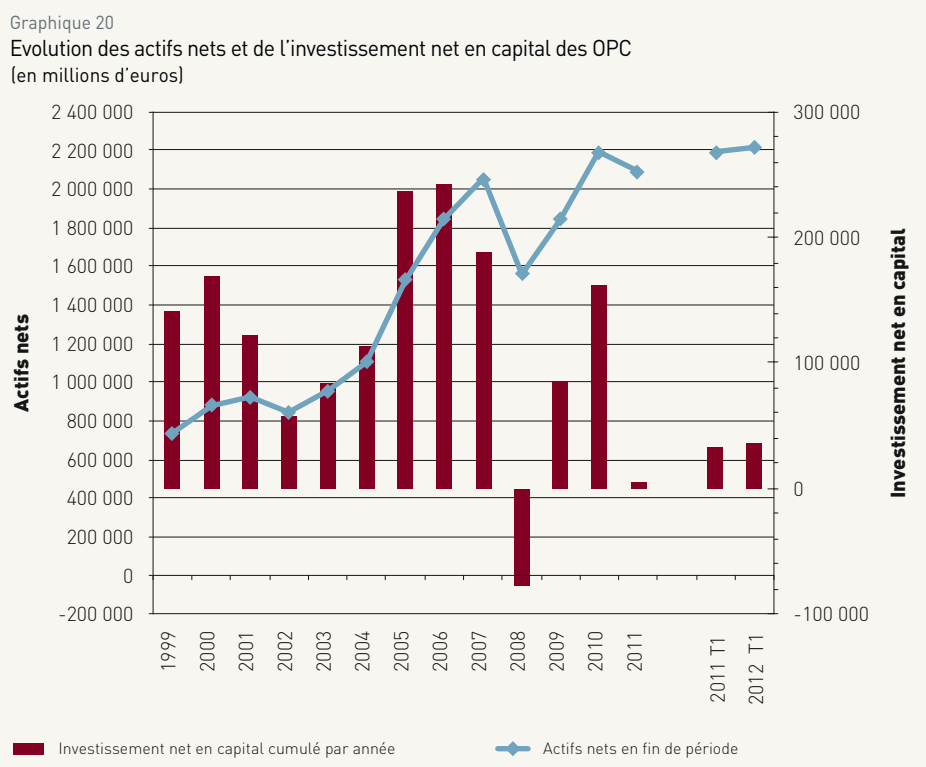
#### 1.2.3.2.7.1 L'évolution en nombre

Le premier trimestre de 2012 s'est caractérisé par un accroissement du nombre des fonds d'investissement, qui a augmenté de 21 unités entre décembre 2011 et mars 2012 pour s'établir, au 31 mars, à 3 866 entités. Cette hausse se décompose en une augmentation de 45 entités du nombre de fonds d'investissements spécialisés (FIS) combinée à une diminution de 24 unités du nombre d'organismes de placement collectif soumis à la loi de 2010. On note encore que malgré la diminution constante du nombre de compartiments monétaires, le nombre de compartiments a progressé de 49 unités au cours du trimestre écoulé, passant de 13 294 à 13 343 unités entre fin décembre 2011 et fin mars 2012.

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

Au cours du premier trimestre de 2012, les marchés financiers ont enregistré des performances très positives, particulièrement en janvier et février. En parallèle, les investissements nets en capital se sont montés à plus de 36 milliards d'euros au premier trimestre 2012. Par conséquent, la valeur nette d'inventaire (VNI) observée à la fin du mois de mars s'est appréciée de près de 5,8% par rapport au niveau observé fin décembre 2011. A un an d'écart, le volume des actifs sous gestion a enregistré une hausse de 1,2%. Notons encore que les actifs gérés par les OPC ont atteint un maximum historique fin mars 2012, avec un volume de 2 217 206 millions d'euros.

Toutefois, l'instabilité des marchés financiers observée à partir de mars fait craindre des évolutions moins positives pour les mois à venir.



Source : CSSF

Tableau 11:

**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.	dont nombre de compart. monétaires	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital <sup>1)2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	435	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	406	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	375	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	445	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	432	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	449	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	451	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	463	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	477	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	479	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	461	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	412	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2011										
jan.	3 684	12 979	451	2 184 027	14 212	-29 179	323 339	17,4	-14 967	-0,7
fév.	3 705	13 030	447	2 208 198	15 623	8 548	310 264	16,3	24 171	1,1
mars	3 724	13 057	435	2 190 896	2 515	-19 817	210 358	10,6	-17 302	-0,8
avril	3 736	13 097	430	2 195 408	10 667	-6 155	182 521	9,1	4 512	0,2
mai	3 749	13 186	424	2 219 208	7 906	15 894	226 795	11,4	23 800	1,1
juin	3 749	13 164	421	2 184 999	-4 879	-29 330	174 362	8,7	-34 209	-1,5
juil.	3 795	13 210	428	2 189 665	-7 883	12 549	170 442	8,4	4 666	0,2
août	3 799	13 256	427	2 085 941	-10 550	-93 174	16 951	0,8	-103 724	-4,7
sep.	3 816	13 312	427	2 032 077	-11 343	-42 521	-51 663	-2,5	-53 864	-2,6
oct.	3 819	13 307	424	2 071 937	-7 706	47 566	-35 638	-1,7	39 860	2,0
nov.	3 833	13 328	424	2 059 419	206	-12 724	-101 453	-4,7	-12 518	-0,6
déc.	3 845	13 294	412	2 096 512	-3 484	40 577	-102 482	-4,7	37 093	1,8
2012										
jan.	3 837	13 273	287	2 157 081	5 163	55 406	-26 946	-1,2	60 569	2,9
fév.	3 847	13 334	287	2 203 159	13 104	32 974	-5 039	-0,2	46 078	2,1
mars	3 866	13 343	284	2 217 206	18 102	-4 055	26 310	1,2	14 047	0,6

Source : CSSF

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

## 1.2.3.2.7.3 L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement (fonds en actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, 'hedge funds', autres fonds) permet une analyse plus fine des développements constatés dans le secteur des fonds d'investissement.

Tableau 12 :

**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	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
oct.	795 725	635 715	500 678	40 231	22 704	108 561
nov.	772 801	622 008	488 918	40 293	22 239	106 038
déc.	777 088	622 724	488 725	40 222	22 478	104 240
	831 723	631 089	514 793	41 356	29 595	58 861
Reclassifications	54 635	8 365	26 068	1 134	7 117	-45 379
2012						
janv.	864 771	668 011	530 808	44 100	29 018	62 622
févr.	884 466	694 585	544 644	42 986	29 357	62 930
mars	892 218	693 788	548 821	42 393	28 671	62 259

Source : BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds à partir de décembre 2008. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires constituent la catégorie la plus importante. Ils sont suivis par, dans l'ordre, les fonds en actions et les fonds mixtes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie 'Autres fonds' 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.

Une grande partie de la forte hausse des actifs enregistrée entre décembre 2011 et janvier 2012 est liée à la modification de la définition des fonds monétaires (voir ci-dessous). Le reclassement de certains fonds monétaires en fonds non-monétaires a augmenté artificiellement le total bilantaire des fonds obligataires, d'un montant de 51 940 millions d'euros. Par ailleurs, certains fonds de fonds qui étaient enregistrés sous la catégorie 'Autres fonds' ont été reclassés dans la catégorie de leurs actifs sous-jacents principaux. Dans le tableau, la ligne 'Reclassifications' reprend les montants estimés des ruptures de séries dues à ces deux phénomènes.

Ces ruptures de séries rendent momentanément plus difficile une analyse des évolutions de long terme des différentes catégories de fonds. Entre fin janvier et fin mars 2012, la catégorie de fonds qui a enregistré la plus forte progression est celle des fonds investis principalement en actions. Dopés par la bonne santé des marchés financiers, les actifs de ces fonds ont progressé de 3,9% au cours de cette



période, malgré un léger tassement en mars. La croissance s'est élevée à près de 10% si l'on compare le montant de la fin mars à celui de la fin décembre corrigé du montant des reclassifications. Les deux autres catégories principales de fonds ont enregistré une progression de respectivement 3,2% (fonds obligataires) et 3,4% (fonds mixtes) entre janvier et mars 2012.

Par contre, on note que les actifs des fonds immobiliers ont accusé une réduction entre janvier et mars 2012. Le total bilantaire des 'hedge funds' et des autres fonds, après s'être accru en février, s'est affaibli en mars, probablement en raison des perturbations constatées sur les marchés financiers.

#### 1.2.3.2.8 Les OPC monétaires

##### 1.2.3.2.8.1 Le nombre de compartiments

En janvier 2012, le nombre de compartiments monétaires est tombé à 287 en raison d'un changement de définition. En effet, depuis le 30 janvier 2012, la BCL applique la nouvelle définition des OPC monétaires. Les conditions d'accès à cette catégorie de fonds sont plus restrictives qu'auparavant. Entre autres, elles garantissent que le portefeuille présente une maturité moyenne pondérée inférieure ou égale à six mois. La nouvelle définition est décrite dans le règlement (UE) No 883/2011 de la Banque centrale européenne du 25 août 2011 modifiant le règlement (CE) No 25/2009 concernant le bilan du secteur des institutions financières monétaires (BCE/2008/32). Cette définition est cohérente avec les lignes directrices (CESR 10-049) concernant une définition commune des OPC monétaires européens, publiées le 19 mai 2010 par le Comité européen des autorités de régulation de marchés de valeurs mobilières (CERVM). Le CERVM (CESR en anglais) est le prédécesseur de l'Autorité européenne des marchés financiers.

Entre fin janvier et fin mars 2012, le nombre de compartiments monétaires a diminué de 3 unités, passant de 287 à 284. En dépit du changement de définition, la diminution du nombre de compartiments monétaires, entamée fin 2009, s'est donc poursuivie. Toutefois, en avril, ce nombre est remonté à 300. En effet, certains OPC reclassés dans la catégorie 'non-monétaire' en janvier ont fait les démarches nécessaires pour répondre à la nouvelle définition et réintégrer ainsi la population des fonds monétaires.

##### 1.2.3.2.8.2 La somme des bilans

En janvier 2012, le reclassement de certains OPC de la catégorie des fonds monétaires vers la catégorie des fonds non-monétaires s'est traduit par un transfert de 51 940 millions d'euros entre les deux catégories.

Parallèlement à ce phénomène purement statistique, la somme des bilans a diminué entre décembre 2011 et février 2012, pour atteindre 238 798 millions d'euros. Au cours des deux mois suivant, elle est ensuite nettement remontée affichant 254 835 millions d'euros à la fin du mois d'avril. Toutefois, la hausse enregistrée en avril est partiellement artificielle, car elle intègre le reclassement de quelques OPC dans la catégorie monétaire.

L'évolution des actifs des fonds monétaires constitue le miroir des évolutions des marchés financiers. Lorsque ceux-ci affichent de bonnes performances, comme en janvier et février de cette année, les OPC monétaires perdent de leur attrait aux yeux des investisseurs. Par contre, en cas d'instabilité sur

les marchés financiers, comme en mars-avril ou au cours de la période juillet-novembre 2011, les gestionnaires de patrimoine se tournent vers les OPC monétaires, dont les rendements sont limités mais qui constituent un placement peu risqué.

#### 1.2.3.2.8.3 La politique d'investissement

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

Fin avril 2012, le portefeuille de titres représentait 73,0% de l'actif, soit 186 026 millions d'euros. Ce pourcentage est égal à celui affiché en décembre, avant le changement de définition (73%).

Tableau 13:

#### 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 <sup>1)</sup>
	04-2011	12-2011	04-2012	04-2011 - 04-2012		12-2011 - 04-2012		04-2012
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	59 694	75 586	62 588	2 894	4,8	-12 998	-17,2	24,6
Portefeuille titres	210 942	220 889	186 026	-24 916	-11,8	-34 863	-15,8	73,0
Autres actifs	7 313	6 221	6 221	-1 092	-14,9	0	0,0	2,4
Total de l'actif	277 949	302 696	254 835	-23 114	-8,3	-47 861	-15,8	100,0

Source : BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Le portefeuille des titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se compose de titres émis par des établissements de crédit (105 239 millions d'euros au 30 avril 2011), de titres émis par le secteur public (43 540 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (36 570 millions d'euros).

Le changement de définition intervenu en janvier a eu peu d'impact sur les poids relatifs de chaque type de contrepartie dans le total du portefeuille. La part de titres émis par le secteur bancaire est restée au même niveau, soit 56,8% en avril 2012 tout comme en décembre 2011. Celle des titres émis par les administrations publiques est passée de 25,6% en décembre à 23,5% en avril. Enfin, la proportion de titres émis par les autres secteurs est passée de 17,6% à 19,7% au cours de la même période.

En raison du changement de définition, les évolutions temporelles doivent être analysées avec précaution. On peut toutefois constater une diminution plus que proportionnelle des titres émis par les administrations publiques entre décembre 2011 et avril 2012, compensée par une hausse plus que proportionnelle des titres émis par les autres secteurs. A un an d'écart, et malgré le changement de définition, le montant des titres émis par le secteur public a toutefois augmenté, passant de 32 448 millions d'euros en avril 2011 à 43 540 millions d'euros en avril 2012. En fait, si l'on neutralise l'impact du changement de définition, on peut noter que le montant des titres émis par le secteur public a augmenté à partir d'avril 2011 pour atteindre plus de 50 milliards d'euros en mars 2012, avant de retomber à 43 540 millions en avril.

Tableau 14 :

**Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contreparties <sup>1)</sup>**

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

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	04-2011	12-2011	04-2012	04-2011 - 04-2012		12-2011 - 04-2012		04-2012
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Etablissements de crédit	135 767	125 010	105 239	-30 528	-22,5	-19 771	-15,8	56,8
Administrations publiques	32 448	56 306	43 540	11 092	34,2	-12 766	-22,7	23,5
Autres secteurs	41 953	38 648	36 570	-5 383	-12,8	-2 078	-5,4	19,7
Total	210 168	219 964	185 349	-24 819	-11,8	-34 615	-15,7	100,0

Source : BCL

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des crédits.

Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 24,6%, soit 62 586 millions d'euros. Il convient de noter que le poids relatif de ces créances était en constante augmentation depuis l'été 2011, passant de 18,7% en juin à 28,6% en novembre. Toutefois, en décembre, il est retombé à 25,0%, puis à 24,6% en avril. Ce niveau reste élevé en regard des niveaux observés avant la crise financière de 2008 (environ 12% en moyenne) ou au cours de l'année 2010 (19,7% en moyenne). 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.

### 1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

En 2011, le commerce dans son ensemble est apparu fort dynamique. Le chiffre d'affaires a nettement progressé en 2011, après une année 2010 déjà fructueuse. Au niveau sectoriel, il est apparu que la croissance de l'activité des grossistes a quelque peu ralenti, 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 également été favorables sur l'ensemble de l'année 2011. Enfin, le secteur hôtel-restauration a aussi affiché des résultats en nette progression.

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 l'ensemble de l'année 2011, les immatriculations d'automobiles au Luxembourg se situent à un niveau quelque peu supérieur à celui qui prévalait en moyenne un an plus tôt sur la même période. Avec quelques 49 881 nouvelles immatriculations automobiles, le marché de l'automobile du Luxembourg a tout de même enregistré en 2011 sa quatrième meilleure performance depuis 1981. Il se rapproche ainsi des sommets atteints avant la crise financière. Pour rappel, 52 359 immatriculations automobiles avaient été enregistrées en 2008. Dans la zone euro, le marché de l'automobile a au contraire baissé en 2011 (-3,3%).



Au premier trimestre 2012, la hausse sur un an des immatriculations automobiles s'est limitée à 0,7% au Luxembourg. En Allemagne, les immatriculations ont aussi légèrement progressé sur la même période (+1,3%), tandis qu'en France et en Belgique, elles ont fortement reculé (respectivement -21,6% et -12,7%).

Les plus récentes données disponibles concernent le mois d'avril 2012. Elles indiquent une progression de 2,9% des immatriculations au Luxembourg.

Tableau 15:

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

	2010	2011	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1
Immatriculations de voitures	4,8	0,3	-1,2	-7,8	0,0	-6,7	7,2	5,0	0,7
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	4,4	7,8	7,2	1,2	11,0	2,2	10,4	9,0	-
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	26,3	12,6	30,8	18,8	25,7	8,5	8,1	9,9	-
Commerce de détail	12,7	14,7	12,9	11,9	16,2	14,6	13,0	15,0	-
Commerce de détail (corrigé de l'effet VPC <sup>1)</sup> et VCMS <sup>2)</sup>	3,2	4,2	4,5	1,5	4,5	5,2	2,8	4,4	-
Hôtels et restaurants	2,4	4,4	2,9	2,5	5,4	5,8	3,2	3,5	-
Transport aérien	22,8	8,9	21,7	18,1	19,9	5,2	7,6	5,3	-
Transport par eau	15,3	8,5	-11,9	8,0	-11,8	2,6	28,5	17,0	-
Transport terrestre	3,6	5,0	6,0	2,1	3,9	7,1	10,1	-0,4	-
Services auxiliaires des transports	19,2	10,6	19,4	13,3	15,1	8,0	16,0	4,4	-

\* En valeur.

<sup>1)</sup> VPC : ventes par correspondance

<sup>2)</sup> VCMS : ventes de carburants en magasins spécialisés

#### 1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs au Luxembourg est orienté à la baisse depuis la mi-2011. La plus récente enquête disponible date du mois de mai 2012. Elle indique que l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg après correction des variations saisonnières a enregistré une nouvelle baisse. Les quatre composantes de l'indicateur de confiance ont évolué de manière contrastée en mai. Les anticipations des ménages concernant la situation économique générale au Luxembourg se sont stabilisées ce mois-ci, tandis que celles relatives au chômage et à leur situation financière se sont nettement dégradées. Les anticipations des ménages relatives à leur capacité d'épargner se sont au contraire redressées en mai.

Par rapport au niveau observé au mois de janvier 2012, la confiance des consommateurs du Luxembourg se situe en mai en retrait de 6 points. De manière plus générale, l'indicateur de confiance des consommateurs évolue depuis septembre 2011 en dessous de sa moyenne historique.

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs se situe aussi en dessous de sa moyenne historique - depuis août 2011. Elle affiche en revanche une légère hausse en mai par rapport à son niveau de janvier 2012.

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

Tableau 16:

**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	
2010	mai	-7	-26	33	-10	41	
	juin	-2	-11	31	-7	40	
	juillet	3	-5	26	-4	48	
	août	5	2	24	-1	42	
	septembre	5	1	23	3	38	
	octobre	5	0	23	-5	48	
	novembre	6	0	22	0	44	
	décembre	2	-5	28	-6	45	
	2011	janvier	5	-3	26	-4	54
		février	3	-1	25	-5	43
		mars	5	0	18	1	39
		avril	6	-5	16	-4	50
mai		8	2	13	-3	44	
juin		4	-2	19	-3	42	
juillet		5	-1	26	1	46	
août		0	-9	34	-3	44	
septembre		-1	-14	37	0	46	
octobre		-7	-24	48	-4	46	
novembre		-8	-29	43	-3	45	
décembre		-7	-27	40	-3	42	
2012	janvier	-2	-23	35	-3	52	
	février	-6	-22	39	-6	43	
	mars	-4	-21	42	-2	48	
	avril	-6	-24	39	-1	42	
	mai	-8	-24	46	-8	45	

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.

**1.2.5 La croissance économique****Comptes annuels**

D'après la récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en avril 2012, la progression du PIB réel est estimée à 1,6% sur l'ensemble de l'année 2011. Il convient de noter que ces chiffres sont parfaitement en ligne avec les projections de la BCL de décembre 2011, qui prévoyaient une hausse du PIB en volume de 1,7% en 2011 (point central). Par ailleurs, cette estimation n'apporte aucune révision aux données relatives aux années antérieures à 2011.

L'examen de la décomposition de la croissance selon l'approche « dépenses » montre qu'à l'exception des stocks, l'ensemble des composantes de la demande interne ont évolué favorablement en glissement

annuel. La demande intérieure a progressé de 4,7%, notamment sous l'effet d'une forte progression de la formation brute de capital fixe et de la consommation publique. Il convient de rappeler qu'au 3<sup>ème</sup> trimestre de l'année 2011, l'investissement avait fortement augmenté en raison de l'acquisition d'un satellite par une grande entreprise domestique. Notons par ailleurs que les exportations nettes ont diminué pour la quatrième année consécutive.

Tableau 17 :

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

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Consommation privée	3,2	3,3	3,4	1,1	2,1	1,8
Consommation publique	1,6	2,8	1,4	4,8	2,9	4,1
Formation brute de capital fixe	3,8	17,9	3,2	-13,0	3,0	7,7
Exportations	13,0	9,1	4,0	-10,9	2,8	1,7
Importations	12,8	9,3	5,6	-12,0	4,6	3,2
Exportations nettes	14,0	8,3	-3,4	-5,7	-4,4	-4,7
PIB réel	5,0	6,6	0,8	-5,3	2,7	1,6
Emploi salarié	3,9	4,7	4,9	1,0	1,8	2,8
Emploi total	3,6	4,5	4,7	1,0	1,8	2,7
Rémunération moyenne par salarié	2,6	3,7	2,2	1,8	2,6	2,0
Productivité du travail	1,4	2,1	-3,8	-6,2	0,8	-1,1
Coût unitaire du travail	1,2	1,6	6,2	8,6	1,7	3,2

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

A l'exception du secteur « activités financières, immobilier, location et services aux entreprises » (et accessoirement du secteur primaire), l'ensemble des branches ont enregistré une progression positive de leur valeur ajoutée en 2011. Cette hausse a été particulièrement importante dans l'industrie (6,3%), la construction (3,6%) et le secteur commercial au sens large (4,7%). Il convient de relativiser la forte croissance enregistrée par l'industrie, étant donné que le niveau de la valeur ajoutée dans ce secteur demeure largement inférieur à celui qui était le sien avant la crise. Par ailleurs, notons que la production industrielle a baissé de 2,4% en 2011 par rapport à 2010. Par conséquent, bien que ces deux concepts ne soient pas parfaitement comparables, une progression de 6,3% de la valeur ajoutée dans l'industrie semble pour le moins étonnante.

Tableau 18 :

**Croissance annuelle de la valeur ajoutée par branche économique**  
(en pourcentage)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Agriculture, chasse et pêche	-7,2	-10,2	-13,0	18,2	0,4	-1,7
Industrie y compris énergie	-3,6	10,2	-16,1	-21,7	3,9	6,3
Construction	4,2	3,7	-3,7	0,6	4,2	3,6
Commerce, transports et communications	2,2	5,0	7,3	-6,9	3,5	4,7
Activités financières; immobiliers; location et services aux entreprises	10,6	8,6	2,0	-4,4	2,3	-0,7
Autres activités de services	1,7	2,9	2,0	1,5	2,7	1,9
Total des branches	5,4	6,8	0,7	-5,2	2,8	1,5

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

Le coût salarial moyen aurait progressé de 2,0% en 2011, en décélération par rapport à l'année précédente. Dans le même temps, la productivité du travail a baissé de 1,1% de sorte qu'au final, le coût salarial unitaire a progressé de 3,2%, en accélération par rapport à 2010.

Notons enfin que la progression du coût salarial moyen de 2,0% telle que retracée par les comptes nationaux n'est pas en phase avec celle déduite de l'indicateur de court terme de l'IGSS, qui fait état d'une croissance supérieure à raison de près de 1,0 p.p.. Par conséquent, la prochaine publication des comptes nationaux est susceptible d'apporter des révisions à ces chiffres.

### Comptes trimestriels

La première estimation des comptes nationaux pour le quatrième trimestre 2011 fait état d'une progression du PIB réel de 0,2% par rapport au trimestre précédent et de 0,8% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Remarquons que cette estimation récente de la comptabilité nationale semble surestimer la progression de l'activité eu égard à l'ensemble des indicateurs, qui présageaient une baisse de l'activité à la fin de l'année 2011.

Par ailleurs, les estimations relatives aux trimestres précédents ont été légèrement révisées, ce qui se traduit par les modifications suivantes du profil de la croissance annuelle : 2,8% au lieu de 2,9% pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2011, 0,7% au lieu de 0,5% pour le 2<sup>ème</sup> et 1,9% au lieu de 1,1% pour le 3<sup>ème</sup> trimestre 2011. De manière globale, l'ancienne version de la comptabilité nationale semble avoir sous-estimé la progression de la consommation publique et privée.

L'examen de la décomposition de la croissance selon l'approche « dépenses » montre que l'ensemble des composantes de la demande ont évolué favorablement en glissement annuel au cours du quatrième trimestre de 2011, à l'exception des exportations (-2,1%). La plus forte progression a été enregistrée par la formation brute de capital fixe. Il convient de rappeler qu'au 3<sup>ème</sup> trimestre 2011, l'investissement et les importations avaient fortement augmenté en raison d'un effet exceptionnel lié à l'acquisition d'un satellite. On constate en outre que les exportations nettes ont baissé en glissement annuel pour le deuxième trimestre consécutif.

Tableau 19 :

#### 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			
	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011
Consommation privée	0,9	0,1	0,2	0,2	1,9	2,0	1,4	1,4
Consommation publique	0,1	1,0	1,2	1,6	1,4	2,4	2,3	3,9
Formation brute de capital fixe	21,2	-15,2	28,7	-9,0	7,8	-18,9	44,8	20,4
Exportations	-0,3	0,7	-0,1	-2,5	4,1	1,8	3,3	-2,1
Importations	2,8	-0,9	3,8	-4,6	4,8	-1,1	8,6	0,9
PIB réel	0,2	-0,6	1,0	0,2	2,8	0,7	1,9	0,8
Emploi salarié	0,6	1,1	0,6	0,5	2,4	2,9	2,9	2,8
Emploi total	0,6	1,1	0,6	0,5	2,4	2,9	2,9	2,8
Rémunération moyenne par salarié	0,3	-0,8	0,7	1,3	3,9	1,8	1,0	1,5
Productivité du travail	-1,3	-0,5	-2,3	2,3	0,4	-2,1	-0,9	-1,9
Coût unitaire du travail	1,6	-0,3	3,1	-1,0	3,5	4,0	1,9	3,5

Remarque : les données sont ajustées pour les variations saisonnières

Source : Stateg (aux erreurs d'arrondi près)

En glissement annuel, le secteur agricole, l'industrie et les services financiers ont enregistré une baisse de leur valeur ajoutée au cours de ce quatrième trimestre (avec respectivement -4,0%, -0,8% et -5,8%). La légère baisse de la valeur ajoutée dans l'industrie est quelque peu surprenante. De fait, étant donné l'évolution largement négative de la production industrielle sur la même période, on aurait pu s'attendre à une plus forte baisse de la valeur ajoutée dans ce secteur.

Tableau 20:

**Croissance 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			
	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011
Agriculture, chasse et pêche	8,0	-3,7	-3,8	-4,0	3,8	0,0	-3,8	-4,0
Industrie y compris énergie	8,1	-2,8	-0,9	-4,7	16,1	5,5	4,8	-0,8
Construction	6,0	-3,4	-0,2	1,5	8,7	1,6	0,4	3,8
Commerce, transports et communications	1,6	1,1	0,6	0,4	5,0	4,5	5,5	3,7
Services financiers	-3,1	-2,0	0,7	-1,4	-4,7	-6,4	-4,2	-5,8
Services immobiliers, de location et aux entreprises	-1,2	1,2	1,9	0,2	7,0	5,3	6,1	2,0
Autres activités de services	-1,0	1,6	0,9	1,5	0,9	1,9	1,7	3,1

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondis près)

De manière générale, la plus récente version de la comptabilité nationale laisse apparaître des résultats assez surprenants. Ainsi, des incohérences en ce qui concerne l'évolution de la valeur ajoutée dans le secteur industriel semblent indiquer que le profil trimestriel de la croissance en 2011 est susceptible d'être révisé lors de la prochaine publication des comptes nationaux.

### 1.2.6 Projections macro-économiques générales de juin 2012

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2011<sup>28</sup> et ont été élaborées dans un contexte conjoncturel peu favorable. La croissance avait été très modeste au premier semestre 2011. En outre, la remontée observée depuis juillet 2011 des taux obligataires sur la dette souveraine de plusieurs pays de la zone euro avait donné lieu à un accroissement de l'incertitude. Finalement, les indicateurs conjoncturels au Luxembourg signalaient une contraction sévère et généralisée de l'activité économique à la fin de l'année. Une progression du PIB réel de l'ordre de 1,7% en 2011 et une décélération supplémentaire à 1,0% en 2012 étaient escomptées par la BCL. Le scénario se basait sur une reprise fort graduelle à partir du premier trimestre 2012. De plus, il était admis que la dynamique de croissance à moyen terme resterait en deçà de sa moyenne historique, sur fond d'ajustements futurs du secteur financier aussi bien au niveau national qu'international, ces ajustements pouvant affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg. La BCL avait également mis en garde contre les risques entourant ces projections. D'une part, certaines données dressaient une vue plus positive de l'activité que les comptes nationaux et étaient donc susceptibles d'entraîner une révision à la hausse de ces derniers. D'autre part, plusieurs risques à la baisse pesaient sur les projections de croissance, dont en particulier la crise financière dans la zone euro et la consolidation budgétaire aux niveaux national, européen et international.

28 Voir BCL, Bulletin 2011/3, pp. 70-80.

## Evolutions récentes

Depuis cet exercice de décembre 2011, le diagnostic conjoncturel n'a guère évolué. Les comptes nationaux annuels publiés en avril 2012 ont confirmé les anticipations antérieures. La croissance économique en 2011 est actuellement estimée à 1,6% par le Statec, soit pratiquement le taux central projeté par la BCL en décembre 2011. La dynamique trimestrielle issue des comptes nationaux trimestriels a toutefois constitué une surprise positive avec une croissance soutenue dans la deuxième moitié de l'année, de surcroît supérieure aux estimations inférées à partir des indicateurs à court terme. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2012 tel qu'il est enregistré à la fin du quatrième trimestre 2011, donc sur la base des seuls comptes nationaux, se chiffre à 0,5%. A l'issue du quatrième trimestre 2011, le PIB réel n'aurait cependant pas encore dépassé son niveau d'avant la crise<sup>29</sup>.

Selon les indicateurs à court terme, l'activité économique au Luxembourg aurait progressé au début de l'année 2012. Un regain de confiance s'est manifesté dans la foulée des mesures d'approvisionnement en liquidités décidées par l'Eurosystème en décembre 2011. La hausse des marchés boursiers et le repli des taux obligataires dans les pays de la zone euro se sont soldés par une progression moyenne de 4,1% de la VNI au premier trimestre 2012, effaçant les pertes des deux trimestres précédents. L'amélioration, quoique modeste, observée depuis novembre 2011 du sentiment de confiance des chefs d'entreprises dans l'industrie laisse également présager une croissance positive du PIB en volume au début de 2012. Ces signaux positifs ne doivent toutefois pas donner lieu à un optimisme exagéré. La Commission européenne anticipe une stagnation du niveau de la production dans la zone euro jusqu'à la fin 2012. Au Luxembourg, l'arrêt temporaire de la production dans certaines branches de l'industrie et la remontée subséquente des demandes de chômage partiel constituent également des symptômes de la fragilité du climat conjoncturel national et européen. La réémergence depuis fin mars des turbulences sur les marchés financiers et l'incertitude politique dans certains pays de la zone euro ont par ailleurs à nouveau brouillé les perspectives. Ces turbulences suggèrent que la crise financière est loin d'être résolue. Si elles n'ont pas leur origine au Luxembourg, les turbulences affectent tout de même l'activité domestique, directement via leur impact sur le secteur financier et indirectement via les effets d'entraînement sur le secteur non-financier (via la branche « services aux entreprises » notamment).

Sur base de ce scénario, l'activité économique au Luxembourg n'aurait que faiblement progressé depuis le début de l'année 2011. Ce défaut de croissance, associé à une politique budgétaire volontairement expansionniste en 2008 et 2009, s'est soldé par l'émergence de plusieurs distorsions. Ainsi, le taux de chômage se situerait à un niveau historiquement élevé. Le déficit public se dégraderait à nouveau d'ici 2014 après son recul en 2011 et en dépit des mesures budgétaires décidées au printemps 2012. La dette publique dépasserait par ailleurs 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 le manque de croissance de l'activité rend la constitution de marges de manœuvre budgétaires plus difficile, celles-ci devront 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.

<sup>29</sup> Le PIB nominal aurait toutefois déjà dépassé son sommet d'avant la récession vers la mi-2010.

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, avant de remonter graduellement jusqu'à la fin de l'horizon de prévision. Sur l'ensemble de l'année 2012, il s'établirait à 0,8% avant d'atteindre 0,7% en moyenne en 2013 et 0,9% en moyenne en 2014. Les taux longs, qui apparaissaient orientés à la baisse depuis le deuxième trimestre 2011, devraient remonter graduellement à partir du second trimestre 2012 pour atteindre 2,5% au quatrième trimestre 2013 et 2,8% au quatrième trimestre 2014. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, reculeraient en moyenne de 10% environ en 2012, puis de 5% en 2013 et de 3% en 2014. Par rapport à décembre dernier, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été révisées à la hausse de 3,6% en 2012 et elles sont quasiment inchangées en 2013. Depuis la mi-2011, l'euro s'est déprécié de quelque 9,5% par rapport au dollar pour se situer aux environs de 1,30\$/€ à la mi-mai, poussant le taux de change effectif de l'euro à la baisse à concurrence de 9% environ par rapport à décembre 2011. Enfin, le prix du pétrole a progressé de 92\$/bl en décembre dernier à environ 103\$/bl en mai 2012. Selon les marchés des « futures », le prix du pétrole s'établirait à 115\$/bl en 2012, avant de revenir à 108\$/bl en 2013 et à 102\$/bl en 2014. Par rapport à l'exercice de décembre 2011, ces hypothèses sont moins favorables. En raison de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros sont également revues à la hausse, à concurrence de 10% en 2012 et de 8% en 2013.

Dans l'ensemble et toutes autres choses égales par ailleurs, ce nouveau jeu d'hypothèses techniques plaiderait pour un scénario de croissance largement inchangé pour l'économie luxembourgeoise. A cette toile de fond s'ajoute toutefois la dégradation majeure de la conjoncture en Europe depuis la fin 2011, qui a exercé un fort impact à la baisse sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale.

### Environnement international

La croissance mondiale, qui avait commencé à montrer des signes de faiblesse à la mi-2011, semblait avoir repris un peu de vigueur au tournant de l'année 2011/2012. Les statistiques disponibles depuis le début de l'année ont cependant mis en exergue une certaine faiblesse économique. De fait, il est maintenant acquis que la croissance de l'activité mondiale devrait s'infléchir en 2012 avant de se redresser en 2013. De fortes disparités géographiques existent et elles devraient persister sur l'horizon de prévision. Dans les pays émergents, la croissance de l'activité devrait se modérer quelque peu en 2012 et 2013. Elle resterait néanmoins relativement soutenue. Dans les pays développés, les plans de consolidation budgétaire et les besoins de restructuration des bilans des secteurs public et privé devraient continuer à peser sur la croissance. De plus, la situation précaire des finances publiques dans plusieurs pays de la zone euro constitue une zone d'ombre supplémentaire, qui devrait continuer à altérer la confiance de tous les agents économiques (consommateurs, société non-financières et opérateurs de marché). Aussi, les scénarii relatifs à la croissance mondiale de la Commission européenne et du FMI ont été révisés à la baisse pour l'année 2012, même s'ils demeurent quasiment inchangés pour 2013. Les deux institutions tablent sur un recul de la croissance mondiale en 2012 et sur une nette accélération en 2013.

Les perspectives de croissance dans la zone euro se sont nettement dégradées depuis décembre dernier. Les prévisions de croissance du PIB de la zone euro pour 2012 ont été fortement revues à la baisse par rapport à celles qui prévalaient fin 2011. Toutes les institutions s'accordent désormais pour anticiper un recul du PIB de la zone euro en 2012 et une reprise en demi-teinte en 2013. Les prévisions de l'Eurosystème ont été abaissées de 0,4 pp pour 2012 et de 0,3 pp pour 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 établie à 10,1% en 2010 et à 4,7% en 2011, la croissance de la demande internationale adressée au Luxembourg devrait enregistrer une sensible décélération en 2012, en s'établissant à 1,7%. Elle devrait cependant progresser de manière bien plus dynamique en 2013 et 2014. Ces évolutions seraient le reflet de celles se rapportant au commerce mondial sur la période considérée.

Tableau 21

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

	2011	2012	2013	2014
Commerce mondial (CE)	6,8 [-0,4]	4,1 [-1,2]	5,7 [-0,7]	-
PIB mondial (FMI)	3,9 [-0,1]	3,5 [-0,5]	4,1	-
PIB mondial (CE)	3,7 [0,0]	3,3 [-0,2]	3,7 [+0,1]	-
PIB zone euro (FMI)	1,4 [-0,2]	-0,3 [-1,4]	0,9	-
PIB zone euro (CE)	1,5 [0,0]	-0,3 [-0,8]	1,0 [-0,3]	-
PIB zone euro (Eurosystème)	1,5 [+0,1]	-0,5 - 0,3 [-0,4]	0,0 - 2,0 [-0,3]	-
Demande internationale adressée au Luxembourg	4,7 [-0,8]	1,7 [-1,8]	4,9 [-0,8]	5,6
Prix du pétrole en \$/bl <sup>2)</sup>	111 [0]	115 [+6]	108 [+4]	102
Taux de change \$/€ <sup>3)</sup>	1,39 [-0,01]	1,30 [-0,06]	1,30 [-0,06]	1,30
Taux d'intérêt à 3 mois	1,4 [0,02]	0,8 [-0,4]	0,7 [-0,7]	0,9
Taux d'intérêt à 10 ans	2,9 [0,0]	2,0 [-0,8]	2,3 [-0,8]	2,7
Eurostoxx <sup>4)</sup>	256 [-1]	230 [+8]	220 [-1]	214

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, FMI

<sup>1)</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2011, en points de pourcentage.

<sup>2)</sup> Révisions en \$/bl

<sup>3)</sup> Révisions en \$/€

<sup>4)</sup> Révisions en points d'indice

### Projections du PIB réel et de ses composantes

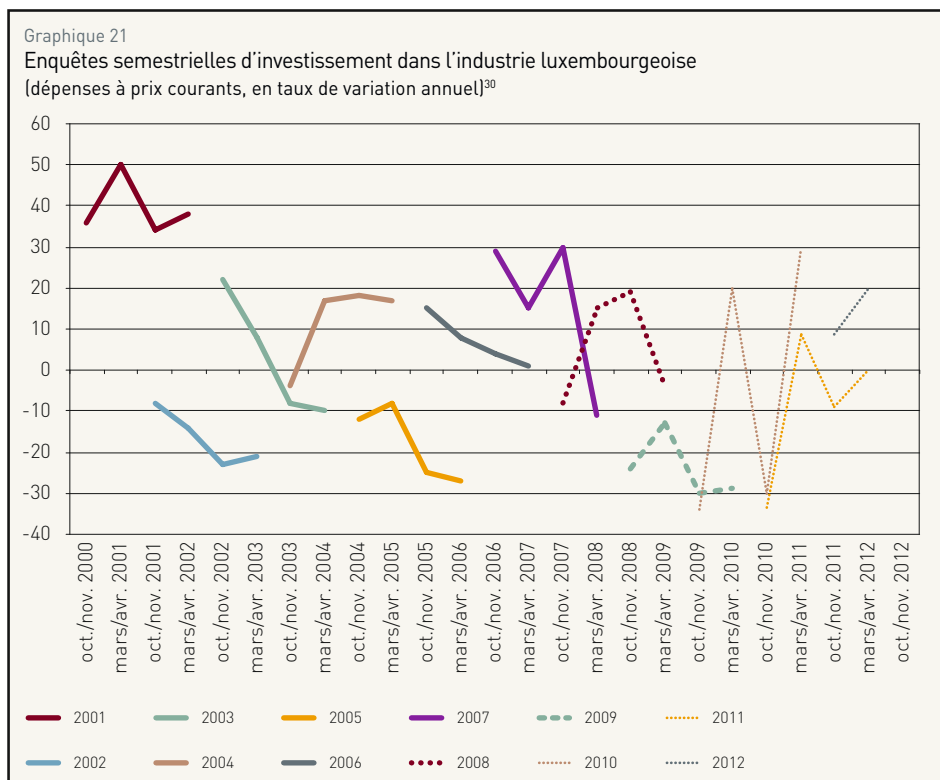
Les projections font état d'une progression du PIB réel en 2012 qui se situerait entre 0,7% et 1,3%, une trajectoire donc largement inchangée par rapport à l'exercice précédent. La croissance anticipée pour 2013 se situerait quant à elle entre 1,4% et 3,4% tandis que pour 2014, elle s'établirait entre 2,3% et 4,3%. La détérioration de l'environnement européen et international ainsi que les mesures budgétaires récemment décidées par le gouvernement plombent les perspectives pour l'année 2013. Après la progression surprenante estimée au quatrième trimestre 2011, ce scénario intègre une quasi-stagnation de l'activité au premier semestre 2012. A l'instar de l'exercice précédent, 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. 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 et 2014 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.

L'année 2011 s'est caractérisée par une croissance équilibrée, puisque toutes les composantes du PIB ont contribué à sa progression. Le ralentissement par rapport à l'année 2010 est néanmoins également général, car attribuable à la demande domestique et aux exportations. Sur l'horizon de projection, le scénario d'une croissance générale demeure globalement d'actualité, même si le dynamisme de toutes les composantes perdrait encore en vigueur en 2012 avant de reprendre un peu d'élan par après. La reprise de la croissance au-delà de 2012 serait tirée par les exportations, dans le contexte d'une amélioration graduelle de la demande internationale. La demande domestique demeurerait pour sa part fort atténuée, car elle serait freinée par les mesures budgétaires. Cependant, contrairement à d'autres économies qui sont confrontées à des ajustements internes importants en raison d'un surendettement de leurs ménages, de leurs entreprises ou de l'Etat, il n'y a pas d'indications quant à des déséquilibres majeurs susceptibles de contrarier la reprise au Luxembourg<sup>30</sup>.

Les nouvelles mesures budgétaires mises en œuvre en 2013 se chiffrent à environ 0,8% du PIB. La restriction des dépenses publiques est à l'origine d'une expansion plus modeste de la consommation publique et tout au plus une stabilisation des dépenses d'investissement public. La consommation privée serait freinée par la hausse des impôts directs ainsi que par la baisse des transferts. Etant donnée la progression toujours relativement soutenue de l'emploi, elle devrait néanmoins connaître une expansion proche de 2% sur l'horizon de projection. Ces mesures budgétaires permettent de réduire le déficit public en 2013, mais elles exerceraient également un impact négatif sur la croissance, de l'ordre de 0,3 à 0,4 pp en 2013. Comparé à d'autres économies, cet impact est néanmoins assez modeste en raison du fort degré d'ouverture de l'économie luxembourgeoise.



Source : Commission européenne

30 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.

31 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-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'avril, les chefs d'entreprises dans le secteur manufacturier ont revu à la hausse leurs dépenses d'investissement pour l'année courante (voir le graphique ci-dessus). Ce regain de confiance est surprenant dans le contexte d'une demande internationale léthargique. Il cadre cependant avec la hausse du taux d'utilisation des capacités de production au-delà de la moyenne historique. Les investissements sont vraisemblablement aussi favorisés par des conditions de financement extrêmement favorables. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêts officiels s'est en effet répercuté en des taux bancaires sur crédits extrêmement faibles<sup>32</sup>. Étant donné que la plupart des crédits se fait à taux variables, les emprunteurs en bénéficient sur les nouveaux crédits, mais également sur leurs encours. La persistance depuis plusieurs trimestres des taux d'intérêts à des niveaux très bas implique que les emprunteurs, aussi bien les entreprises que les consommateurs, ont bénéficié sur une période assez longue d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible via une charge d'intérêts amoindrie. Ces liquidités additionnelles peuvent atténuer les effets défavorables d'une perte de revenu éventuelle lors d'une période de basse conjoncture. Elles sont également susceptibles de faciliter les dépenses de consommation ou d'investissement via un financement interne accru. Si les effets d'une variation des taux d'intérêt sur le revenu et le comportement des agents ne sont pas à sous-estimer, ils demeurent néanmoins difficiles à quantifier.

Tableau 22

**Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à décembre 2011**  
(en % de variation annuel et en point de pourcentage)

	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013
PIB réel	1,6	0,7 - 1,3	1,4 - 3,4	2,3 - 4,3	-0,1	-	-0,6
IPCH	3,7	2,8	2,0	1,8	-	0,3	-0,1
IPCH énergie	13,7	5,7	-2,2	-2,3	-	4,8	-0,3
IPCH excluant l'énergie	2,5	2,5	2,6	2,4	-	-0,2	-0,1
IPCN	3,4	2,6	1,9	1,7	-	0,3	-0,1
IPCN excluant l'énergie	2,4	2,2	2,3	2,1	-	-0,2	-0,1
Echelle mobile des salaires	1,9	2,5	2,5	2,5	-	-1,5	0,4
Coût salarial moyen	2,1	2,8	3,3	3,3	-0,8	-1,8	-0,2
Emploi salarié	2,8	1,9	1,7	2,0	-	0,5	-
Taux de chômage <sup>1)</sup>	5,7	6,2	6,3	6,4	-0,4	-0,1	-0,1

Sources : STATEC, BCL

<sup>1)</sup> Suite à des changements méthodologiques introduits par l'ADEM et le STATEC en début d'année courante, le taux de chômage a été ajusté à la baisse (voir à cet effet BCL, Bulletin 2012/1, pp. 45-47). La nouvelle méthode de calcul a été appliquée rétroactivement et a induit un impact baissier de l'ordre de 0,3 p.p. sur le niveau du taux de chômage en 2011 (-0,2 p.p. en moyenne par an sur la période 2000-2010). En l'absence de ces changements, les révisions par rapport à l'exercice de projections de décembre 2011 s'établiraient à -0,1 p.p. pour 2011, +0,2 p.p. pour 2012 et +0,2 p.p. pour 2013.

32 L'absence de déséquilibres macro-économiques au Luxembourg explique vraisemblablement les primes de risque relativement plus faibles appliquées au-delà du « taux de base / sans risque » pour déterminer les coûts d'emprunt des différents agents, que ce soit le coût d'emprunt de l'État, du secteur bancaire, des entreprises ou des ménages. Ainsi, la dynamique des taux bancaires appliqués sur les crédits aux entreprises ou aux particuliers a été beaucoup plus défavorable dans les autres pays de la zone euro, et notamment dans les pays confrontés à un endettement public élevé, à un secteur bancaire en difficultés ou à une correction de leur marché immobilier.

## Marché de l'emploi et coûts salariaux

Les effets du ralentissement conjoncturel commencent à se manifester sur le marché du travail. Selon les plus récentes données définitives disponibles, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est établie à 2,7% en janvier 2012, en décélération par rapport aux mois précédents. D'un point de vue sectoriel, l'emploi continue d'évoluer dynamiquement dans les « autres activités de services », les « services aux entreprises » et le secteur commercial. Au contraire, l'emploi a enregistré une diminution nette dans l'industrie au quatrième trimestre 2011 (-0,2% en glissement trimestriel). Par ailleurs, la dégradation des perspectives d'emploi telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion dans l'industrie (et la construction) et la recrudescence du chômage partiel ne sont guère de bon augure pour les mois à venir. Dans la foulée, l'emploi bancaire et le travail intérimaire sont également en berne en ce début d'année. Contrastant avec cette morosité ambiante, le taux de postes vacants demeure au-dessus de sa moyenne de long terme. Selon nos projections, la croissance de l'emploi devrait décélérer en 2012 et 2013 avant de se redresser légèrement en 2014. La progression de l'emploi salarié de l'ordre de 1,9% en 2012 doit être relativisée, étant donné qu'elle est en grande partie imputable à l'acquis de croissance enregistrée à l'issue du mois de janvier 2012, la dynamique intra-annuelle demeurant relativement modérée.

De son côté, le taux de chômage ne devrait pas diminuer sur l'horizon de projection. A la faible progression de l'emploi s'ajoute un chômage structurel potentiellement élevé. La forte proportion de chômeurs de longue durée atteste des difficultés accrues de certaines catégories de chômeurs à sortir du chômage (avec près d'un tiers disposant d'un faible niveau de qualification et un quart de demandeurs d'emploi âgés). Cependant, la prolongation du dispositif de chômage partiel et l'extension de la durée du chômage partiel de source structurelle devraient permettre d'atténuer les effets sur le chômage du ralentissement économique. A cela s'ajoute la poursuite des mesures pour l'emploi qui permettraient de contenir la progression du chômage au sens restreint. De plus, l'emploi frontalier pourrait décélérer davantage que l'emploi résident, surreprésenté dans des secteurs moins soumis à la concurrence internationale. Sur les trois années à venir, le taux de chômage au sens strict progresserait de 5,7% en 2011 à 6,2% en 2012, 6,3% en 2013 et 6,4% en 2014. En corrigeant pour les changements méthodologiques introduits récemment (voir la note 1) sous le tableau 22), les perspectives pour le chômage se sont donc détériorées par rapport à l'exercice précédent.

A l'ajustement de la composante « volume » du marché du travail s'ajoute celui du coût du travail. En ce qui concerne les salaires négociés, la prudence semble de mise lors des négociations salariales. Face à une incertitude élevée et des perspectives économiques assombries, les partenaires sociaux optent pour la distribution de primes uniques plutôt que des hausses linéaires des salaires. De plus, la persistance du chômage à un niveau élevé ne favorise pas le pouvoir de négociation des employés, qui devrait demeurer relativement limité. En 2012, la baisse de l'activité serait en partie absorbée par une réduction du volume de travail, ce qui exercerait un impact négatif sur l'évolution des salaires réels. Pour 2013 et au-delà, peu d'informations sont disponibles à l'heure actuelle. Par ailleurs, ces projections tiennent compte des accords salariaux signés dans le secteur bancaire et la fonction publique et se basent sur l'ajustement probable du salaire social minimum réel en 2013. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 2,8% en 2012 et 3,3% en 2013 et 2014. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, la progression du coût salarial moyen nominal est en majeure partie imputable à l'impact de l'indexation des salaires à l'inflation. Les révisions par rapport à l'exercice de projection de décembre 2011 sont essentiellement imputables à la modulation du mécanisme d'indexation décidée par le gouvernement en décembre 2011. Cette modulation enrayerait également les risques à la hausse sur le coût salarial moyen, l'impact maximal de ce mécanisme sur le coût salarial moyen étant limité à 2,5 p.p. par an jusqu'au moins en 2014.

## Prix à la consommation

Malgré des perspectives de croissance plus modestes, le scénario d'inflation s'est quelque peu détérioré par rapport à l'exercice précédent. La modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires et la progression plus faible du coût salarial moyen en 2012 ont empêché un scénario nettement plus défavorable pour l'économie luxembourgeoise. Elles impliquent aussi une dynamique plus clémente pour l'inflation à l'exclusion de l'énergie. Cet impact à la baisse est toutefois plus que compensé par une nouvelle accélération du prix du pétrole et l'ajustement à la hausse des prix de l'énergie. Au total, pour l'année 2012, les projections d'inflation globales ont été revues à la hausse à concurrence de 0,3pp alors qu'elles restent inchangées pour les années suivantes.

L'inflation aurait atteint son sommet en 2011 et elle serait susceptible de reculer jusqu'en 2014. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN reculerait, passant du niveau très élevé de 3,4% enregistré en 2011 à 2,6% en 2012 et quelque peu en-deçà de 2% par la suite. L'inflation à l'exclusion de l'énergie serait également susceptible de reculer, quoique plus modestement, de 2,4% en 2011 à 2,2% en moyenne sur la période 2012-2014. Les prix de l'énergie auraient pour leur part atteint leur sommet et reculeraient d'ici 2014. Leur taux de variation annuel passerait de plus de 10% en 2012 à environ 6% en 2013 et deviendrait négatif par après. Il convient toutefois de noter que ce recul anticipé n'est que technique, car lié à l'hypothèse du reflux du prix du pétrole.

Sans l'introduction d'un décalage minimal de douze mois entre le paiement de deux tranches indiciaires, l'échelle mobile des salaires aurait connu une dynamique tout à fait différente. Dans l'optique « toutes choses égales par ailleurs », un paiement aurait eu lieu en mars 2012 et puis, selon les projections sous-jacentes, au deuxième trimestre 2013 et au troisième trimestre 2014. Toutefois, un tel rapprochement des échéances aurait vraisemblablement provoqué une nouvelle accélération des prix de services en 2012 et par conséquent un scénario d'inflation bien pire. L'inflation au Luxembourg demeurerait au-dessus de celle de la zone euro et des pays limitrophes, bien que le différentiel soit réduit. La dynamique salariale serait, malgré la modulation du mécanisme d'indexation, encore plus élevée qu'ailleurs.

## Analyse des risques

De façon générale, il convient de souligner que les projections de juin 2012 ont été élaborées dans un contexte marqué par une intensification des tensions sur certains marchés de la dette souveraine. L'incertitude entourant les futures évolutions économiques et politiques tend à s'accroître. Il ne peut être exclu dans ce contexte que les perspectives macroéconomiques décrites dans le présent Bulletin puissent être dépassées par les événements à venir.

Depuis juillet 2011, le scénario macro-économique européen et national a considérablement changé avec les turbulences sur les marchés financiers et sur les marchés de la dette publique en particulier. Les craintes quant aux déficits publics élevés 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 le Luxembourg a échappé à une hausse des taux obligataires souverains, il ne peut éviter les répercussions de la stagnation, voire de la récession chez les partenaires commerciaux. La crise financière est loin d'être résolue et elle constitue le principal risque pesant sur les perspectives macro-économiques du Luxembourg.

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

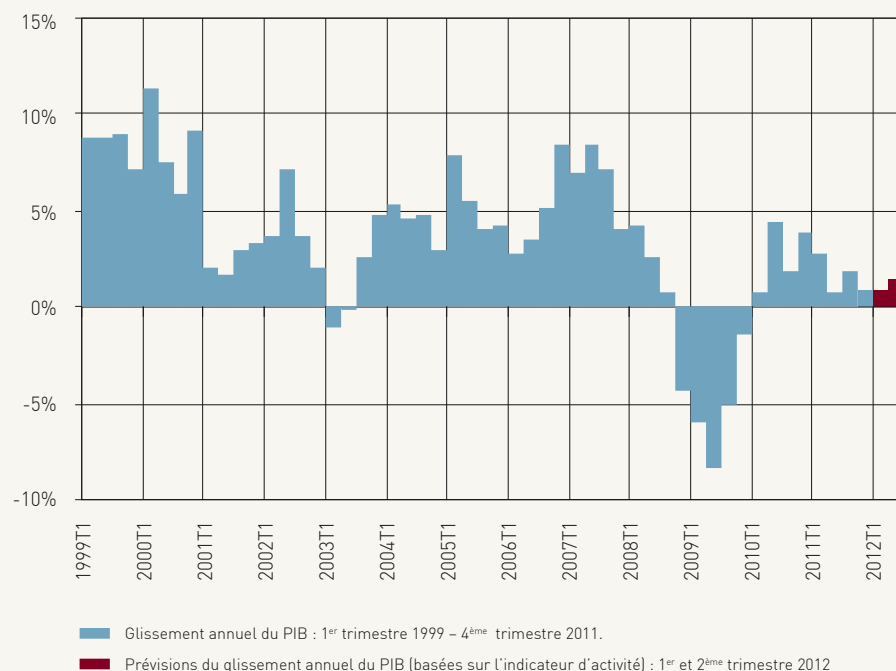
nécessairement consentir des efforts additionnels. Le déficit public dans la zone euro pourrait se chiffrer à 3,2% du PIB en 2012 et à 2,9% en 2013. Aux Etats-Unis, le processus d'ajustement serait même nettement plus lent, avec un déficit public avoisinant 8,3% du PIB en 2012 et 7,1% en 2013. Au Luxembourg, le gouvernement a annoncé dans sa 13<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité des mesures de consolidation pour l'année 2013. Selon les projections de la BCL, le déficit public se creuserait à 1,8% en 2014, ce qui serait très éloigné de l'objectif de finances publiques équilibrées que le gouvernement s'était fixé. Ce dernier a d'ailleurs aussi annoncé que des mesures supplémentaires seraient décidées en 2013 pour l'année 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 inévitablement 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.

Le secteur bancaire demeure quant à lui 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. Certains impacts défavorables risquent d'émerger sur un horizon plus lointain, car les nouvelles réglementations ne seront mises en œuvre que de manière graduelle d'ici 2019.

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 +0,3% et +1,4% au premier trimestre 2012 par rapport au premier trimestre de l'année 2011. Au deuxième trimestre 2012, le glissement annuel du PIB s'établirait entre +0,4% et +2,5%. Ces évolutions sont compatibles avec une faible hausse du PIB au premier trimestre 2012 (+0,2%) et une stagnation au deuxième trimestre, ce qui porterait l'acquis de croissance pour l'année 2012 autour de +0,7% à l'issue du deuxième trimestre de 2012. Les projections de la BCL de juin 2012, qui tablent sur une croissance du PIB s'établissant entre +0,7% et +1,3% en 2012, sont donc en ligne avec l'indicateur d'activité.

Graphique 22  
Glissement annuel du PIB



Source : STATEC, calculs BCL

Encadré 4 :

## NOUVELLE BAISSÉ DE LA CROISSANCE POTENTIELLE

Le ralentissement de la croissance observée en 2011 et les perspectives d'une croissance faible en 2012 ont contribué à une nouvelle baisse des estimations de la croissance potentielle à un niveau près de 2%.

En juin 2011 la BCL situait la croissance potentielle « dans une fourchette entre 2% et 3% ». Mais à la lumière des nouvelles données, quatre des six méthodes d'estimation considérées dans cet encadré<sup>33</sup> suggèrent que la croissance potentielle serait même inférieure à 2% en 2012. Ceci prolonge une baisse régulière depuis le début du siècle, quand la croissance potentielle avoisinait encore 5%.

Selon les données de comptabilité nationale publiées par le STATEC en avril, la croissance en 2011 a été de seulement 1,6%. Ce chiffre étant inférieur aux estimations de la croissance potentielle, l'écart entre le niveau du PIB observé et le PIB potentiel s'est creusé davantage selon la plupart des méthodes. Cet « écart de production », négatif depuis 2009, devrait se situer entre -2% et -3% en 2011. Les projections anticipent une reprise de la croissance en 2013 et 2014, ce qui permettrait de réduire cet écart, sans toutefois le combler avant la fin de l'horizon.

Comme signalé depuis le rapport annuel 2009, les estimations de l'écart de production par la tendance linéaire manquent de plausibilité, étant donné les valeurs très négatives induites par la crise. Celles-ci résultent de l'hypothèse (spécifique à cette méthode) d'une croissance potentielle constante, ce qui semble peu réaliste face aux effets de la crise. En effet, le test de Quandt et Andrews confirme un changement des paramètres en 2009, ce qui affecte la constante mais aussi la pente de la tendance déterministe. Par conséquent cet encadré présente des estimations par la tendance linéaire qui prennent en compte cette rupture structurelle. Il en résulte que la contraction en 2009 aurait abaissé durablement le niveau du PIB potentiel (changement de la constante), et que la croissance tendancielle aurait chuté de 5% (pour la période de 1980 à 2008) à seulement 2% (entre 2009 et 2014). Ce dernier chiffre est encore entouré d'incertitude et sera vraisemblablement sujet à révision lors de la publication de nouvelles observations, en particulier dans le cas d'une croissance plus forte qu'anticipée.

Tableau 1 :

### Estimations de l'écart de production et la croissance potentielle

	PIB RÉEL (MIA €)	TENDANCE LINÉAIRE	HODRICK-PRESCOTT	HARVEY-JAEGER	KUTTNER	APEL-JANSSON	FONCTION PRODUCTION
		Estimations de l'écart de production					
2007	33,90	-0,4%	6,6%	7,1%	6,6%	4,4%	5,7%
2008	34,15	-4,5%	4,9%	5,2%	4,9%	2,7%	2,7%
2009	32,34	-0,1%	-2,6%	-2,5%	-2,6%	-4,2%	-3,9%
2010	33,21	0,6%	-1,8%	-2,1%	-1,8%	-3,4%	-2,7%
2011	33,73	0,1%	-1,9%	-2,8%	-1,9%	-3,4%	-2,5%
2012	34,06	-0,9%	-2,5%	-3,9%	-2,5%	-3,8%	-3,0%
2013	34,88	-0,5%	-1,8%	-3,7%	-1,8%	-2,9%	-2,3%
2014	36,03	0,8%	-0,1%	-2,7%	-0,1%	-1,2%	-1,0%
	Révisions croissance	Révisions de l'écart de production par rapport aux estimations en 2011					
2007	0,0%	-5,9%	1,4%	2,1%	1,4%	2,0%	2,1%
2008	-0,7%	-6,9%	1,5%	1,9%	1,5%	2,2%	2,1%
2009	-1,7%	5,8%	0,5%	0,6%	0,5%	1,6%	0,5%
2010	-0,8%	7,6%	0,6%	0,4%	0,6%	1,7%	0,0%
2011	-2,1%	8,1%	-0,4%	-0,8%	-0,4%	0,5%	-1,5%

33 Pour des explications détaillées, voir le Cahier d'études No. 4 de la BCL.

	PIB RÉEL (MIA €)	TENDANCE LINÉAIRE	HODRICK-PRESCOTT	HARVEY-JAEGER	KUTTNER	APEL-JANSSON	FONCTION PRODUCTION
	Croissance du PIB réel	Estimations de la croissance potentielle					
2007	6,6%	5,0%	2,8%	3,1%	2,8%	3,6%	4,0%
2008	0,8%	5,0%	2,4%	2,6%	2,4%	2,3%	3,7%
2009	-5,3%	-9,4%	2,0%	2,2%	2,0%	1,6%	1,2%
2010	2,7%	2,0%	1,8%	2,3%	1,8%	1,8%	1,4%
2011	1,6%	2,0%	1,7%	2,2%	1,7%	1,5%	1,3%
2012	1,0%	2,0%	1,6%	2,2%	1,6%	1,4%	1,6%
2013	2,4%	2,0%	1,6%	2,2%	1,6%	1,5%	1,7%
2014	3,3%	2,0%	1,6%	2,2%	1,6%	1,5%	1,9%
	Moyenne croissance réelle	Moyenne croissance potentielle					
1985-2011	4,5%	4,3%	4,4%	4,2%	4,4%	4,3%	4,4%
2001-2011	2,7%	3,2%	3,1%	3,2%	3,1%	3,4%	3,2%

Sources : calculs BCL, données STATEC

Les données de comptabilité nationale publiées en avril 2012 ont réduit la croissance du PIB en 2010 par rapport à celle qui ressortait des données disponibles en avril 2011. En général, les révisions comportent des réductions de l'écart de production estimé pour l'année 2009 (révisions positives, c'est à dire un écart moins négatif qu'il n'était estimé initialement). Ceci est vrai pour l'ensemble des méthodes, mais particulièrement pour la tendance linéaire, qui a nécessité un changement méthodologique comme expliqué ci-dessus. Cette compression des écarts négatifs s'applique également aux valeurs estimées pour l'année 2010. Comme signalé par le passé, l'ampleur des révisions présentées dans le tableau illustre la fragilité de toutes ces méthodes et la nécessité d'interpréter les résultats annuels avec précaution.

En 2011, l'écart de production est estimé entre -3,4% et 0,1% (la valeur supérieure correspondant à la tendance linéaire avec rupture structurelle). Le modèle d'Apel-Jansson décèle toujours l'écart le plus grand, en partie parce qu'il considère aussi la progression rapide du chômage, signe de faibles tensions sur les marchés des facteurs. Le chômage contribue donc à augmenter le niveau de production potentiel estimé par cette méthode. Il en résulte un écart négatif plus important.

Quant à la croissance potentielle, en 2011 elle se situerait entre 1,3% et 2,2%. Pour les années à venir, la limite inférieure de cette fourchette devrait augmenter, mais la limite supérieure demeure pratiquement inchangée sur base des projections. Il convient de noter que cette fourchette est conforme aux résultats publiés par d'autres institutions pour la croissance potentielle au Luxembourg. Ceux-ci ont également été revus vers le bas.

Tableau 2 :

#### Estimations de la croissance potentielle au Luxembourg

	2011	2012	2013	2014
OCDE (Economic Outlook 91, 22 mai 2012)	1,7%	1,8%	2,1%	
Prévisions Commission européenne (mai 2012)	1,1%	1,3%	1,4%	
Statec (Note de Conjoncture 1-12, mai 2012)	2,0%	1,8%	1,7%	1,7%
Programme de stabilité et croissance (avril 2012)	2,0%	1,8%	1,7%	1,7%

Sources : Commission européenne, Ministère des Finances, OCDE, Statec.

L'approche par la fonction de production permet une décomposition de la croissance potentielle selon la contribution du capital, de l'emploi et de la productivité totale des facteurs (PTF). Cette dernière est calculée en tant que résidu de Solow à travers un exercice de comptabilisation de la croissance<sup>34</sup>. Comme indiqué au rapport annuel 2010, la croissance poten-

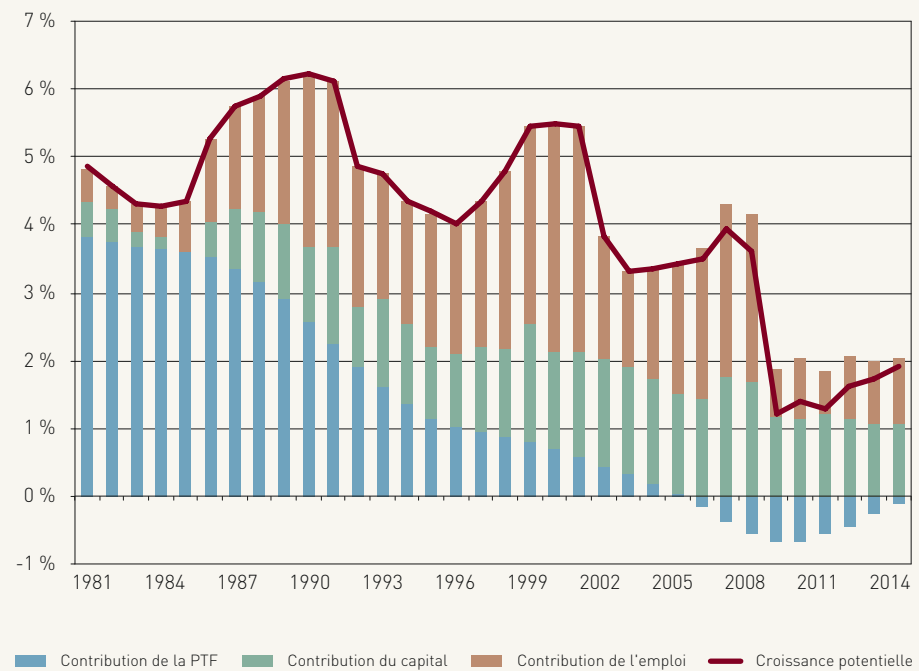
34 Cet exercice diffère de celui dans la base AMECO de la Commission européenne, où la PTF est contaminée par la contribution des travailleurs frontaliers (ignorée par la méthode harmonisée à travers pays). La série du stock de capital est aussi différente, mais également obtenue par la méthode de l'inventaire permanent appliquée à une série longue pour l'investissement réel.

tielle au Luxembourg est largement dépendante du facteur emploi, vu la contribution limitée du capital et la diminution constante de la contribution de la PTF depuis les années 1980 (quand elle était prépondérante).

Selon les données disponibles les plus récentes, la contribution de la PTF est devenue négative en 2006 et explique -0,6% du recul du PIB en 2009. En 2010 et 2011 l'apport négatif de la PTF à la croissance s'est légèrement amoindri et il devrait graduellement disparaître sur l'horizon de prévision. La contribution de l'emploi a connu une nouvelle chute, passant de 0,9% en 2010 à 0,6% en 2011, mais elle devrait retourner à son niveau précédent. Par contre, la contribution du capital a augmenté marginalement de 1,1% en 2010 à 1,2% en 2011. Sur l'avenir, cette contribution à la croissance ne devrait pas progresser significativement, étant donné la forte baisse des investissements en 2009 et les effets durables de la crise sur le stock du capital.

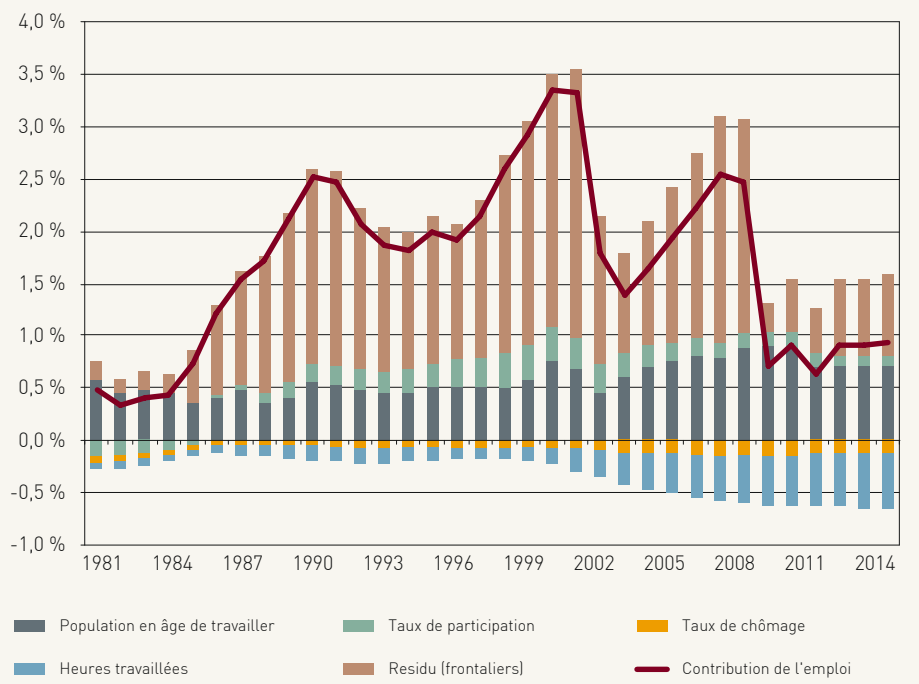
La contribution de l'emploi peut être analysée à son tour en fonction des variations de la population en âge de travailler, des taux de participation et de chômage (limités à la population résidente), ainsi que d'une composante résiduelle représentant l'apport de la population non-résidente à travers le travail frontalier. Depuis la fin des années 1980, les frontaliers

Graphique 1  
Comptabilisation de la croissance potentielle



Sources : données Statac, Eurostat, AMECO, Banque mondiale, calculs BCL

Graphique 2  
Décomposition de la contribution de l'emploi



Sources : données Statac, Eurostat, AMECO, Banque mondiale, calculs BCL



ont fourni l'essentiel de la contribution de l'emploi à la croissance potentielle. La contribution des frontaliers a diminué de 0,5% en 2010 à 0,4% en 2011, mais elle devrait de nouveau dépasser 0,7% sur les années à venir.

La contribution des « heures travaillées » est négative depuis longtemps, étant donné le plus grand recours au temps partiel et le travail intérimaire. Le recours massif au chômage partiel pendant la crise a augmenté son impact et depuis elle s'est établie autour de -0,5%. La contribution du taux de chômage a été négative depuis 1980, en raison de la tendance haussière du chômage structurel. Elle est relativement stable à des valeurs proches de -0,1%. La contribution du taux de participation est positive mais en diminution depuis 2001. Suite à la crise elle avoisine +0,1%.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Le déficit du commerce extérieur a poursuivi son aggravation en atteignant 1,6 milliard d'euros au premier trimestre de 2012 (+33% par rapport au même trimestre de 2011), après avoir déjà atteint un niveau record de 6,5 milliards d'euros sur toute l'année 2011 (+17% par rapport à l'année 2010). La détérioration du solde commercial en 2011 est pourtant intervenue sur fond d'une amélioration des échanges de biens qui ont enregistré une hausse de 11% pour les exportations et de 13% pour les importations. La croissance du commerce extérieur s'était toutefois ralentie dès le second trimestre 2011, dans un contexte d'assombrissement des perspectives économiques mondiales, malgré une relative embellie au troisième trimestre. Au deuxième trimestre 2011, la progression en rythme annuel des exportations avait ainsi ralenti à 9% (comparé à 25% pour le premier trimestre) et à 1% pour les importations (contre 19% pour le premier trimestre 2011, voir le tableau ci-dessous). Le troisième trimestre 2011 s'était par contre caractérisé par une relative embellie pour les exportations (+12%) et un net rebond pour les importations (+24%, suite à l'acquisition d'un satellite). Les données du quatrième trimestre indiquaient une quasi-stagnation (+1%) des exportations et une hausse de 12% pour les importations (suite à la livraison de deux avions). Au premier trimestre 2012, les exportations ont reculé de 8% par rapport au même trimestre de 2011, alors que les importations ont enregistré une croissance positive (+3%).

Les indices moyens des prix montrent une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation qui, avec un taux de croissance de 5% en 2011, ont progressé à un rythme inférieur aux prix à l'importation (+9%). En conséquence, les termes de l'échange ont en moyenne poursuivi leur détérioration (-4%) en 2011, essentiellement suite à la remontée du prix du pétrole, contribuant ainsi, outre les importations de biens d'équipement ci-dessus, à la dégradation du solde commercial. Quant aux indices moyens des volumes du commerce, ils montrent une hausse plus marquée des volumes à l'exportation (+6% en 2011) qu'à l'importation (+4%).

Dans les différentes catégories de biens exportés, les produits sidérurgiques, principale composante des exportations luxembourgeoises, ont subi un net ralentissement de leur croissance (10% sur toute l'année 2011, contre 26% en 2010) qui s'est même avérée négative au dernier trimestre 2011 (-2%) et au premier trimestre de 2012 (-15%). 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 8% en 2011 mais ont reculé de 9% au premier trimestre de 2012. Les livraisons vers l'Asie ont progressé d'environ 11% sur toute l'année 2011 et de plus de moitié au premier trimestre de 2012. Celles à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont par contre largement baissé (-43%) au premier trimestre 2012, après avoir fortement progressé en 2011 (+35%).

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 17% sur toute l'année 2011 et de 25% au premier trimestre de 2012. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (85% de toutes les importations) se sont accrues de 10% sur toute l'année 2011 mais ont reculé de 3% au premier trimestre 2012. Sous l'effet notamment d'acquisition d'aéronefs, les importations en provenance d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) se sont une nouvelle fois accrues largement au premier trimestre 2012, après la forte progression de 2011 (+135%).

Tableau 23:

### 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	8 833,7	-1,9%	12 108,8	-1,4%	-3 275,1	0,1%
2004	9 785,2	10,8%	13 677,3	13,0%	-3 892,1	18,8%
2005	10 344,3	5,7%	14 463,2	5,7%	-4 118,9	5,8%
2006	11 393,1	10,1%	15 785,9	9,1%	-4 392,8	6,6%
2007	11 945,9	4,9%	16 470,5	4,3%	-4 524,6	3,0%
2008	11 987,5	0,3%	17 515,7	6,3%	-5 528,2	22,2%
2009	9 250,2	-22,8%	13 799,2	-21,2%	-4 549,0	-17,7%
2010	10 785,4	16,6%	16 421,9	19,0%	-5 636,5	23,9%
1er trim.	2 515,2	9,7%	3 698,9	8,1%	-1 183,7	4,8%
2e trim.	2 801,4	28,3%	4 509,6	35,8%	-1 708,2	50,2%
3e trim.	2 685,8	11,2%	3 830,0	16,2%	-1 144,3	29,9%
4e trim.	2 783,0	18,0%	4 383,4	16,6%	-1 600,4	14,2%
2011	12 028,8	11,5%	18 598,6	13,3%	-6 569,8	16,6%
1er trim.	3 151,4	25,3%	4 392,3	18,7%	-1 240,9	4,8%
2e trim.	3 064,5	9,4%	4 555,9	1,0%	-1 491,3	-12,7%
3e trim.	3 003,2	11,8%	4 736,5	23,7%	-1 733,3	51,5%
4e trim.	2 809,7	1,0%	4 914,0	12,1%	-2 104,3	31,5%
2012						
1er trim.	2 891,7	-8,2%	4 539,1	3,3%	-1 647,4	32,8%

Source : STATEC

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 3 milliards d'euros sur toute l'année 2011, un niveau quasiment identique à celui de l'année 2010. Cette stabilité masque toutefois des évolutions largement divergentes dans les principaux soldes partiels du compte courant. Les déficits des marchandises et des transferts courants se sont en effet accentués en 2011, compensés largement par une nette amélioration du déficit des revenus. L'excédent des services et plus particulièrement celui des services financiers est pour sa part resté quasi stable. Les données préliminaires du premier trimestre 2012 montrent une poursuite de cette tendance avec de surcroît une détérioration du surplus des services financiers, en raison de l'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. L'amélioration du solde des revenus ne suffit plus à compenser totalement les évolutions négatives des autres balances partielles, de sorte que l'excédent courant s'est dégradé au premier trimestre 2012.

Dans la balance des marchandises, l'importante hausse (+22%) du déficit qui a totalisé 5,3 milliards d'euros sur toute l'année 2011, résulte en grande partie d'une forte hausse du déficit des marchandises du commerce général, suite au renchérissement des produits pétroliers et en raison de l'acquisition d'un satellite et de deux avions. A cela s'ajoutent les opérations sur or non-monnaire, dont le solde s'est retourné en dégageant un léger déficit en 2011 contre un important surplus en 2010. Le creusement du déficit des transferts courants (+75% à 1,2 milliard sur toute l'année 2011) s'explique en grande partie par l'augmentation des versements nets de la BCL à l'Eurosystème dans le cadre de la redistribution du revenu monétaire. La contraction du déficit des revenus, qui atteint 13,5 milliards d'euros en 2011, est due en partie à une hausse de la marge d'intérêts du secteur bancaire, dans un contexte où la rémunération nette des salariés frontaliers a continué à s'accroître (+4% à 6,8 milliards d'euros).

L'excédent de la balance des services (23 milliards d'euros) a subi un important ralentissement de sa croissance qui s'est établie à 1,3% seulement pour toute l'année 2011, contre 26% en 2010. Ce tassement reflète essentiellement les évolutions dans les exportations nettes de services financiers et d'assurances. Par rapport à l'année 2010 où elles affichaient encore une hausse de plus de 30%, les exportations nettes de services financiers ont vu leur croissance se ralentir fortement sur les deux premiers trimestres de 2011, avant de subir un important recul au troisième trimestre et au quatrième trimestre, en raison de l'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Ainsi sur toute l'année 2011, l'excédent des services financiers affiche un taux de croissance nul. Les services d'assurance ont subi le même impact négatif de l'environnement financier, les primes perçues ayant largement reculé sur les trois premiers trimestres, avant de se stabiliser au quatrième trimestre 2011. Les exportations des autres services, notamment les voyages et les services informatiques, ont en revanche connu une évolution positive.

#### 1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs et les flux d'investissements de portefeuille (y compris les produits dérivés) ont enregistré respectivement des entrées nettes de 23,6 milliards et de 74,7 milliards d'euros sur toute l'année 2011. Ces entrées nettes (98 milliards d'euros au total) ont été plus que compensées par des sorties nettes de 101 milliards d'euros dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), de sorte que le compte financier s'est soldé globalement par des sorties nettes de capitaux atteignant 3 milliards d'euros sur toute l'année 2011, soit une légère hausse de 332 millions d'euros par rapport à l'année 2010.

Dans les investissements de portefeuille, face à l'incertitude induite par la crise des dettes souveraines de certains pays de la zone euro, les résidents ont vendu massivement les actions étrangères, à concurrence de 56 milliards au second semestre 2011, alors qu'ils avaient réalisé des achats nets de 25 milliards au premier semestre 2011. Les non-résidents ont également rapatrié, au second semestre 2011, 35 milliards d'euros d'investissements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie), contre une acquisition nette de 57 milliards sur les deux premiers trimestres 2011. En conséquence les transactions sur titres de participation ont globalement dégagé des entrées nettes en forte chute en 2011 (55 milliards d'euros, contre 112 milliards en 2010). Les entrées nettes positives de 2011 proviennent donc en grande partie des ventes nettes d'actions étrangères par les résidents et non d'une acquisition nette par les non-résidents, comme à l'accoutumé, de parts d'OPC luxembourgeois.

En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont délaissé les titres étrangers à court terme qui ont subi des ventes nettes (3 milliards sur toute l'année 2011) au profit des titres à long terme (acquisitions nettes pour 1 milliard). Du côté des engagements, les non-résidents ont accru leurs placements

dans les titres à long terme (à concurrence de 9 milliards). Compte tenu de ces mouvements de rapatriement des capitaux et de réallocation de portefeuille, les transactions sur titres de créance se sont soldées par des entrées nettes de 13 milliards en 2011, contre des sorties nettes de 64 milliards en 2010.

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les sorties nettes de 101 milliards sont liées à une hausse des avoirs nets à la fois des institutions financières monétaires (essentiellement la BCL qui y contribue pour 41 milliards, reflétant l'évolution du solde TARGET) et des autres secteurs.

Tableau 24:

**Balance des paiements du Luxembourg <sup>1)</sup>**

UNITÉ <sup>1)</sup> : MILLION EUR	2010			2011		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>172 261</b>	<b>169 171</b>	<b>3 090</b>	<b>203 963</b>	<b>200 929</b>	<b>3 033</b>
Marchandises	12 582	16 695	-4 112	13 818	19 085	-5 267
Services	50 351	27 667	22 683	52 512	29 539	22 973
Revenus	104 338	119 142	-14 805	132 452	145 941	-13 489
Transferts courants	4 990	5 667	-676	5 180	6 364	-1 184
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>90</b>	<b>320</b>	<b>-230</b>	<b>87</b>	<b>225</b>	<b>-138</b>
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
<b>COMPTE FINANCIER <sup>2)</sup></b>			<b>-2 657</b>			<b>-2 989</b>
<b>Investissements directs <sup>3)</sup></b>	<b>-139 156</b>	<b>155 411</b>	<b>16 255</b>	<b>-209 617</b>	<b>233 176</b>	<b>23 560</b>
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-122 373	219 419	97 046	-172 990	209 916	36 926
Autres opérations, prêts intragroupes	-16 783	-64 008	-80 792	-36 627	23 261	-13 366
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-99 100</b>	<b>146 878</b>	<b>47 778</b>	<b>32 242</b>	<b>35 149</b>	<b>67 390</b>
Titres de participation	-45 230	157 355	112 126	30 439	24 135	54 574
Titres de créance	-53 870	-10 477	-64 347	1 802	11 014	12 816
<b>Produits financiers dérivés</b>			<b>17 868</b>			<b>7 283</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>-126 870</b>	<b>42 336</b>	<b>-84 533</b>	<b>-230 895</b>	<b>129 794</b>	<b>-101 101</b>
<b>Avoirs de réserve</b>			<b>-24</b>			<b>-121</b>
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>-203</b>			<b>93</b>

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2)</sup> 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 augmentation, un signe positif une diminution.

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

Source: BCL/STATEC

### 1.2.9 La position extérieure globale

Au cours de l'année 2011, les avoirs financiers extérieurs bruts ont augmenté de 242 milliards d'euros (8%) pour atteindre 5 152 milliards d'euros à la fin de l'année, contre 4 910 milliards à la fin de l'année 2010. Cette hausse est le résultat d'un effet flux largement positif (sorties de capitaux à concurrence de 377 milliards), et d'une réévaluation négative (-135 milliards, soit 3%). La dépréciation de l'euro observée entre fin 2010 et fin 2011 ainsi que les baisses des cours boursiers ont globalement occasionné un important effet négatif de valorisation sur les avoirs extérieurs. Le même phénomène s'est produit du côté de l'encours d'engagements financiers extérieurs qui a subi un important effet négatif de valorisation (-133 milliards d'euros). Comme pour les avoirs extérieurs, l'effet flux largement positif (entrées de

capitaux de 374 milliards d'euros) a plus que compensé l'effet négatif de valorisation, permettant ainsi à l'encours total d'engagements envers les non-résidents d'atteindre 5 109 milliards à la fin de l'année 2011, contre 4 868 milliards à la fin de 2010 (voir le tableau ci-dessous).

Entre fin décembre 2010 et fin décembre 2011, les sorties de capitaux ont dépassé de 3 milliards d'euros les entrées de capitaux, alors que les effets négatifs de valorisation ont davantage affecté (à concurrence de 2 milliards) les avoirs que les engagements financiers extérieurs. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements, s'est par conséquent améliorée d'un milliard, en atteignant 43 milliards d'euros à fin décembre 2011 contre 42 milliards à fin décembre 2010. Dans les différentes composantes de la position extérieure, les positions créditrices sur investissements directs et sur produits dérivés se sont réduites respectivement de 18 milliards et de 4 milliards d'euros. Le déficit d'investissements de portefeuille s'est en revanche accru de 31 milliards. Ces évolutions négatives ont été plus que compensées par un accroissement de 55 milliards de l'excédent des autres investissements.

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 1 644 milliards d'euros fin 2011, enregistrant une importante hausse de 223 milliards (+16%) par rapport à fin 2010. Les flux de nouveaux investissements (210 milliards) ont en effet atteint un niveau record en 2011 et ont été renforcés par un effet positif de valorisation (+13 milliards). De même, le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit à 1 637 milliards d'euros fin 2011, soit une hausse de 241 milliards (dont 233 milliards de nouveaux flux entrants et 8 milliards d'effet positif de valorisation). Tant les flux que les encours d'investissements directs se concentrent à plus de 90% sur les sociétés de participations financières. Le poids de ces sociétés est lié à la restructuration ou à la réorganisation des grands groupes internationaux à des fins notamment d'optimisation fiscale.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est accrue de 31 milliards pour atteindre un déficit de 315 milliards d'euros à la fin de l'année 2011. Les flux financiers nets ont creusé le déficit à concurrence de 67 milliards, compensés partiellement par des effets de valorisation. Face à l'incertitude accrue résultant de l'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, le comportement des investisseurs s'est caractérisé, depuis le début du troisième trimestre 2011, par d'importants mouvements de rapatriement de capitaux. Les investisseurs résidents ont vendu les titres étrangers à concurrence de 32 milliards d'euros. En même temps, le portefeuille de titres étrangers a subi une perte de valeur de 107 milliards d'euros (-5%) induite par la baisse des marchés. Les deux effets combinés réduisent ainsi l'encours de valeurs mobilières détenues à 2 015 milliards d'euros fin 2011 contre 2 154 milliards fin 2010 (-6%). Du côté des engagements, au second semestre 2011, les titres luxembourgeois ont également subi d'importantes ventes nettes par les investisseurs étrangers. Les fortes entrées du premier semestre 2011 ont plus que compensé les sorties du second semestre, de sorte que les flux entrants sont restés positifs sur l'ensemble de l'année (+35 milliards). D'importants effets négatifs de valorisation (-143 milliards, soit -6%) ont toutefois réduit l'encours d'engagements de portefeuille à 2 330 milliards (dont 80% correspondent aux parts d'OPC).

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) a subi une hausse de son excédent de 55 milliards d'euros pour s'établir à 340 milliards fin 2011. La position créditrice des institutions financières monétaires (incluant la BCL) s'établit à 175 milliards fin décembre 2011. La contribution de la BCL (correspondant essentiellement au solde TARGET) a progressé de 41 milliards à 108 milliards à fin décembre 2011.

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 1 577 milliards d'euros

fin 2011 (plus de 3500% du PIB), soit une hausse de 142 milliards par rapport à fin 2010. La créance extérieure nette, qui correspond à la différence entre l'encours d'avoires financiers exigibles et l'encours d'engagements exigibles, augmente de 63 milliards sur un an pour atteindre 1 395 milliards fin décembre 2011.

Tableau 25:

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

	ENCOURS À FIN 2010 <sup>2)</sup>	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT <sup>1)</sup>	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS <sup>1)</sup>	ENCOURS À FIN 2011 <sup>2)</sup>
<b>Position extérieure nette</b>	<b>41,8</b>	<b>3,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>43,1</b>
Avoirs extérieurs bruts	4 909,7	376,9	-134,9	5 151,7
Engagements extérieurs bruts	4 867,8	373,9	-133,1	5 108,6
<b>Investissements directs</b>	<b>25,5</b>	<b>-23,6</b>	<b>5,0</b>	<b>7,0</b>
Luxembourgeois à l'étranger	1 421,4	209,6	13,2	1 644,2
Etrangers au Luxembourg	1 395,9	233,2	8,2	1 637,2
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-284,0</b>	<b>-67,4</b>	<b>36,1</b>	<b>-315,3</b>
<b>Titres étrangers</b>	<b>2 154,1</b>	<b>-32,2</b>	<b>-106,7</b>	<b>2 015,2</b>
Titres de participation	917,8	-30,4	-102,0	785,4
Titres de créance	1 236,3	-1,8	-4,6	1 229,9
<b>Titres luxembourgeois</b>	<b>2 438,1</b>	<b>35,1</b>	<b>-142,8</b>	<b>2 330,5</b>
Titres de participation	2 119,1	24,1	-136,6	2 006,6
Titres de créance	319,1	11,0	-6,2	323,9
<b>Produits dérivés</b>	<b>13,9</b>	<b>55,8</b>	<b>-59,4</b>	<b>10,2</b>
Créances	68,5	31,5	-41,9	58,2
Engagements	54,7	-24,2	17,6	48,0
<b>Autres investissements</b>	<b>285,9</b>	<b>101,1</b>	<b>-46,5</b>	<b>340,4</b>
Créances	1 265,0	230,9	-62,6	1 433,3
Engagements	979,2	129,8	-16,1	1 092,8
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,64</b>	<b>0,12</b>	<b>0,03</b>	<b>0,78</b>

<sup>1)</sup> Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une diminution des avoires et des engagements ou à un effet négatif de valorisation. Un signe positif traduit une hausse des avoires et des engagements ou un effet positif de valorisation.

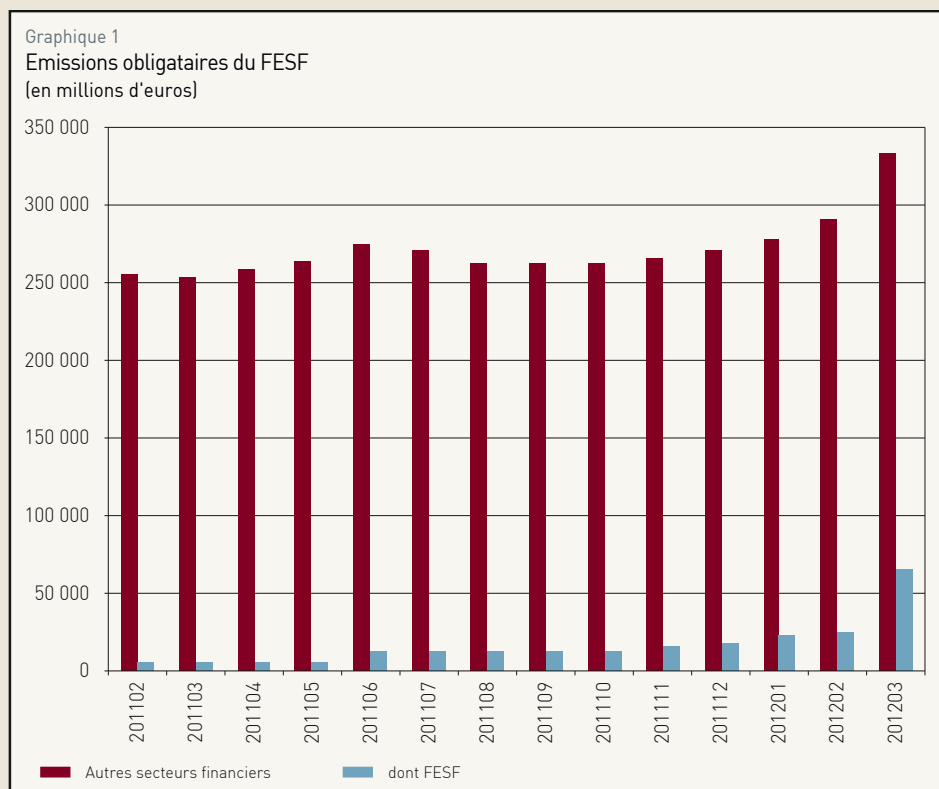
<sup>2)</sup> Les stocks d'avoires et d'engagements sont repris avec un signe positif. Un signe négatif représente une position nette négative.

Source : BCL

Encadré 5 :

LE FOND EUROPÉEN DE STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LES STATISTIQUES  
LUXEMBOURGEOISES<sup>35</sup>

Le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) est une société anonyme luxembourgeoise, que les chefs d'Etat et de Gouvernement ont décidé de créer le 9 mai 2010. Le FESF vise à faciliter ou fournir du financement aux Etats Membres de l'Union Monétaire en difficultés financières. Ses actionnaires sont les Etats Membres de l'Union Monétaire. Le FESF étant une entité luxembourgeoise (classée dans le secteur des « Autres secteurs financiers »), ses opérations financières avec l'étranger sont enregistrées dans les statistiques extérieures du Luxembourg. La Société a depuis février 2011 émis des obligations de court ou long terme et octroyé des prêts à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce. L'encours de ces émissions obligataires (incluses dans la dette extérieure brute du Luxembourg) est croissant depuis février 2011. Il a atteint 64,7 milliards d'euros en mars 2012, soit 19% des émissions obligataires des « autres secteurs financiers » (hors IFM, gouvernement et sociétés non financières).



Source : BCL

Dans le traitement statistique mis en place par Eurostat<sup>36</sup>, les prêts du FESF à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce sont enregistrés comme une créance du Luxembourg non pas directement sur ces pays bénéficiaires, mais sur les pays garantissant les prêts, ces derniers octroyant par la suite les prêts aux pays bénéficiaires. Les émissions obligataires du FESF sont en effet garanties par les Etats Membres de la zone euro à l'aune de leur part dans le capital de la BCE, la part des pays bénéficiaires (Irlande, Portugal et Grèce) étant ramenée à zéro. Ainsi, le gouvernement luxembourgeois garantit 0,27% (part ajustée du Luxembourg) du montant des prêts aux pays bénéficiaires.

Les opérations du Mécanisme Européen de Stabilité Financière (MESF) relèvent de la Commission Européenne et ne sont par conséquent pas reprises dans les statistiques luxembourgeoises. Enfin, le Mécanisme Européen de Stabilité (MES), qui devrait être activé durant le second semestre 2012, sera traité comme une organisation internationale. A ce titre et à l'instar de la Banque Européenne d'Investissement, ses actifs et passifs ne seront pas comptabilisés dans les statistiques luxembourgeoises.

35 Les chiffres relatifs au FESF mentionnés dans cet encadré sont disponibles sur le site web du FESF <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>

36 Pour plus de détails sur la décision d'Eurostat, voir <http://www.cmfb.org/pdf/2011-01-27%20New%20decision%20of%20Eurostat%20on%20deficit%20and%20debt.pdf>

### 1.2.10 Les comptes financiers

Le terme générique 'comptes financiers' englobe les comptes de patrimoine, les transactions en termes d'actifs et passif financiers, les gains et les pertes de détention, ainsi que les autres changements des actifs et passifs financiers.

Les comptes de patrimoine fournissent une vue d'ensemble détaillée des avoirs et engagements financiers des secteurs institutionnels domestiques<sup>37</sup> et du reste du monde. Ces actifs et passifs sont répartis par instrument financier<sup>38</sup>. 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. Dans son acception plus spécifique, le terme 'comptes financiers' désigne l'enregistrement des transactions financières. Ainsi, les comptes financiers mettent en évidence la manière dont les différents secteurs institutionnels affectent leur épargne, ou trouvent les ressources nécessaires pour financer leur déficit.

L'analyse détaillée se limite ici au secteur des ménages. Pour les autres secteurs, dont les évolutions conjoncturelles récentes sont analysées dans d'autres parties de la présente publication, seuls les patrimoines nets totaux sont commentés.

Tableau 26 :

**Evolution du patrimoine financier net des ménages luxembourgeois** <sup>1)2)</sup>  
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	09-2009	09-2010	09-2011	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	12-2011
<b>Actifs financiers</b>	<b>53 948</b>	<b>55 174</b>	<b>54 189</b>	<b>1 567</b>	<b>-1 096</b>	<b>54 660</b>
Numéraire et dépôts	26 285	27 229	28 473	718	-118	29 074
Titres autres qu'actions	7 598	8 020	6 192	274	-1 110	5 356
Crédits	249	273	267	-2	0	265
Actions et autres participations	13 987	12 375	11 791	39	220	12 050
Provisions techniques d'assurances	5 830	7 277	7 466	537	-88	7 916
<b>Passifs financiers</b>	<b>19 383</b>	<b>20 552</b>	<b>22 208</b>	<b>565</b>	<b>-6</b>	<b>22 767</b>
Crédits	19 383	20 552	22 208	565	-6	22 767
dont: Court terme (moins d'un an)	1 165	942	862	-8	11	865
dont: Long terme (plus d'un an)	18 217	19 609	21 346	573	-17	21 902
<b>Patrimoine financier net</b>	<b>34 566</b>	<b>34 623</b>	<b>31 981</b>	<b>1 002</b>	<b>-1 090</b>	<b>31 893</b>

Source : STATEC / BCL

<sup>1)</sup> Y inclus les institutions sans but lucratif au service des ménages

<sup>2)</sup> 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 actifs financiers des ménages luxembourgeois sont principalement composés de numéraire et dépôts (53% du total fin décembre 2011), d'actions et autres participations (22%), de provisions techniques d'assurances (14%) et d'obligations (10%). Le trimestre sous revue s'est caractérisé par des

<sup>37</sup> Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM), sociétés financières, sociétés non financières et administrations publiques.

<sup>38</sup> 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.



investissements nets positifs dans quasiment toutes les catégories d'actifs, principalement les dépôts (718 millions d'euros), les produits d'assurance (537 millions d'euros) et les titres autres qu'actions (274 millions d'euros). Toutefois, la plupart des catégories d'actifs ont enregistré des effets de prix et de change défavorables. C'est particulièrement le cas des titres à revenu fixe, en raison de la hausse des taux d'intérêts enregistrée au cours de la deuxième partie de l'année 2011 et de la crise des dettes souveraines. Au final, les avoirs totaux ont légèrement augmenté, passant de 54 189 millions d'euros en septembre à 54 660 millions d'euros en décembre.

Les engagements des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent la majorité. Au cours du quatrième trimestre de 2011, l'encours des crédits à long terme a continué de progresser, comme il le fait de façon régulière depuis 2006.

Telle qu'elle ressort du tableau ci-dessus, la capacité de financement dégagée par les ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages s'élevait à 1 002 millions d'euros à la fin du mois de décembre 2011. Toutefois, elle a été plus que compensée par un effet de marché défavorable de 1 090 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net s'est inscrit en très léger recul au quatrième trimestre de 2011. Il s'est élevé à 31 893 millions d'euros, contre 31 981 millions d'euros à la fin du trimestre précédent.

Tableau 27 :

**Evolution des patrimoines financiers nets des grands secteurs économiques <sup>1)</sup>**

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Patrimoines financiers nets au 31 décembre 2010	Patrimoines financiers nets au 31 mars 2011	Patrimoines financiers nets au 30 juin 2011	Patrimoines financiers nets au 30 septembre 2011	Soldes financiers du 4e trimestre 2011	Autres variations	Patrimoines financiers nets au 31 décembre 2011
Ménages et ISBLSM	35 311	34 932	33 230	31 981	1 002	-1 090	31 893
Administrations publiques	20 764	20 352	20 665	18 517	45	334	18 896
Sociétés financières et non-financières	-50 909	-32 668	-28 481	-53 360	32 585	-167 464	-188 239

Source : STATEC / BCL

<sup>1)</sup> 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

Dans le cas des ménages et des administrations publiques, il ressort du tableau ci-dessus que les patrimoines financiers nets se sont détériorés au cours de l'année 2011, particulièrement au troisième trimestre. En effet, au cours de cette période, les perturbations observées sur les marchés financiers ont eu un impact négatif sur les actifs détenus, alors que les engagements ont continué de croître à un rythme régulier. Au quatrième trimestre, on note une relative stabilisation des patrimoines financiers nets de ces deux secteurs.

Etant donné la diversité des activités qu'il couvre et les fortes variations de prix qui peuvent être enregistrées tant à l'actif qu'au passif, le secteur des sociétés montre généralement une évolution du patrimoine financier net assez variable. Une dégradation du patrimoine financier de ce secteur a été observée au troisième trimestre de 2011. Au quatrième trimestre, le montant des 'autres variations' est très élevé. Il reflète un changement méthodologique dans la compilation statistique, qui sera étendu à toute la série prochainement.

Encadré 6 :

## REVENU ET RICHESSE DES MÉNAGES FRONTALIERS

### INTRODUCTION

Depuis 2000, le nombre de non-résidents qui travaillent au Luxembourg a augmenté de 77%, pour atteindre 44% de l'emploi intérieur en 2011<sup>39</sup>. Ces travailleurs « frontaliers » proviennent surtout de la « Grande Région » (Wallonie en Belgique, Lorraine en France, Sarre et Rhénanie-Palatinat en Allemagne). La composition de l'emploi frontalier en termes d'âge, de sexe, de nationalité et de lieu de résidence peut être assez bien cernée grâce aux données de la sécurité sociale<sup>40</sup>. Le comportement de consommation des frontaliers sur le territoire luxembourgeois est également le sujet d'une enquête régulière effectuée par le CEPS/Instead en coopération avec le STATEC<sup>41</sup>. Selon cette enquête, les frontaliers auraient dépensé en 2007 €1 200 millions au Luxembourg, soit €9 076 par frontalier<sup>42</sup>. Par contre, il existe peu d'informations concernant la situation financière (revenus, actifs, passifs) des ménages non-résidents en général et des travailleurs frontaliers en particulier.

Cet encadré fournit des estimations sur le revenu et sur la richesse moyenne des ménages frontaliers résultant d'une enquête effectuée par la BCL en 2010-2011, en coopération avec le CEPS/Instead. Il s'agit d'une enquête complémentaire à celle concernant les ménages résidant au Luxembourg, dont les premiers résultats ont été publiés dans un encadré du bulletin BCL 2012-1<sup>43</sup>. L'enquête auprès des ménages luxembourgeois résulte d'un effort commun des banques centrales de l'eurosysteme, visant à mieux connaître le comportement financier et de consommation des ménages de la zone euro<sup>44</sup>. L'enquête auprès des ménages frontaliers se limite quant à elle aux ménages résidant dans les régions limitrophes du Luxembourg et dont au moins un membre travaille au Luxembourg à la date de l'enquête. L'IGSS a fourni un échantillon représentatif de la population comptant pratiquement 5 000 ménages. Le CEPS/INSTEAD a contacté ces derniers entre novembre et décembre 2010 et 715 ménages ont rempli le questionnaire. Dans l'analyse, les réponses de ces ménages ont été pondérées afin d'obtenir des résultats représentatifs de la population des ménages frontaliers (par des méthodes analogues à celles utilisées pour l'enquête portant sur les ménages résidents)<sup>45</sup>.

### CARACTÉRISTIQUES SOCIO-ÉCONOMIQUES DE L'ÉCHANTILLON PONDÉRÉ

L'échantillon est construit afin de bien approximer la distribution par nationalité des frontaliers, telle qu'elle ressort des statistiques officielles. Pratiquement la moitié des ménages frontaliers interrogés sont résidents en France, l'autre moitié étant également répartie entre la Belgique et l'Allemagne. Il n'est pas surprenant que le pays de résidence corresponde à la nationalité (définie comme pays de naissance) pour la plupart des frontaliers. Le « frontalier moyen » est un homme marié, qui a autour de 40 ans. En général, les frontaliers ont un niveau d'éducation élevé, quel que soit leur pays de résidence. Les disparités socio-économiques entre les pays de résidence sont relativement limitées et ne sont pas statistiquement significatives. Près de 98% des frontaliers sont des salariés et 97% bénéficient d'un contrat à durée indéterminée. Près des deux tiers travaillent dans le secteur des services, principalement les services non-marchands et les services financiers, suivis par l'industrie et les autres services marchands. En moyenne, les frontaliers travaillent 39,5 heures hebdomadaires (médiane : 40 heures) et sont employés au Luxembourg depuis 10,2 ans (médiane : 9 ans). La distance moyenne parcourue entre le lieu de résidence et le lieu de travail est de 46,7 kilomètres (médiane : 43 km). On estime par ailleurs que 80% des frontaliers utilisent la voiture pour se rendre à leur lieu de travail et que 16% combinent la voiture et les transports en commun. Seuls 4% empruntent uniquement les transports en commun.

39 Statec (2012), Note de Conjoncture 1-12, tableau 3a.

40 Inspection générale de la sécurité sociale (2011), Rapport général sur la sécurité sociale.

41 Allegrezza, S., J. Brosius, P. Gerber, P. Hausman, J. Langers, G. Schuller, et M. Zanardelli (2005) « Les salariés frontaliers dans l'économie luxembourgeoise », Cahier économique du STATEC 100.

42 Genevois, A.-S. et M. Zanardelli (2008), « Les dépenses des salariés frontaliers au Luxembourg en 2007 » STATEC, Bulletin 2008-1.

43 Mathä, T.Y., A. Porpiglia, et M. Ziegelmeier (2012), « The Luxembourg Household Finance and Consumption Survey (LU-HFCS): Introduction and Results », BCL Working Paper 73.

44 [http://www.ecb.int/home/html/researcher\\_hfcn.en.html](http://www.ecb.int/home/html/researcher_hfcn.en.html)

45 Techniquement, on a appliqué la méthode d'imputation stochastique multiple.

## ESTIMATIONS DU REVENU

Le revenu du travail gagné au Luxembourg peut comprendre les salaires de plusieurs membres du même ménage. Pour l'année 2009, 41% des ménages frontaliers ont bénéficié d'un revenu se situant entre €25 000 et €50 000<sup>46</sup>. Cette classe de revenus représente 32% des ménages frontaliers belges, 43% des frontaliers français et 46% des frontaliers allemands. Environ 26% des ménages frontaliers français, 23% des ménages belges et 18% des ménages allemands relèvent par ailleurs de la classe inférieure (€25 000 ou moins). Enfin, 45% des ménages frontaliers belges, 36% des allemands et 30% des français appartiennent à la classe supérieure (revenus cumulés supérieurs à €50 000). Pour 46% des ménages frontaliers, le revenu du travail au Luxembourg est complété par un revenu du travail obtenu dans le pays de résidence, qui correspond généralement au travail d'un conjoint. En moyenne, les ménages qui disposent de ce revenu complémentaire l'ont situé entre €10 000 et €25 000.

Afin de calculer des revenus moyens par ménage, nous attribuons à chaque ménage une valeur se situant au milieu de l'intervalle qu'il a sélectionné. En combinant le revenu du travail provenant de différents pays, le revenu du travail total brut se monte en moyenne à €55 000 pour les ménages frontaliers français (médiane €41 250), à €69 000 pour les belges (médiane €55 000) et à €70 000 pour les allemands (médiane €55 000). Seuls 14% du revenu total du travail trouvent leur origine dans le pays de résidence, de sorte que le revenu en provenance du Luxembourg est de loin le plus déterminant pour les différences par pays de résidence. En se limitant au revenu du travail provenant du Luxembourg, les ménages frontaliers belges disposent de €60 000 en moyenne, tandis que les allemands disposent de €59 000 et les français de €47 000.

Comme base de comparaison, parmi les ménages résidant au Luxembourg qui disposent d'un revenu du travail, la valeur moyenne de ce revenu est de pratiquement €74 000. Pour les ménages résidents de nationalité luxembourgeoise, la moyenne est de €76 000 et pour les ménages étrangers<sup>47</sup> résidant au Luxembourg elle est de €70 000. Ainsi, les ménages frontaliers gagnent en moyenne €8 000 de moins que les ménages étrangers résidant au Luxembourg et €14 000 de moins que les ménages résidents de nationalité luxembourgeoise.

Afin de mieux comparer les revenus du travail des frontaliers et des résidents, le revenu du travail au Luxembourg est normalisé par le nombre de salariés frontaliers par ménage (ou le nombre de salariés pour les ménages résidents). En moyenne, un ménage résidant au Luxembourg inclut 1,5 salarié et un ménage frontalier inclut 1,3 salarié au Luxembourg. Cet ajustement réduit partiellement les différences de revenu, mais les résidents de nationalité luxembourgeois disposent toujours de €52 000 par salarié en moyenne, tandis que les étrangers résidant au Luxembourg disposent de €45 000 par salarié et les frontaliers de seulement €41 000. En moyenne, les frontaliers allemands disposent de €48 000 par salarié, les belges de €46 000 et les français de €35 000.

## ESTIMATIONS DE LA RICHESSE

La richesse nette est estimée en cumulant les actifs réels (biens immobiliers, véhicules, etc.) et les actifs financiers (comptes bancaires, parts d'OPC, participations, assurance-vie) et en déduisant les dettes éventuelles. La richesse nette par ménage est estimée à €340 000 pour les frontaliers belges, €209 000 pour les frontaliers français et à €226 000 pour les frontaliers allemands. En moyenne, la richesse nette des ménages frontaliers ne représente que 34% de la richesse nette des ménages résidents. Il est possible que la richesse des ménages frontaliers soit sous-estimée, le questionnaire soumis à ces ménages étant beaucoup moins détaillé que le questionnaire correspondant présenté aux ménages résidents, qui l'ont en outre rempli avec l'aide d'un enquêteur. En tout cas, les mêmes différences caractérisent les deux principales composantes de la richesse, à savoir la richesse réelle et la richesse financière.

En moyenne, la richesse réelle nette (biens immobiliers, véhicules, etc.) des ménages frontaliers correspond à 34% de la richesse réelle nette des ménages résidant au Luxembourg. En ce qui concerne la richesse financière nette (actifs

<sup>46</sup> Pour des raisons de confidentialité, les ménages n'indiquent pas le montant exact du revenu du travail, mais le situent selon différents intervalles.

<sup>47</sup> La nationalité des ménages résidents est déterminée par celle du chef de ménage.

financiers tels que les comptes d'épargne, les participations, l'assurance-vie etc.), les ménages frontaliers ne détiennent en moyenne que 36% de la valeur détenue par les ménages résidents. Les différences par pays de résidence sont importantes : les ménages frontaliers belges détiennent le plus de richesse réelle et financière (respectivement 45% et 69% des montants déclarés par les ménages résidents).

### Résidence principale du ménage

La résidence principale du ménage est généralement la composante la plus importante de la richesse réelle. En moyenne, il est légèrement plus probable qu'un ménage frontalier soit propriétaire de sa résidence principale. Pour les ménages résidant au Luxembourg, 67% possèdent leur résidence principale, la proportion correspondante atteignant 72% en ce qui concerne les ménages frontaliers. Cette proportion est la plus élevée pour les ménages frontaliers belges (83%), les ménages français (70%) et allemands (67%) enregistrant des valeurs plus proches de celles des résidents. La résidence principale sert de collatéral d'un prêt hypothécaire pour 53% des ménages frontaliers belges, 48% des ménages frontaliers allemands et 28% des ménages frontaliers français. La proportion des ménages résidant au Luxembourg qui ont contracté un prêt hypothécaire dont la résidence principale constitue le collatéral est inférieure à raison de pratiquement 7 points de pourcentage à la moyenne correspondante pour les frontaliers.

En ce qui concerne les seuls ménages frontaliers qui sont propriétaires de leur résidence principale, la valeur moyenne de l'immeuble est de €280 000, ce qui représente 44% de la valeur moyenne se rapportant aux ménages résidant au Luxembourg (soit près de €640 000). La valeur de la résidence principale ne varie pas significativement entre pays frontaliers. Pour les ménages frontaliers qui détiennent un prêt hypothécaire sur leur résidence principale, la valeur moyenne correspondante est de €114 000. Cette valeur est très inférieure au chiffre relatif aux ménages résidant au Luxembourg (€169 000). Les ménages frontaliers allemands détiennent pour leur part les prêts hypothécaires les plus importants, avec une valeur moyenne supérieure à €134 000.

### Richesse financière

Parmi les ménages frontaliers, 60% déclarent posséder de la richesse financière. Ce chiffre semble peu fiable, car il est très inférieur à la proportion correspondante enregistrée auprès des ménages résidant au Luxembourg (98% déclarant posséder des actifs financiers). Il est possible que ce résultat reflète la structure moins détaillée du questionnaire soumis aux frontaliers, qui mentionne en vrac des instruments financiers simples tels que les comptes courants et des instruments plus complexes. Parmi les ménages frontaliers, 73% des allemands déclarent posséder au moins une des composantes de la richesse financière. Les proportions correspondantes n'atteignent que 52% chez les frontaliers français et 61% chez les frontaliers belges.

Plus de 30% des ménages frontaliers ont diversifié géographiquement leur portefeuille financier, ce qui revient à dire que leur richesse financière n'est pas uniquement investie dans des banques de leur pays de résidence. Environ 40% des ménages frontaliers belges détiennent une partie de leur richesse financière au Luxembourg et 3% dans un pays tiers. Pour les français, ces chiffres sont respectivement de 24% et de 1,5% et pour les allemands de 36% et 4%.

Parmi les ménages frontaliers qui déclarent détenir de la richesse financière, le montant moyen est de €54 000, soit un montant largement inférieur à la somme moyenne mentionnée par les ménages résidant au Luxembourg (soit €73 000). Ce chiffre varie de €83 000 pour les frontaliers belges à €38 000 pour les frontaliers français. Même si la plus grande part de la richesse financière est investie dans le pays de résidence, les ménages frontaliers investissent également ailleurs. En moyenne, les ménages frontaliers qui investissent à l'étranger détiennent €30 000 au Luxembourg.

Environ un tiers des ménages frontaliers ont contracté d'autres prêts que des emprunts hypothécaires. Ce chiffre est le plus élevé parmi les frontaliers français (38%) et le moins élevé parmi les frontaliers allemands (25%). Il est relativement fréquent pour les ménages frontaliers de contracter une partie de ces prêts en dehors de leur pays de résidence. Ainsi, les ménages frontaliers belges ont contracté 11% de ces prêts au Luxembourg, les français et les allemands 8%. Moins de

1% des ménages frontaliers ont contracté des prêts non-hypothécaires dans un pays tiers.

Parmi les ménages qui ont contracté un prêt non-hypothécaire, la valeur moyenne est de €26 000, soit environ le double du montant correspondant relatif aux ménages résidant au Luxembourg (€13 000). Les frontaliers belges présentent le niveau le plus faible (€14 000) et les allemands le plus élevé (€36 000), toujours pour ces prêts non-hypothécaires. La majeure partie de ces sommes provient de prêts contractés dans le pays de résidence. Pour les prêts obtenus ailleurs, le Luxembourg enregistre la part la plus importante, avec une valeur moyenne de €14 000.

## CONCLUSIONS

Cet encadré présente des résultats préliminaires portant sur le revenu et la richesse des ménages de travailleurs frontaliers au Luxembourg résidant au sein de la Grande Région. Il contribue ainsi à combler une lacune importante dans les statistiques relatives à ce groupe de salariés, qui revêt une importance grandissante pour l'économie luxembourgeoise. Les premiers résultats montrent que la différence entre ménages résidents et ménages frontaliers est plus importante en termes de richesse qu'en ce qui concerne les revenus. La différence majeure provient de la valeur des biens immobiliers. Finalement, ce sont les ménages frontaliers belges qui présentent le moins de différences en termes de richesse par rapport aux ménages résidents, un fait qui pourrait traduire la longue tradition d'intégration économique entre les deux pays liée notamment à l'union monétaire belgo-luxembourgeoise, qui a précédé l'euro.

### 1.2.11 Les finances publiques

#### 1.2.11.1 Evolution des recettes et des dépenses des Administrations publiques

##### 1.2.11.1.1 Situation budgétaire : revue de l'année 2011

Le solde des Administrations publiques luxembourgeoises, annoncé début avril 2012 dans le cadre de la publication des comptes nationaux annuels, a révélé un déficit pour l'année 2011 de 0,6% du PIB. Ce déficit est de moindre ampleur que le déficit enregistré pour l'année 2010, qui atteignait 0,9% du PIB. Cette amélioration est notamment due à des recettes fiscales supérieures au niveau initialement escompté. Ce déficit pour 2011 est inférieur à celui prévu dans la 12<sup>ème</sup> actualisation du Pacte de Stabilité, publiée en avril 2011 par le Gouvernement, qui prévoyait un déficit de 1,0%. Il est par contre supérieur au déficit calculé par la BCL dans ses projections de décembre 2011 (0,3% du PIB).

##### 1.2.11.1.2 Les projections pour la période 2012-2014

Dans le cadre des exercices de projections biannuels, la BCL a présenté ses chiffres concernant les soldes des Administrations publiques ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2012 à 2014. La BCL a intégré dans ses projections les mesures de consolidation budgétaire présentées par le gouvernement le 27 avril 2012, confirmées par le Premier Ministre lors du discours du 8 mai 2012. Ces mesures de consolidation devraient entrer en vigueur dès janvier 2013 et porter, selon le Gouvernement, d'une part sur des réductions de dépenses (à concurrence de 2/3) et d'autre part sur des hausses de recettes (à concurrence d'1/3).

### 1.2.11.1.2.1 Les recettes

Alors qu'il avait amorcé une baisse en 2010 et en 2011 suite à la crise économique de 2009, le ratio des recettes totales des Administrations publiques par rapport au PIB s'affiche en légère progression pour les années 2012 (41,6% du PIB) et 2013 (41,7% du PIB), avant d'enregistrer une baisse significative pour l'année 2014 (40,9% du PIB).

Tableau 28:

#### Recettes de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB, sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2012						PROJECTIONS BCL JUIN 2012		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Impôts directs	13,0	13,0	13,4	14,1	14,3	14,0	13,9	14,2	13,9
dont à charge des ménages	8,1	7,8	8,3	8,5	8,5	9,0	9,1	9,4	9,5
dont à charge des sociétés	5,0	5,3	5,1	5,5	5,7	5,0	4,8	4,8	4,4
Impôts indirects	12,6	12,4	11,8	12,0	11,8	11,9	12,0	11,7	11,4
Cotisations sociales	10,8	10,7	10,9	12,3	11,8	11,9	12,0	12,0	11,9
Autres recettes	3,6	3,8	4,1	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7
<b>Recettes totales</b>	<b>39,9</b>	<b>39,9</b>	<b>40,1</b>	<b>42,2</b>	<b>41,6</b>	<b>41,4</b>	<b>41,6</b>	<b>41,7</b>	<b>40,9</b>
<b>Croissance nominale des recettes totales (%)</b>	<b>7,7</b>	<b>10,6</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>3,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,1</b>

Sources: IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

Sur l'horizon de projection, la situation est contrastée tant en fonction de l'évolution des différents impôts que des années auxquelles ils se réfèrent. En ce qui concerne l'évolution des impôts directs, la situation est différente selon que l'on se penche sur les impôts directs à charge des ménages ou des entreprises.

Le ratio des impôts directs à charge des ménages est en augmentation sensible sur toute la période de projection, passant de 9,1% du PIB en 2012 à 9,5% du PIB en 2014. Cette hausse est due notamment à la mise en place du paquet de consolidation fiscale, qui devrait entrer en vigueur dès janvier 2013 (augmentation de l'impôt de solidarité). Il est à noter également que le ratio des impôts directs à charge des ménages a augmenté très légèrement par rapport à son niveau de 2011 en dépit de l'abolition de l'impôt spécial de crise en 2012 (introduit en 2011).

La situation inverse prévaut en ce qui concerne les impôts directs payés par les entreprises. Les mesures de consolidation, qui devraient entrer en vigueur dès janvier 2013 (augmentation de l'impôt de solidarité et introduction d'un impôt minimal sur les sociétés), ne compensent pas la perte de recettes fiscales liée aux traditionnels décalages dans la perception des impôts directs à charge des sociétés (l'espacement entre la collecte des impôts et l'exercice d'imposition auquel se rapportent ces recettes). Ces décalages expliquent d'une part l'augmentation du ratio en 2009 et en 2010 -alors même que la crise économique sévissait- et d'autre part la baisse de ce ratio à partir de 2011 et ce pour tout l'horizon de projection.

Le ratio concernant les cotisations sociales serait en très légère progression pour 2012 et 2013. A cet effet, la baisse des cotisations perçues par le secteur des Administrations publiques dans son ensemble dès 2012, dans la foulée de la mise en place du statut unique en 2009, a été neutralisée par une progression de ces dernières liée aux indexations des salaires ainsi qu'à l'ajustement des pensions aux salaires réels en 2012.

Quant au ratio des impôts indirects, à l'exception d'une très légère hausse en 2012, il déclinera sensiblement au cours des deux années suivantes, sous l'effet d'une baisse des recettes de TVA s'expliquant par une dynamique des dépenses de consommation privée de moindre ampleur que la croissance du PIB.

Il est également important de noter qu'à partir de 2015, soit au-delà de l'horizon de projection, les recettes de TVA liées au commerce électronique reposeront sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence et non plus le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, incluant une période transitoire de 2015 à 2019, aura comme conséquence que les recettes de TVA afférentes vont inévitablement s'étioler au cours de cette période. Il s'agit là d'un enjeu particulièrement important, ces recettes représentant environ 1% du PIB.

#### 1.2.11.1.2.2 Les dépenses

Après une contraction durant les années 2010 et 2011, le ratio des dépenses par rapport au PIB devrait connaître une hausse significative en 2012 (de l'ordre de 1% à 43% du PIB) avant de baisser quelque peu en 2013 et 2014, à respectivement 42,9% et 42,7% du PIB. Sur l'horizon de projection, la hausse du ratio est de 0,7% du PIB et provient principalement de la hausse du ratio des dépenses courantes (1,0% du PIB) en partie neutralisée par la baisse des dépenses en capital (à concurrence de 0,3% du PIB). Cette diminution des dépenses en capital est principalement due aux mesures de consolidation concernant les investissements, adoptées par le gouvernement en mai 2012. Ces mesures devraient entrer en vigueur dès 2013.

Tableau 29 :

#### Dépenses de l'ensemble des Administrations publiques

(en % du PIB, sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2012						PROJECTIONS BCL JUIN 2012		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Transferts sociaux	19,3	18,3	19,0	22,2	21,6	21,1	21,7	21,8	21,6
Investissements publics	3,6	3,3	3,2	3,7	4,0	4,0	3,9	3,7	3,7
Dépenses de consommation <sup>1)</sup>	10,4	10,0	10,3	11,8	11,6	11,6	11,9	12,0	12,1
Subsides <sup>2)</sup>	1,5	1,6	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
Autres dépenses	3,7	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	3,8	3,7
<b>Dépenses totales</b>	<b>38,6</b>	<b>36,3</b>	<b>37,1</b>	<b>43,0</b>	<b>42,4</b>	<b>42,0</b>	<b>43,0</b>	<b>42,9</b>	<b>42,7</b>
<b>Croissance nominale des dépenses totales</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>7,7</b>	<b>9,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>


Sources : IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

<sup>1)</sup> Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

<sup>2)</sup> A l'exclusion des transferts en capital

L'augmentation du ratio lié aux dépenses courantes sur la période de projection serait liée à la hausse des pensions de vieillesse (entre autres l'ajustement des pensions aux salaires réels en janvier 2012) ainsi qu'à l'impact de l'indexation des salaires au cours des trois années de la période de projection. Néanmoins, les hausses des dépenses de rémunération auraient eu un impact encore plus important sur la dynamique des dépenses courantes sans le report de deux années de l'accord salarial. La prime de 0,9%, qui devait être payée en juillet 2012, ne sera payée qu'en juillet 2014 et la hausse du point indiciaire, qui aurait dû avoir lieu en janvier 2013, ne sera réalisée qu'en janvier 2015 (soit au-delà de l'horizon de projection).

La croissance nominale des dépenses publiques, quoique légèrement inférieure à la croissance nominale du PIB en 2013 et 2014, nécessitera une consolidation de plus grande ampleur, afin de diminuer l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et afin de faire face aux problèmes structurels auxquels



l'économie luxembourgeoise est confrontée ou sera confrontée dans les années à venir (notamment vieillissement de la population, chômage structurel élevé, marges de manœuvre permettant de pallier la vulnérabilité propre à une petite économie ouverte).

#### 1.2.11.1.2.3 Les capacités ou besoins de financement

Les soldes des Administrations publiques résultent de la différence entre les ratios de recettes et de dépenses présentées supra. Après trois années de surplus budgétaires non négligeables, 2009 a vu l'émergence d'un déficit, qui s'est accru quelque peu en 2010 avant de revenir à 0,6% du PIB en 2011 suite à la mise en œuvre de mesures de consolidation budgétaire. Ce déficit est supérieur aux estimations de la BCL qui, dans ses projections de décembre 2011, tablait sur un déficit de 0,3% du PIB pour l'année 2011.

Selon les projections de la BCL, le déficit budgétaire augmenterait à 1,5% du PIB en 2012 suite à la dégradation du solde de l'administration centrale, qui atteindrait quelque 3,0% du PIB. Le solde des administrations locales serait en équilibre et le solde de la sécurité sociale présenterait toujours un large excédent, quoique très légèrement inférieur à celui de 2011.

L'année 2013 verrait le déficit se contracter à 1,2% de PIB, sous l'impulsion des mesures de consolidation qui devraient entrer en vigueur en janvier 2013. Comme en 2012, le solde de l'administration centrale, quoiqu'en repli par rapport à 2012, serait déficitaire à raison de 2,8% du PIB. Les soldes des administrations locales et de la sécurité sociale seraient semblables à ceux de 2012.

En 2014, le déficit des Administrations publiques repartirait à la hausse et atteindrait 1,8% du PIB sous l'effet conjugué d'une nouvelle dégradation du solde de l'administration centrale, d'une baisse très légère du surplus enregistré par la sécurité sociale ainsi que d'un léger déficit des administrations locales.

Un taux de croissance des dépenses supérieur au taux de croissance des recettes (à l'exception de l'année 2013) serait la cause première de ce dérapage. De plus, comme mentionné ci-dessus, les impôts directs à charge des sociétés subiraient avec retard l'impact négatif de la crise, tandis que les impôts indirects seraient affectés par une consommation privée moins dynamique que le PIB. Ces effets négatifs ne seraient que partiellement compensés par une augmentation des impôts directs payés par les ménages suite aux mesures de consolidation introduites en 2013.

Si les soldes des Administrations publiques demeurent, à l'horizon de 2014, toujours inférieurs au seuil de référence de 3%, ils n'en constituent pas moins le plus mauvais résultat depuis l'établissement des comptes SEC95 (période 1995-2014). Le gouvernement sera donc contraint d'entreprendre de nouvelles mesures de consolidation de nature et d'ampleur beaucoup plus importante que celles proposées à ce jour s'il veut atteindre son objectif d'un retour à l'équilibre à l'horizon de 2014.



Tableau 30:

## Soldes budgétaires de l'Administration publique et de ses sous-secteurs (en % du PIB sauf mention contraire)

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)								
	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2012						PROJECTIONS BCL JUIN 2012		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ensemble des Administrations publiques</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,8</b>
<i>dont Etat central</i>	-0,6	0,9	-0,2	-2,6	-2,6	-2,4	-3,0	-2,8	-3,1
<i>dont communes</i>	0,2	0,4	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,0	-0,0	-0,1
<i>dont sécurité sociale</i>	1,8	2,4	2,7	2,0	1,6	1,7	1,6	1,6	1,5
<b>Programme de stabilité Avril 2012</b>						<b>-0,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,9</b>
<b>Pour mémoire : projections de la BCL de décembre 2011</b>					<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,5</b>	
	SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES								
Estimation de juin 2012 de la BCL <sup>1)</sup>	1,5	3,1	2,1	-0,6	-0,9	-0,4	-0,9	-0,7	-1,5
Estimation Programme de stabilité Avril 2012						0,6	0,0	0,1	-0,3

Sources : IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

<sup>1)</sup> Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott

Les projections de la BCL sont en ligne pour les années 2012 et 2013 avec celles publiées dans la 13<sup>ème</sup> actualisation du Pacte de Stabilité, publiée en avril 2012 par le Gouvernement. Il semblerait, par contre, que le Gouvernement table sur un déficit de moindre ampleur pour 2014, sous l'influence d'une réduction substantielle du déficit de l'administration centrale, faisant plus que compenser une baisse du surplus de la sécurité sociale.

Selon les estimations de la BCL, le déficit structurel des Administrations publiques s'élèverait à 0,9% en 2012 et atteindrait 1,5% du PIB en 2014 et ce malgré les mesures de consolidation entrées en vigueur en 2013. Il va sans dire que ce résultat est très éloigné du surplus structurel de 1,15% du PIB, qui devrait en outre être couplé à une réforme approfondie du système de pensions, recommandé par la BCL pour affronter les défis futurs liés notamment au vieillissement de la population.

Le déficit structurel publié dans la 13<sup>ème</sup> actualisation du Pacte de Stabilité, dont la méthodologie diffère quelque peu par rapport à celle utilisée par la BCL, diverge également de l'objectif à moyen terme (MTO) fixé par le Gouvernement, soit un surplus structurel de 0,5% du PIB à l'horizon de 2015. L'évolution du solde des Administrations publiques doit être mise en rapport avec leurs actifs financiers nets, leur endettement ainsi qu'avec leurs engagements futurs. Ces aspects sont successivement passés en revue ci-dessous.

## 1.2.11.2 Le patrimoine financier des Administrations publiques

Tableau 31:

**Evolution des actifs et passifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises <sup>1)</sup>**  
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	09-2009	09-2010	09-2011	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	12-2011
<b>Actifs financiers</b>	<b>28 966</b>	<b>31 205</b>	<b>30 032</b>	<b>52</b>	<b>349</b>	<b>30 434</b>
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	4 282	5 325	5 281	-451	0	4 831
Titres autres qu'actions	728	228	264	-10	-1	253
Crédits	911	907	947	13	0	960
Actions et autres participations	17 414	19 194	18 893	145	350	19 388
Autres comptes à recevoir	5 611	5 549	4 647	355	0	5 002
<b>Passifs financiers</b>	<b>9 002</b>	<b>11 176</b>	<b>11 516</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>11 538</b>
Numéraire et dépôts	190	205	218	3	0	221
Titres autres qu'actions à long terme	2 104	4 277	4 280	0	15	4 296
Crédits	3 809	3 863	3 902	-59	0	3 843
Autres comptes à payer	2 899	2 831	3 116	62	0	3 178
<b>Patrimoine net financier</b>	<b>19 964</b>	<b>20 029</b>	<b>18 517</b>	<b>45</b>	<b>334</b>	<b>18 896</b>

Source: STATEC / BCL

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

Les actifs et passifs financiers de l'ensemble des Administrations publiques luxembourgeoise (Etat central, administrations locales et sécurité sociale) sont recensés dans les comptes financiers établis selon la norme SEC1995.

Les actifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises se composent principalement d'actions, parts d'OPC et participations (64% du total des actifs en décembre 2011), de dépôts (16%) et d'autres comptes à recevoir (16%). Le portefeuille d'actions, parts d'OPC et participations inclut notamment l'actif du Fonds de compensation commun au régime général des pensions, ainsi que toutes les participations de l'Etat, comme par exemple dans la BGL. Au cours du quatrième trimestre de 2011, les avoirs totaux des Administrations publiques se sont légèrement accrus, principalement en raison d'effets de marché positifs sur le portefeuille d'actions et participations s'élevant à 350 millions d'euros. En termes de transactions, la diminution des dépôts a été compensée par des investissements nets en actions et participations et par l'augmentation des autres comptes à recevoir. Au total, les actifs sont passés de 30 032 millions d'euros fin septembre 2011 à 30 434 millions d'euros fin décembre 2011.

Du côté des engagements, les Administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres et de crédit auprès d'institutions bancaires locales. Le poste 'numéraire et dépôts' enregistre la contrepartie des pièces de monnaie émises par l'Etat (221 millions d'euros fin décembre 2011). Au cours du trimestre sous revue, peu de changements ont été enregistrés, l'Etat n'ayant pas émis de nouvelle obligation ni contracté de nouveau prêt important auprès des institutions de crédit de la place. Notons que dans les comptes de patrimoine, les émissions de titres sont valorisées au prix du marché (4 296 millions en décembre 2011), alors que dans l'estimation du montant de la dette 'Maastricht', qui est le concept utilisé dans l'analyse ci-dessous, elles sont comptabilisées au prix d'émission (4 000 millions).

Au final, le solde des comptes financiers des Administrations publiques a enregistré un léger surplus, de 45 millions d'euros, qui se conjugue à des effets de prix et de cours de change favorables s'élevant à 334 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net a augmenté de 2,0% pour atteindre 18 896 millions d'euros à la fin du mois de décembre 2011. Les actifs financiers des Administrations publiques se seraient montés à 71% du PIB à la fin 2011. Ils ont toutefois été contrebalancés par des engagements totaux de 26,9% du PIB. La dette publique constitue bien entendu l'essentiel de ces engagements.

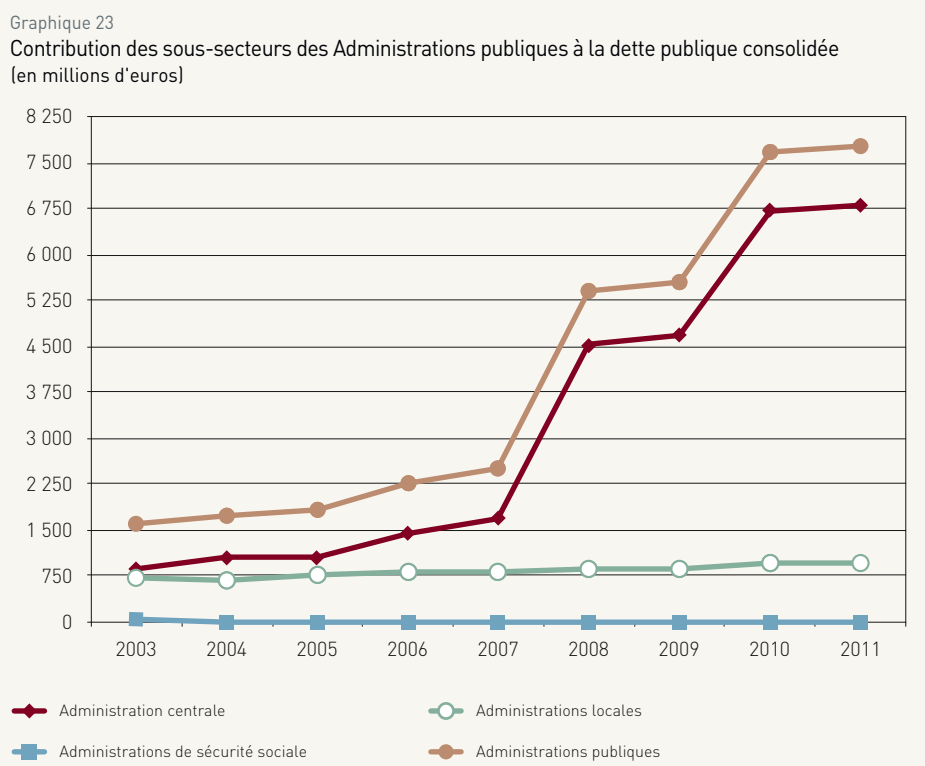
### 1.2.11.3 La dette publique : évolution récente et perspectives

Après avoir été caractérisé par un niveau bas et une relative stabilité jusqu'en 2007, le ratio de dette par rapport au PIB des Administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette en 2008, de quelque sept points de pourcentage, pour s'inscrire à 13,7% au 31 décembre 2008. Cette évolution reflète pour l'essentiel, à hauteur de 2 milliards d'euros, l'émission d'un emprunt destiné à rétablir la situation financière de Fortis Banque Luxembourg<sup>48</sup>.

En ce qui concerne l'exercice 2009, le ratio a quelque peu augmenté, puisqu'il est passé de 13,7% en 2008 à 14,8% en 2009. Cette hausse est principalement le reflet d'une diminution marquée du PIB nominal (effet dénominateur), la dette n'augmentant que modestement en termes nominaux.

L'année 2010 s'est quant à elle caractérisée par une nouvelle et sensible augmentation du ratio de la dette, qui s'est établi à 19,1% du PIB à l'issue de l'année. Cette évolution s'explique par le lancement, au mois de mai 2010 (échéance en mai 2020), d'un nouvel emprunt obligataire par le Gouvernement luxembourgeois pour un montant total de deux milliards d'euros assorti d'un « coupon » de 3,375%.

Le ratio de la dette publique au PIB a légèrement diminué en 2011, s'établissant à 18,2% du PIB. Cette baisse est principalement le reflet d'une hausse du PIB nominal (effet dénominateur), la dette n'augmentant que très modestement en termes nominaux. Le graphique montre que c'est l'Administration centrale qui a pour l'essentiel contribué à l'accroissement de l'endettement.



Sources : Statec, Calculs BCL

48 L'opération Fortis Luxembourg a exercé un impact direct et immédiat sur la dette publique, mais n'a pas eu d'impact négatif sur le solde de l'administration publique en 2008 (transaction assimilée à une opération financière n'affectant pas le solde, conformément aux règles régissant la comptabilité SEC 95).

Selon nos estimations, la période couvrant les années s'étalant de 2012 à 2014 devrait voir la dette publique par rapport au PIB augmenter de 18,2% en 2011 à 24% en 2014 (21,2% en 2012 et 22,9% en 2013).

Cette augmentation continue s'explique principalement par les emprunts supplémentaires que le Gouvernement devra contracter pour financer les déficits de l'Etat central projetés pour cette période. Un nouvel emprunt obligataire a d'ailleurs été émis en mars 2012 (avec une échéance de 10 ans) par le Gouvernement luxembourgeois, pour un montant total d'un milliard d'euros. Cet emprunt est assorti d'un « coupon » de 2,25%.

Le Gouvernement prévoit d'émettre des emprunts d'un montant semblable en 2013 et en 2014. Enfin, le Luxembourg devra également financer sa participation (200 millions d'euros) dans le capital du Mécanisme Européen de Stabilité (MES) qui devrait entrer en fonction en juillet 2012.

Une grande vigilance est de mise en ce qui concerne l'évolution de la dette publique, en raison notamment de la détérioration projetée de la situation du régime général de pension. A travers ses diverses publications, la BCL, rejointe en cela par diverses institutions internationales (FMI, OCDE, Commission européenne, ...), a mis en avant à de nombreuses reprises la nécessité de réformer le régime de pension. La proposition de loi déposée par le Gouvernement au début de l'année 2012 est une avancée dans la bonne direction. Néanmoins, la BCL est d'avis que cette réforme doit être approfondie afin de faire face aux défis futurs liés au vieillissement de la population dans les prochaines années, faisant peser de lourdes charges sur les finances publiques luxembourgeoises.

Il convient également de garder en mémoire que s'agissant d'une petite économie ouverte, le Luxembourg reste particulièrement exposé aux chocs externes ce qui rend d'autant plus importante la maîtrise de la dette publique. Il est essentiel de garder un endettement faible, voire des réserves éventuelles, afin de disposer d'une marge de manœuvre en cas de retournement conjoncturel inattendu.

Finalement, seule une stratégie jouant simultanément sur deux registres, à savoir l'assainissement de l'Administration centrale et des mesures structurelles dans le domaine de la sécurité sociale, permettra au Luxembourg d'assurer la soutenabilité à terme de ses finances publiques. Le récent rapport de l'« Ageing Working Group » (AWG) souligne la nécessité absolue d'une grande vigilance en la matière.

#### 1.2.11.4 L'impact du vieillissement sur les finances publiques à l'horizon 2060

Le 15 mai 2012, le Conseil ECOFIN a approuvé le quatrième rapport préparé par le Groupe de travail sur le vieillissement (Ageing Working Group), présentant des projections relatives à l'impact budgétaire du vieillissement dans les 27 États membres de l'UE au cours de la période 2010-2060. En particulier, il comprend des projections de dépenses couvrant les dépenses de pensions, de soins de santé, de dépendance, d'éducation et de chômage.

Les projections se basent sur une nouvelle projection démographique faite par Eurostat (EUROPOP2010) ainsi que sur un ensemble d'hypothèses de variables exogènes macro-économiques, couvrant entre autres la croissance potentielle de l'économie, la participation du travail, l'emploi et taux de chômage, la productivité du travail et le taux d'intérêt réel.

Les projections relatives au Luxembourg reposent sur les hypothèses suivantes à l'horizon 2060: taux de croissance potentiel du PIB convergeant vers 1,7%, taux de croissance de l'emploi de 0,1%, taux de croissance de la productivité du travail de 1,5%.

Le graphique 24 permet de visualiser l'impact des dépenses mentionnées ci-dessus sur les finances publiques luxembourgeoises à l'horizon 2060.

Les dépenses de pensions augmenteraient de 9,4% du PIB, pour atteindre 18,6% du PIB en 2060 contre 9,2% du PIB en 2010. Cette augmentation repose pourtant sur l'hypothèse d'un lien, réduit de moitié, de l'ajustement des pensions aux salaires réels à partir de 2020. Les dépenses de santé et de dépendance augmenteraient, quant à elles, de respectivement 0,7% et 2,1% du PIB.

Par contre les dépenses relatives à l'éducation et au chômage reculeraient très légèrement, à raison de 0,1% du PIB.

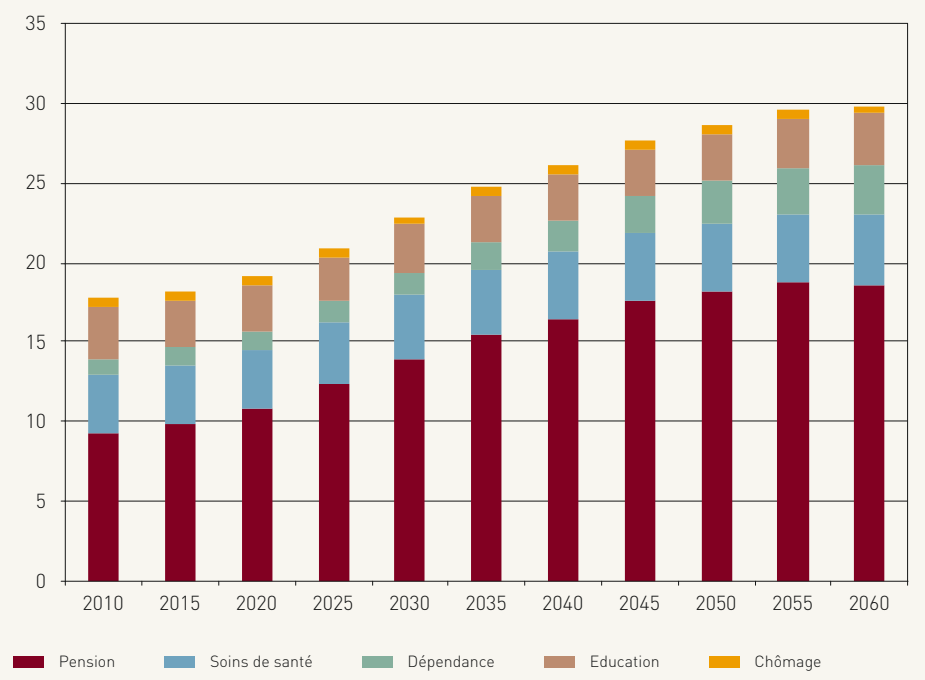
Au total, les dépenses relatives à ces cinq catégories représenteraient près de 30% du PIB à l'horizon 2060, contre moins de 20% du PIB en 2010, les dépenses liées aux pensions étant le moteur principal de cette augmentation.

Comparé à d'autres pays Européens, le graphique 25 permet de constater que le Luxembourg présente la situation la plus compromise en termes de détérioration de ses finances publiques à l'horizon 2060. L'impact total de 12% du PIB est en effet bien supérieur aux projections faites pour les autres pays.

Même l'Italie, dont la dette publique avoisine les 120% du PIB, enregistrerait à l'horizon 2060 une baisse de ses dépenses liées au vieillissement de l'ordre de 0,2% du PIB.

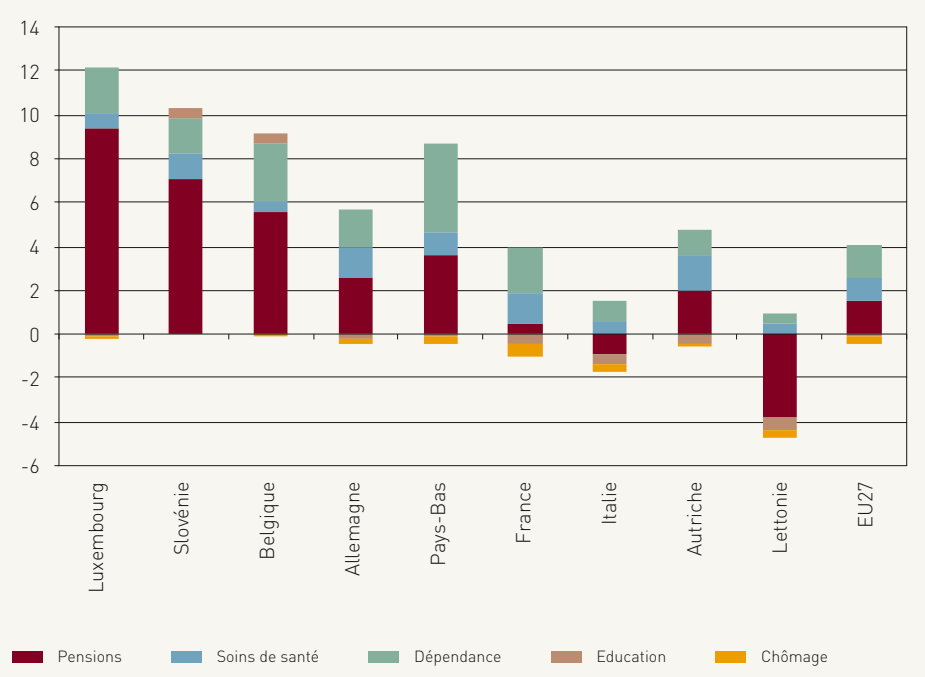
Encadré 7 :

Graphique 24  
Augmentation des dépenses au Luxembourg  
(en % du PIB)



Source : Ageing Working Group Report 2012

Graphique 25  
Augmentation des dépenses liées au vieillissement de 2010 à 2060  
(en % du PIB)



Source : Ageing Working Group Report 2012

Encadré 7 :

## RÉFORME DES PENSIONS AU LUXEMBOURG : ÉVALUATION DU PROJET DE LOI AVEC LE MODÈLE D'ÉQUILIBRE GÉNÉRAL LOLA

Le vieillissement de la population constitue une menace considérable pour les systèmes de pensions des pays européens. Le taux de dépendance des personnes âgées (nombre d'individus de 65 ans et plus par rapport au nombre d'individus de 20 à 64 ans) est amené à croître à cause de la baisse de la natalité, de la hausse de la longévité et du vieillissement de la génération « baby-boom ». En conséquence, le financement des systèmes européens de pensions par répartition, où les retraites sont financées par des cotisations basées sur les revenus professionnels des travailleurs actuels, sera de plus en plus difficile. Pour cette raison, de nombreux pays ont déjà entamé une réforme de leurs systèmes de pensions. Ainsi, au Luxembourg, le gouvernement a déposé en janvier 2012 un projet de loi portant réforme de l'assurance pension. Les principales dispositions de ce projet de loi sont brièvement décrites ci-dessous. La réforme devrait en principe entrer en vigueur dans le courant de l'année 2013.

### RÉFORME DES PENSIONS AU LUXEMBOURG : PROJET DE LOI

Le projet de loi ne touche pas aux droits des pensionnaires actuels et pas davantage à l'âge légal de départ à la retraite de 65 ans. En outre, le gouvernement ne remettra pas en cause le principe selon lequel les cotisations des actifs servent à payer les pensions des retraités (système par répartition) et le financement tripartite (État, assurés, entreprises) du régime général de pension.

#### Modification de la formule de calcul des pensions (« pension à la carte »)

L'un des principaux aspects de la réforme envisagée, baptisé « Pension à la carte », consisterait à modifier l'actuelle formule de calcul des pensions, qui repose sur une partie fixe (majoration forfaitaire), une partie variable en fonction des revenus cotisables accumulés au cours de la carrière (majoration proportionnelle), des majorations proportionnelles échelonnées (pour les retraités excédant une durée de carrière de 38 ans et un âge de 55 ans) et enfin une allocation de fin d'année. En vertu de la réforme, les majorations proportionnelles seraient toutes autres choses égales par ailleurs (indexation aux prix notamment) abaissées de 13,5%, passant de 1,85% à 1,60% des revenus cumulés. Cette diminution serait cependant introduite de manière très graduelle, sur une période de 40 ans. Elle serait en outre partiellement compensée par une hausse des majorations forfaitaires, qui passeraient de 23,5 à 26% du salaire social minimum – toujours sur une période de 40 ans. Considérées conjointement, ces deux dispositions contribueraient à réduire de 8,6% la pension moyenne. Il n'en résulterait nullement une diminution du montant absolu des pensions, ces dernières continuant à être indexées sur l'évolution des prix et le cas échéant des salaires réels. Pour compenser cet impact négatif de l'ordre de 9%, les assurés devraient selon le projet de loi retarder de trois années leur départ à la pension.

L'ajustement de la formule de pension s'appliquerait aux pensions du secteur privé (« régime général ») et aux pensions des régimes spéciaux pour les agents « publics » (fonctionnaires de l'État, des communes et agents des CFL) entrés en fonction après le 31 décembre 1998.

#### Ajustement des pensions aux salaires réels

Les pensions sont actuellement ajustées aux salaires réels, sur la base d'une série de référence compilée par l'IGSS après élimination des revenus extrêmes. En principe, les pensions sont adaptées de la sorte tous les deux ans (années impaires), ces ajustements devant être confirmés par le gouvernement et par la Chambre des Députés.

Le projet de loi prévoit qu'en cas de dégradation de la situation financière des systèmes de pensions, un facteur de modération se greffera sur l'ajustement des pensions. Ce facteur serait initialement fixé à 1, ce qui implique un statu quo. Il pourrait cependant être fixé à 0,5 à partir du moment où les dépenses de pension excéderaient les recettes correspondantes.

A titre d'exemple, en cas de hausse des salaires réels de 2% sur deux ans, l'ajustement des pensions ne serait dès lors plus que de 1%.

Le facteur de modération ne s'appliquerait cependant qu'aux pensions versées au cours de la période de retraite et nullement à la pension de départ. Le taux de remplacement initial s'appliquant à une personne partant à la retraite ne serait donc pas affecté, quelle que soit l'année de ce départ à la retraite. Le potentiel en termes d'économies en serait nettement amoindri par rapport à une situation où les pensions dans leur ensemble seraient affectées par le facteur de modulation de 50%.

### Autres aspects de la réforme

La réforme revêt de nombreux aspects. Peuvent notamment être mentionnés les éléments suivants :

- Augmentation des cotisations de pension : une augmentation est évoquée en cas de déséquilibre des régimes de pension. Les cotisations totales (employeurs, employés, Etat central) pourraient à titre d'exemple passer de 24 à 30% de la masse cotisable dès l'apparition du déséquilibre financier (toujours avec répartition en trois tiers).
- Années complémentaires pouvant servir à compléter le stage de 40 ans : les années d'études et assimilées peuvent actuellement être prises en compte afin de parfaire le stage et ce pour des études effectuées de 18 à 27 ans. Ainsi, une personne ne comptant que 35 années de cotisation mais ayant effectué 5 années d'études peut opter pour la retraite anticipée à 60 ans. Cette condition deviendra plus restrictive dès l'année d'entrée en vigueur de la réforme : seules les années d'études effectuées de 20 à 27 ans seraient désormais prises en compte.
- Cumul entre la pension et la carrière : un tel cumul serait plus aisé qu'actuellement.
- Adaptation au mécanisme des majorations proportionnelles échelonnées. Certains pensionnés bénéficient actuellement de majorations proportionnelles échelonnées, qui visent à inciter les assurés à opter pour une retraite plus tardive. Depuis la loi « Rentendesch » du 28 juin 2002, le taux de majoration proportionnelle tend 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 l'âge de départ atteint 55 ans et la durée de la carrière n'est pas inférieure à 38 ans. En vertu de la réforme, ces majorations seront fortement augmentées. Elles seront par ailleurs dues lorsque la somme de l'âge de départ à la retraite et de la durée de la carrière excédera un seuil donné, passant graduellement de 93 à 100 ans. Cette disposition sera d'application dès l'entrée en vigueur de la réforme.

Seule la hausse des cotisations fera l'objet d'une modélisation dans LOLA.

### Evaluation du projet de loi avec le modèle d'équilibre général LOLA

Nous utilisons le modèle LOLA<sup>49</sup> afin de quantifier l'impact des principales mesures de cette réforme sur la situation patrimoniale du régime des pensions. Plus précisément, nous proposons d'étudier l'évolution de la situation patrimoniale des systèmes de pensions lors des prochaines décennies sous divers cas de figure : absence de réforme (scénario « Référence »), mesure « pension à la carte » (scénario « Mesure 1 ») ainsi que des combinaisons de plusieurs mesures (scénario « Mesure 1+2 », scénario « Mesure 1+2+3a », scénario « Mesure 1+2+3b »). Le tableau 1 décrit brièvement ces mesures et comment elles sont intégrées dans LOLA. Le graphique 1 montre l'évolution – sous ces divers scénarios – de l'endettement des systèmes de pensions, c'est-à-dire le solde entre engagements et avoirs des systèmes de pensions luxembourgeois (en tenant compte de la charge d'endettement des systèmes de pensions).

Le scénario « Référence » montre l'effet du vieillissement si aucune réforme n'est appliquée. Les systèmes de pensions luxembourgeois, qui disposent actuellement de réserves à hauteur de 27% du PIB, n'engendreront plus assez de revenus et devront s'endetter dès 2030 afin de continuer à financer les pensions. La dette due aux systèmes de pensions atteindrait selon LOLA 152% du PIB en 2060 et 431% en 2080.

49 LOLA est un modèle d'équilibre général avec frictions sur le marché du travail, développé à la BCL (pour une présentation détaillée du modèle, voir Pierrard et Sneessens, 2009, et de la Croix, Pierrard et Sneessens, 2011). Dans cette étude, nous utilisons la deuxième version de LOLA, qui, par rapport à la première version, développe notamment des aspects d'économie ouverte (voir Marchiori et Pierrard, 2012).

Le scénario « Mesure 1 » présente l'effet d'une réduction graduelle de 8.6% du taux de remplacement réel moyen sur une période de 40 ans, c'est-à-dire d'ici à 2050. Cette baisse du taux de remplacement réduit les dépenses des systèmes de pensions, mais favorise aussi le taux d'activité des travailleurs âgés (qui augmente dans une fourchette de 2.3 à 3.4 points de pourcentage sur la période 2015-2080). De plus, en stimulant l'épargne et l'investissement, le taux de chômage baisse légèrement (fourchette de 0.3 à 0.6 points de pourcentage). Cette mesure augmente l'emploi ainsi que le PIB et la dette passe à 85% en 2060 et à 297% en 2080 (en comparaison de 152% en 2060 et 431% en 2080 dans le scénario « Référence »).

Tableau 1

**Description des différents scénarios/mesures implémentés dans LOLA**

RÉFÉRENCE	EFFETS DU VIEILLISSEMENT (EN L'ABSENCE DE RÉFORMES)
Mesure 1	« Pension à la carte » : Réduction graduelle du taux de remplacement réel moyen, de 8.6% à l'horizon 2050 (et au-delà).
Mesure 2	Ajustement partiel (50%) des pensions aux salaires réels dès 2035
Mesure 3a	Hausse de 2 points de pourcentage des cotisations sociales <i>salariales</i> (taxation côté employés) dès 2035
Mesure 3b	Hausse de 2 points de pourcentage des cotisations sociales <i>patronales</i> (taxation côté employeurs) dès 2035

Tableau 2

**Evolution du taux de remplacement réel moyen dans les divers scénarios (2010=100)**

SCÉNARIO	2015	2020	2035	2040	2050	2060	2080
Mesure 1	98,9	97,9	94,6	93,6	91,4	91,4	91,4
Mesure 1+2	98,9	97,9	94,0	90,6	86,7	86,7	86,7
Simulation BCL	98,9	97,9	92,2	88,8	82,2	77,6	68,3

Le scénario « Mesure 1+2 » couple la réduction graduelle du taux de remplacement avec une indexation des pensions sur l'évolution des salaires réels de seulement 50%. Cette désindexation partielle est supposée entrer en application en cas de dégradation de la situation financière des systèmes de pensions, c'est-à-dire lorsque les dépenses de pensions dépasseront les revenus des pensions (taxes collectées et reversées aux systèmes de pensions). On peut souligner que la modulation de la liaison des pensions aux salaires réels ne s'appliquerait pas à l'ensemble des pensions. Le projet de réforme prévoit en effet que pour un individu donné, la pension de départ (qu'elle soit versée en 2020, 2030, 2050, ...) demeurerait inchangée par rapport à la situation « pré-réforme ». Pour ce même individu, seule l'évolution de la pension durant la période de pension serait négativement influencée par la modulation.

D'après notre modèle, la situation de déséquilibre financier se présente dès 2035 et implique que le niveau de la pension (pour les néo-retraités uniquement) ne croît plus que de 0.5% par an dès 2035 (les salaires augmentant en moyenne de 1% par an).<sup>50</sup> Le tableau 2 montre que de concert avec la mesure 1, ce scénario induit une diminution du taux de remplacement réel moyen de 6% en 2035 et de 13.3% en 2050 et au-delà (par rapport au niveau de 2010), alors que la mesure 1 - seule - engendre une baisse de maximum 8.6% du taux de remplacement en 2060. Du fait d'une pension moyenne plus fortement diminuée, ce scénario exerce évidemment un impact plus important sur les dépenses de pensions que la mesure 1 seule. De plus, le taux d'activité des travailleurs âgés est également plus stimulé (fourchette de 3.5 à 4.4 points de pourcentage sur la période 2015-2080) et le taux de chômage se réduit de façon plus manifeste (réduction passant de 0.5 à 0.8 point de pourcentage) qu'avec la mesure 1 seule. En somme, la dette passe à 56% dans le scénario « Mesure 1+2 » en 2060 (en comparaison de 152% dans le scénario « Référence ») et à 236% en 2080 (contre 431% dans le scénario « Référence »). Il est à noter que la désindexation partielle des pensions devra être prolongée au-delà de 2080, car les revenus des pensions ne dépasseront plus les dépenses des pensions en dépit des nouvelles mesures.

50 Pour être précis, la réforme prévoit que les néo-retraités bénéficient du taux plein lors de leur première année de retraite et que leur pension est partiellement désindexée dès l'année suivante (c'est-à-dire dès 2036 pour les néo-retraités de 2035).



Le scénario « Mesure 1+2+3a » ajoute une hausse des cotisations sociales payées par les employés (Mesure 3a) à la baisse graduelle de la pension moyenne (Mesure 1) et à l'indexation partielle des pensions (Mesure 2). La taxe augmente de 2 points de pourcentage dès 2035, lorsque la situation patrimoniale des systèmes de pensions se dégrade. Ce scénario implique une baisse moins importante de l'endettement des systèmes de pensions par rapport à une réforme couplant baisse graduelle de la pension moyenne et indexation partielle des pensions. La dette des systèmes de pensions par rapport au PIB passe à 76% en 2060, alors que la dette est de 56% dans le scénario « Mesure 1+2 ». Une hausse des taxes salariales payées par

les employés a, en effet, trois effets pervers pour les finances publiques. Premièrement, elle incite les employés à négocier à la hausse leur salaire brut, ce qui augmente le coût du travail pour les entreprises et donc le chômage. Deuxièmement, en diminuant le salaire net, elle décourage les travailleurs plus âgés à rester actifs plus longtemps. Troisièmement, les allocations sociales (préretraite et retraite) étant indexées sur le salaire brut, la hausse de ce dernier entraîne des dépenses plus élevées pour l'Etat.

Le scénario « Mesure 1+2+3b » ajoute une hausse des cotisations sociales patronales (Mesure 3b) à la baisse graduelle de la pension moyenne (Mesure 1) et à l'indexation partielle des pensions (Mesure 2). La taxe augmente de 2 points de pourcentage dès 2035 lorsque la situation patrimoniale des systèmes de pensions se dégrade. Ce scénario implique une réduction de la dette similaire au scénario « Mesure 1+2 » (dette à 54% en 2060 contre 56% dans le scénario « Mesure 1+2 »). La raison est que l'augmentation des cotisations sociales payées par les employeurs fait augmenter le coût du travail pour les employeurs et les négociations salariales déboucheront sur un salaire brut plus faible. En conséquence, les dépenses pour les systèmes de pensions baissent, mais les recettes également (bien que le taux de taxation augmente). Cette mesure n'a par ailleurs que peu d'effet sur le taux de participation et sur le taux de chômage.

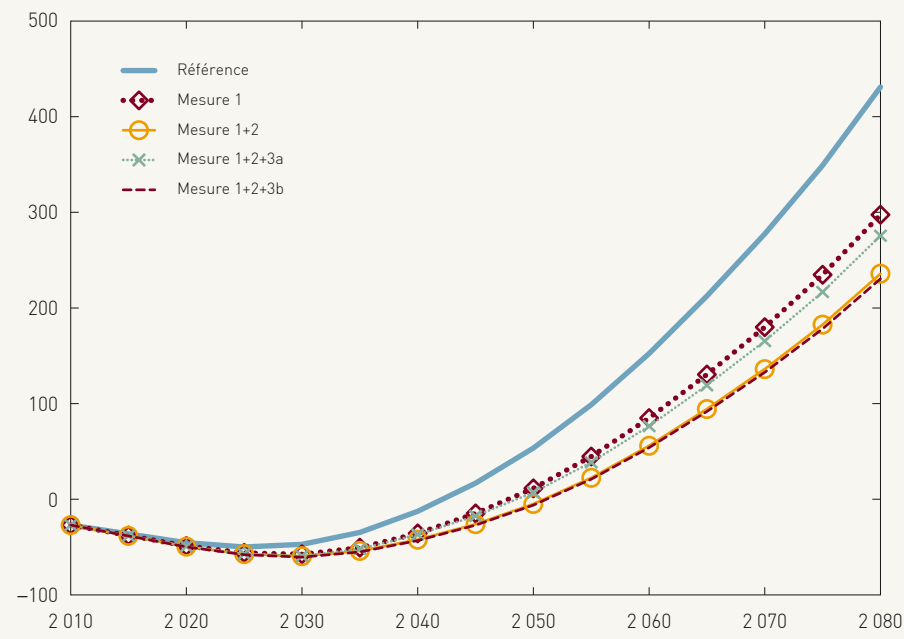
## CONCLUSIONS

Nous pouvons tirer plusieurs conclusions de cette étude :

- 1) L'évolution de la dette liée aux pensions atteint 350% du PIB en 2075 (scénario « Référence ») avec le modèle LOLA, alors que l'évaluation comptable, présentée dans notre dernier Bulletin 2012/1, trouvait qu'un tel niveau de dette serait atteint déjà en 2060. La raison est que les mécanismes d'équilibre général de notre modèle sont favorables à l'évolution de la dette des pensions (par rapport à une évaluation comptable). Une augmentation de l'espérance de vie incite les individus à épargner davantage vu que leur période de retraite sera plus longue. Le vieillissement de la population induit donc une hausse de l'épargne – qui elle-même fait baisser les taux d'intérêts – et stimule l'investissement. En

Graphique 1

Evolution des avoirs (-) et engagements (+) des systèmes de pensions luxembourgeois – Evaluation des grandes lignes de la réforme à travers le modèle d'équilibre général LOLA (en % du PIB)



Source : IGSS, calculs BCL

conséquence, le taux d'activité et l'emploi augmentent dans notre modèle, ce qui est bénéfique pour les systèmes de pensions.

- 2) Nonobstant ces différences, les deux méthodes d'évaluation (modèle LOLA et méthode comptable du Bulletin 2012/1) arrivent à des conclusions similaires concernant l'impact de la réforme des pensions. Premièrement, la « pension à la carte » a un effet de l'ordre de 67 points de pourcent en 2060 sur la dette (en pourcentage du PIB) liée au financement des systèmes de pensions. Cet effet est certes important mais certainement pas suffisant. Deuxièmement, l'ajout de la désindexation partielle des pensions sur l'évolution des salaires à la mesure précédente a un effet plus considérable sur le financement des systèmes de pensions, de l'ordre de 96 points de pourcent en 2060. La réforme envisagée à l'égard d'une indexation partielle des pensions aux salaires contribue à réduire la dette liée aux systèmes de pensions. Par contre, son impact n'est pas suffisant pour régler le problème du financement des systèmes de pensions, puisqu'elle ne s'étend pas à l'ensemble des pensions. En effet, elle sauvegarderait les niveaux de départ des pensions – la modulation de la liaison aux salaires réels ne s'opérant que durant la période de pension de chaque individu.
- 3) Selon les simulations LOLA, suite à la mise en œuvre des mesures 1 et 2, la dette liée aux systèmes de pensions passerait dès lors à 56% du PIB en 2060 et à 236% en 2080 (en comparaison d'une dette de 152% en 2060 et de 431% en 2080 en l'absence de réformes). A noter qu'une hausse des cotisations sociales payées par les employés n'est pas à encourager, alors qu'une augmentation de celles payées par employeurs n'a que peu d'effets.
- 4) Finalement, on peut se demander quel impact aurait une désindexation partielle des pensions sur l'évolution des salaires étendue à l'ensemble des pensions. La ligne « Simulation BCL » du tableau 2 propose que la mesure 1 soit couplée à une désindexation partielle de l'ensemble des pensions dès 2035 (c'est-à-dire à partir du moment où le financement des systèmes de pensions se dégrade). Cette alternative se caractérise par une baisse considérable du taux de remplacement réel moyen, avec une diminution de 17,8% en 2050 et de 31,7% en 2080 (par rapport au niveau de 2010). En comparaison, les scénarios « Mesure 1 » et « Mesure 1+2 » engendrent une baisse du taux de remplacement de maximum 8,6% et 13,3%, respectivement. Dans ce cas de figure, les systèmes de pensions disposent encore de réserves jusqu'en 2055 et doivent s'endetter seulement à partir de 2060 avec une dette des systèmes de pensions de 15%. En somme, une modulation de la liaison aux salaires réels à l'ensemble des pensions permettrait d'assurer un financement sain des pensions jusqu'à l'horizon 2060, mais elle ne garantit pas sa viabilité à – encore – plus long terme, car la dette liée aux systèmes de pensions décollerait à nouveau après 2060 (passant à 109% en 2080). Ce résultat souligne la nécessité de mesures additionnelles, plus proactives et plus compatibles avec l'équité intergénérationnelle.

## BIBLIOGRAPHIE

De la Croix D., O. Pierrard et H. Sneessens, 2011. Aging and Pensions in General Equilibrium: Labour Market Imperfections Matter, à paraître dans *Journal of Economic Dynamics and Control*.

Marchiori L. et O. Pierrard, 2012, LOLA 2.0, mimeo BCL.

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

Encadré 8 :

## MISE EN PLACE DE FONDS DE RÉSERVE AU NIVEAU DES ADMINISTRATIONS LOCALES LUXEMBOURGEOISES

### INTRODUCTION

En raison de leur dépendance aux recettes de l'Impôt Commercial Communal (ICC) et du Fonds Communal de Dotation Financière (FCDF), les communes luxembourgeoises sont aussi vulnérables aux fluctuations cycliques de l'économie que l'Etat central. L'adoption d'un fonds de réserve permettrait de contrer la volatilité des recettes communales et d'éviter qu'en période de conjoncture défavorable, les communes soient obligées de sabrer brutalement dans les dépenses et de suspendre des projets d'investissement. Ce type de mécanisme contribuerait également à la responsabilisation des communes en termes de discipline budgétaire.

Il existe actuellement au Luxembourg un Fonds Communal de Péréquation Conjoncturale. Ce fonds, créé en 1967, a pour objectif de constituer une réserve destinée à faire face à une diminution massive des recettes ordinaires des communes due à une dépression économique. Cet outil n'a cependant pas été utilisé au cours des vingt dernières années.

Par ailleurs, dans plusieurs de ses circulaires ministérielles, le Ministère de l'Intérieur recommande de mettre en place un fonds de réserve budgétaire au sein de chaque commune. L'objectif de ce fonds est de mettre sur un compte bien identifié les excédents de revenus de l'ICC enregistrés par rapport à ce qui était initialement prévu dans les budgets. Les recommandations pour la création d'un fonds de réserve ont généralement été bien suivies. Cependant, comme la Cour des Comptes le mentionne dans son avis sur le projet de budget de l'Etat pour l'exercice 2011, cette situation peut paraître satisfaisante à première vue, mais lorsque l'analyse de la composition du solde total des fonds de réserve est effectuée, il apparaît que quatre communes détiennent à elles seules 70% des avoirs.

Par conséquent, une réforme de ces fonds pourrait être envisagée en s'inspirant des expériences nord-américaines.

### EXEMPLES DES ETATS-UNIS ET DU CANADA

Après la récession du début des années 1980, plusieurs états américains ont adopté des mesures telles que l'introduction de « rainy day funds ou budget stabilization funds »<sup>51</sup> pour faire face aux effets défavorables occasionnés par les récessions sur les finances publiques locales. Le nombre d'Etats ayant ce type de fonds a fortement augmenté, passant de 12 en 1982 à 45 en 1995. A la fin de l'année fiscale 2010, les réserves des 48<sup>52</sup> « rainy day funds » constitués aux Etats-Unis s'élevaient à 38 milliards de dollars. Le niveau de ces réserves varie fortement. Ainsi, elles se situent à 0% des dépenses annuelles en Californie et au Wisconsin, à moins de 1% en Caroline du Nord, à 14% au Nebraska ou encore à pratiquement 223% en Alaska (grâce aux revenus du pétrole). Le graphique suivant illustre bien cette divergence parmi les 48 Etats disposant d'un « rainy day fund ».

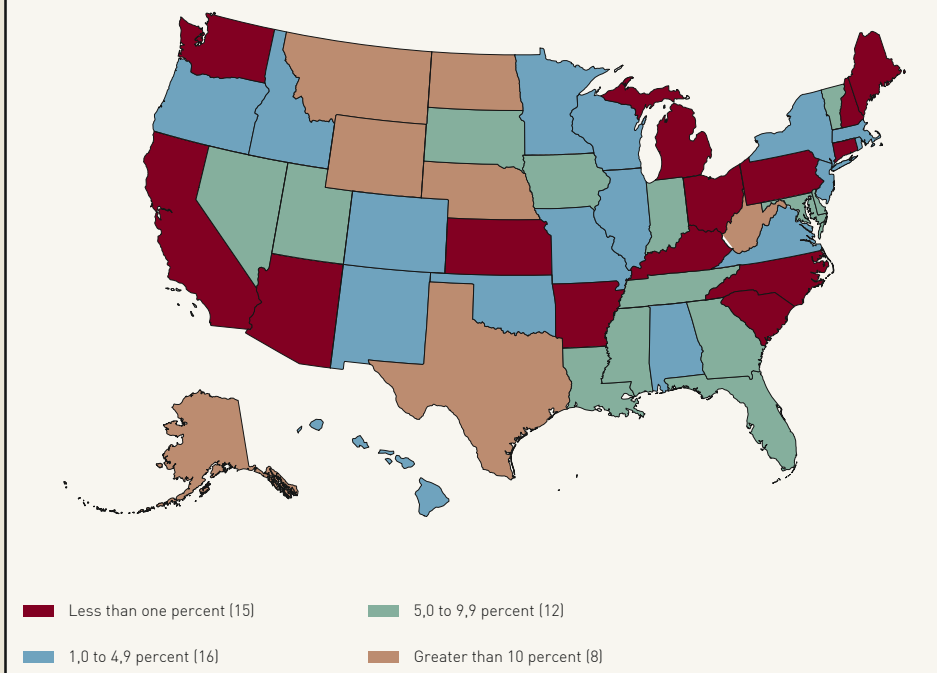
En pratique, les entités publiques transfèrent des recettes à ces fonds en période de bonne conjoncture et effectuent à l'inverse des prélèvements sur le patrimoine des fonds en cas de faiblesse passagère des recettes.

Des règles précises fixées ex-ante doivent bien entendu encadrer ces versements et prélèvements afin d'assurer le bon fonctionnement du système (éviter par exemple des prélèvements excessifs) ou « hasard moral ». Le niveau de réserves et les politiques de gestion des « rainy day funds » déterminent leur efficacité.

51 L'institut américain sur la taxation faisant partie de l' « Urban Institute and Brookings Institution » définit « Rainy day funds » comme un outil qui permet de stabiliser le budget en transférant des recettes en période de bonne conjoncture et en les utilisant en cas d'une baisse de revenus imprévue ou en présence d'un déficit.

52 Seuls l'Arkansas et le Kansas ne disposent pas d'un tel fonds.

Graphique 1  
Les soldes des «Rainy Day Funds» à la fin de l'année fiscale 2010  
(en % des dépenses annuelles)



Source : National Association of State Budget Officers.

(VAR) permet de mieux définir la taille d'un tel fonds. Cette méthode tiendrait compte de l'élasticité des taxes à la croissance des différents agrégats macroéconomiques.

Un autre point très important concerne les règles de versement au fonds. Celles-ci varient d'un Etat à l'autre. La majorité des Etats américains transfèrent typiquement les ressources aux «rainy day funds» par des quotas du surplus effectivement enregistré. D'autres Etats utilisent une formule mathématique ou des méthodes plus classiques afin de déterminer la contribution annuelle au fonds. Certains Etats font des dépôts basés sur des revenus spécifiques, tels que les revenus du pétrole pour le cas de l'Alaska et de la Louisiane ou encore du gaz naturel au Texas. Tout dépend de la priorité accordée à l'épargne. Le montant transféré peut être un montant fixe ou faire l'objet d'une formule mathématique prenant en considération toutes sortes de variables, dont des variables macroéconomiques. Plusieurs Etats ont élaboré des stratégies combinant les différents mécanismes précités.

Par exemple, dans l'Indiana les dotations au fonds seront exécutées si la croissance réelle des revenus de l'Etat est supérieure à 2% par rapport à l'année précédente. Par contre, si ce revenu réel diminue de plus de 2%, il y aura un transfert du fonds vers le budget. Dans les deux cas, le montant est défini par une formule.

Cet exemple nous amène au troisième point essentiel dans la mise en oeuvre d'un «rainy day fund», à savoir la méthode de retrait de ressources du fonds. L'efficacité des «rainy day funds» peut être affectée par le processus de légitimation de tout appel au fonds. L'exigence d'une «supermajorité» des législateurs pour libérer des fonds peut dissuader les responsables de faire trop aisément appel à ce dernier. La mise en place d'une limite arbitraire sur le montant qui peut être

Une des principales questions posées lors de la mise en place de ce type de fonds est le montant d'épargne suffisant pour faire face à une éventuelle baisse de la conjoncture. Si ce montant n'est pas suffisant, le fonds ne sera pas un outil stratégique efficace. Il convient d'estimer une capitalisation minimum qui dépendra de la volatilité des revenus. Soixante pourcent des quarante-huit Etats qui disposent de «rainy day funds» ont édicté une limite sur la taille du fonds, celle-ci variant de 3% à 10% des dépenses.

Le recours à des «rainy day funds» peut être comparé à la gestion des risques d'un portefeuille d'actifs pour une banque. L'étude de Cornia et Nelson<sup>53</sup> montre que l'utilisation de la «Value at Risk»

53 Cornia, G. C., Nelson, R. D. (2003), Rainy Day Funds and Value at Risk, State Tax Notes, Tax Policy Center, Urban Institute and Brookings Institution, Washington.

libéré en une seule fois paraît également assez contraignante. Il semble préférable d'utiliser une formule incluant divers indicateurs, afin de conférer plus de flexibilité au processus.

Bien que des critiques aient été émises sur l'efficacité des « rainy day funds » lors de la récession de 2002, des études ont démontré que les Etats ayant ce type de fonds étaient mieux préparés à affronter une récession que ceux qui ne disposaient d'aucune « épargne ». De plus, les attentats du 11 septembre 2001 ont créé une demande de dépenses dans les domaines de la sécurité et de la santé publique, qui n'étaient pas initialement prévues.

Certains Etats américains, notamment le Massachusetts, ont autorisé la création de Rainy Day Funds au niveau des Administrations locales. Selon la plupart des études en la matière, il semblerait que les municipalités ne mettent pas en place ce type de fonds dans un objectif premier de stabilisation des recettes, mais plutôt afin d'épargner pour des projets en capital. Par ailleurs, il a été démontré que le niveau de réserve du fonds dépendait de la structure des revenus et des paramètres socio-économiques et démographiques caractérisant la municipalité.

Une question légitime se pose à ce stade, qui est de savoir si de tels fonds pourraient jouer le même rôle pour les Etats de l'Union européenne que pour les Etats américains. Une étude de la Banca d'Italia (2007) démontre que la constitution de tels fonds au niveau européen n'aiderait pas fondamentalement à résoudre le problème des mesures incitatives qui sont à la racine du problème de mise en œuvre du Pacte de Stabilité et de Croissance. Ce problème concerne cependant davantage l'ensemble des Administrations publiques que les seuls pouvoirs locaux.

De plus, la même étude montre que les « rainy day funds » sont peu envisageables pour les pays avec une dette publique élevée. En effet, ces pays préfèrent utiliser les surplus budgétaires pour rembourser leur dette gouvernementale afin de se rapprocher de la limite des 60% du PIB (critère dit « de Maastricht ») plutôt que d'accumuler des actifs financiers. Par contre, l'introduction de tels fonds serait intéressante pour les pays plus faiblement endettés.

Selon les auteurs, ce type de fonds permettrait de constituer des réserves en période de haute conjoncture. Ces auteurs recommandent également que l'introduction de ces fonds s'effectue plutôt sur une base volontaire au niveau national, qui permettrait de tenir compte des spécificités nationales. Par ailleurs, ils soulignent que les bénéfices induits par l'introduction de tels fonds devraient être plus grands pour des pays avec un PIB très volatil – ce qui correspond une fois encore au cas luxembourgeois.

La même étude passe en analyse la question suivante : « Si les « rainy day funds » avaient été introduits au niveau européen en 1995, quels auraient été les pays qui auraient bénéficié le plus de ces fonds en termes de réserves accumulées ? ». Selon l'étude, le Luxembourg se situe en tête des quinze pays européens considérés. Si de tels fonds avaient été instaurés au Luxembourg, ils auraient abrité une réserve de 28,5% du PIB (au niveau national). (Voir tableau ci-après)

Il est également précisé que l'introduction de tels fonds au niveau européen nécessiterait une modification de la définition du déficit fixée dans le Traité de Maastricht, ce qui impliquerait un lourd processus de réforme <sup>54</sup>.

A l'inverse, la création de fonds au niveau des Administrations locales ne nécessiterait pas d'adaptations majeures des règles budgétaires. A ce niveau, les fonds permettraient d'assurer le strict équilibre des finances communales sans pour autant les enfermer dans un corset trop rigide. Les « rainy day funds » permettraient en effet de compenser en tout ou en partie – en fonction de critères de retrait précis – les conséquences d'un choc économique éventuel, tout en continuant à respecter l'équilibre budgétaire « en cash » (défini de la sorte : recettes + retraits du fonds = dépenses). Cette norme d'équilibre budgétaire permettrait d'éviter une politique pro-cyclique au niveau communal, ce qui renforcerait d'ailleurs la crédibilité de la norme.

54 En effet, selon les règles du SEC95, les retraits du fonds seraient enregistrés comme un changement dans les actifs financiers et pas comme un revenu supplémentaires qui permettrait de diminuer le déficit.

Tableau 1 :

**Les surplus cumulés, la dette brute moyenne et la volatilité du PIB réel en EU15**

	SURPLUS CUMULÉS 1995-2005 <sup>1)</sup>	DETTE BRUTE MOYENNE 1995-2005 <sup>1)</sup>	VOLATILITÉ DU PIB RÉEL 1960-2005 <sup>2)</sup>
Italie	0,0	111,5	2,4
France	0,0	59,3	1,8
Allemagne <sup>3)</sup>	0,0	61,0	2,2 - 1,1
Royaume-Uni	3,6	43,7	1,8
Espagne	1,1	56,8	2,7
Belgique	0,5	110,2	2,0
Danemark	18,8	54,0	2,3
Grèce	0,0	110,7	4,2
Irlande	14,6	46,7	2,9
Luxembourg	28,5	6,9	3,3
Pays-Bas	1,7	59,8	1,9
Portugal	0,0	56,3	3,2
Autriche	0,0	65,4	1,9
Finlande	26,8	47,1	2,9
Suède	14,9	59,7	2,0

Source : Balassone, F., Franco, D., Zotteri, S. (2007), *Rainy day funds : Can they make a difference in Europe?*, Occasional paper, Banca d'Italia, p. 13.

<sup>1)</sup> En pourcentage du PIB

<sup>2)</sup> Ecart-type

<sup>3)</sup> La première donnée sur la volatilité réelle du PIB se réfère à la période antérieure à la réunification tandis que la seconde se réfère à la période post-réunification.

Les États-Unis ne constituent pas le seul exemple de fonds de stabilisation financière. Il y a quelques années, les provinces canadiennes ont instauré des lois d'équilibre budgétaire dans le but de redresser les finances publiques. Afin d'amortir la contrainte législative de l'équilibre budgétaire, des fonds de stabilisation budgétaire ont été mis en place dans les provinces. C'est notamment le cas dans la province de Québec et du New Brunswick, le cas de la province d'Alberta étant quelque peu différent. En 1976, cette dernière province a créé le fonds « Alberta Heritage Savings Trust Fund » afin de mettre de côté les revenus de la vente de pétrole et de gaz. Même si ce fonds n'a pas pour objectif la stabilisation budgétaire, il ne sert néanmoins pas à financer des investissements sociaux ou du développement économique. Le cadre légal et la discipline de gestion de ces fonds (usage de Business Plan) sont particulièrement intéressants et constituent des sources d'inspiration pour les idées proposées ci-après.

## APPLICATION AU LUXEMBOURG

L'instauration de ce type de fonds au Luxembourg peut être envisagée de deux manières différentes (tout en étant complémentaires):

### *Mise en place d'un fonds au niveau global*

L'actuel Fonds Communal de Péréquation Conjoncturale pourrait constituer l'embryon du système. Il s'agirait donc d'un fonds unique auquel contribueraient l'ensemble des communes et avec des droits de tirage pour les communes traversant des périodes difficiles, selon des critères prédéfinis. Dans un premier temps, il conviendrait de déterminer la taille que le fonds devrait atteindre sur un horizon à moyen terme<sup>55</sup> (3 à 5 ans) pour faire face à une éventuelle conjoncture défavorable.

<sup>55</sup> Pour que les effets du fonds jouent pleinement, l'horizon doit correspondre à un cycle économique. Etant donné que ce dernier peut être plus ou moins long, il semble qu'une période de 3 à 5 ans soit déjà satisfaisante.

Une fois cette taille définie, il est nécessaire de déterminer le montant global du transfert annuel au fonds. La taille du fonds et le transfert annuel doivent être calculés en prenant en considération différents types d'indicateurs, tels que la capacité financière de l'ensemble des communes, les coefficients de volatilité des recettes communales, des indices macroéconomiques (prévisions du taux de croissance du PIB, du taux d'inflation, etc.). Les méthodes de calcul de la « Value at Risk » et de « stress tests » adaptés au cas présent peuvent également être utiles.

Une fois le transfert global fixé, il conviendrait de définir dans quelle mesure chaque commune contribuerait à l'alimentation du fonds. Pour ce faire, un système de péréquation financière « inversée » pourrait être mis en place. Il tiendrait compte de la volatilité des recettes de la commune et de leur sensibilité à l'évolution macroéconomique, des rendements de l'Impôt foncier, de l'Impôt Commercial Communal effectivement reçu par la commune (après le système de péréquation) ou du montant du FCDF par habitant de la commune.

Chaque indicateur ainsi que son poids dans l'équation doit résulter à la fois d'études empiriques mais également de débats politiques.

Par ailleurs, il est souhaitable que le mécanisme de participation des communes soit clair et transparent et plusieurs cas peuvent être envisagés :

- **L'ensemble des communes présentent un déficit** : pas de contribution. Il est inutile d'aggraver la situation budgétaire des communes pour alimenter de l'épargne puisque le but du fonds est de contrer un déficit.
- **L'ensemble des communes présentent un surplus** : L'ensemble des communes contribuent au fonds.
- **Certaines communes sont déficitaires et d'autres présentent un surplus** : Les communes disposant d'un surplus contribuent au fonds comme prévu tandis que les communes déficitaires ne participent pas. Cependant, pour éviter des abus de la part de certaines communes qui n'essaieraient pas d'au moins atteindre l'équilibre voire augmenteraient leur niveau de dépenses (peut-être en espérant faire des retraits du fonds sans y avoir contribué), ces dernières devront justifier leur déficit (par exemple des dépenses imprévues et indispensables) et disposer d'un plan visant à résorber le dépassement de la commune pour les années suivantes. La mise en place d'une norme de dépenses serait indispensable dans une telle perspective.

Une fois les règles de contribution établies, il conviendrait de définir des règles de retraits du fonds. Celles-ci doivent être édictées ex ante et plusieurs situations peuvent également être envisagées :

- **L'ensemble des communes présentent un surplus** : Il n'y a pas de retraits possibles. Les prélèvements du fonds doivent être autorisés uniquement pour faire face à une période de conjoncture difficile et ne doivent pas servir au financement de politiques expansionnistes non nécessaires.
- **L'ensemble des communes présentent un déficit** : L'ensemble des communes retirent de l'argent du fonds, d'où l'importance de fixer une taille de fonds adéquate et suffisante. Les règles des retraits doivent tenir compte du montant du déficit, la contribution de la commune au fonds pouvant également être considérée. Dans ce cas, il ne faut cependant pas oublier qu'avoir fait le choix de mettre en place un fonds global signifie que l'on accepte une certaine solidarité entre les communes. De plus, les communes devront faire attention à leur dépenses pour les années suivantes surtout si la conjoncture défavorable se prolonge (norme de dépenses). Afin d'éviter un comportement de dépenses opportuniste de certaines communes, les retraits seraient conditionnels à un affaiblissement subit des recettes et non au déficit résultant d'une hausse des dépenses.
- **Certaines communes ont un surplus et d'autres un déficit** : Les communes disposant d'un surplus ne font pas de retraits du fonds mais contribuent à son financement. Les communes en déficit peuvent retirer un certain montant du fonds afin de combler leur déficit et établir des objectifs de déficits budgétaires décroissants au cas où la situation devait se reproduire sur l'horizon défini. Mais une fois de plus, les retraits seraient conditionnels à un affaiblissement subit des recettes et non au déficit résultant d'une hausse des dépenses.

La mise en place d'un fonds au niveau global faisant encore appel à la solidarité entre commune, un débat politique sur le sujet devra donc avoir lieu. Par ailleurs, il convient de noter que des inquiétudes ont été émises par certains auteurs suite à une proposition de mise en place d'un « national rainy days fund » aux États-Unis. Un problème souvent avancé est que

ce fonds global pourrait encourager les Etats à prendre des risques en matière de gestion et de budgétisation. Etant donné qu'il s'agirait d'un pot commun, chaque Etat pourrait être motivé à faire des retraits du fonds avant les autres et ainsi avant l'épuisement du fonds. Par ailleurs, le fonds commun constituant une sorte d'assurance, il y a présence d'hasard moral : les Etats pourraient transférer une partie de leurs risques résultant de leurs décisions économique sur les autres contributeurs du fonds<sup>56</sup>.

#### *Mise en place d'un fonds au niveau de chaque commune*

Le fonds de stabilisation ne doit pas nécessairement être exclusivement un fonds global, chaque commune pouvant décider d'avoir son propre fonds et le gérer comme elle l'entend selon des règles précises et transparentes. Dans ce cas-ci, les Fonds de réserve déjà mis en place pourraient constituer une base mais les règles de dotations au fonds devraient être revues. Certaines communes telles que Betzdorf sont très dépendantes d'un nombre très réduit d'entreprises en matière d'ICC. Ce type de fonds leur serait particulièrement utile pour diminuer la volatilité des recettes de l'ICC et faciliterait leur planification budgétaire en les dotant d'un « bas de laine » pour faire face à un éventuel choc économique. Evidemment, dans le cas d'un fonds par commune, il n'y aurait pas de système de péréquation pour la contribution au fonds mais la taille<sup>57</sup> et le transfert annuel au fonds devront être prédéfinis. Quelques exemples de règles de dotation qui pourraient être établies :

Une proportion du surplus de fin d'année est placée dans le rainy day funds. Cette proportion devrait être établie pour atteindre la taille minimum sur une période de maximum 5 ans, afin d'être prêt en cas de survenance d'une nouvelle crise. Le désavantage est évidemment que le fonds est placé en dernière ligne pour recevoir des moyens.

Etablissement d'une formule de contribution basée sur le taux de croissance de l'Impôt Commercial Communal (revenu le plus volatil), qui serait éventuellement comparé à son taux de croissance moyen des trois dernières années (par exemple) ou au taux de croissance du PIB.

Il est également possible de combiner les deux exemples<sup>58</sup>. La difficulté est évidemment d'établir une règle qui équilibre le besoin de constituer des réserves et le besoin d'assurer un financement suffisant des services publics communaux.

Il faudrait aussi établir quand les retraits du fonds seront autorisés. Les retraits pourraient se faire une fois que certains indicateurs ont dépassé des valeurs prédéterminées. Cela ne signifierait pas pour autant que les retraits se feraient de manière automatique sans pouvoir de discrétion de la part des responsables locaux. Ceux-ci pourraient apporter un peu plus de flexibilité et nuancer l'application de retraits en fonction de l'ampleur du choc économique (aversion aux risques). Cependant, un plein pouvoir de discrétion (pas de formule) n'est pas souhaitable, car de longues délibérations pourraient engendrer des retards et un manque d'efficacité. La libération des avoirs du fonds devrait néanmoins faire l'objet d'un accord<sup>59</sup> du Collège ou du Conseil Communal.

Un certain nombre de règles sont également souhaitables pour la mise en place d'un fonds de réserve, que ce soit au niveau global ou communal, dont voici quelques exemples. Il ne s'agit bien entendu pas d'une liste exhaustive :

Chaque année, un « business plan » devrait être édité, reprenant diverses données telles que la personne ou le comité en charge de la gestion et de l'administration du fonds et des placements réalisés, la stratégie d'investissement, le niveau de risque, les règles de transferts aux fonds et les retraits.

56 Galle B. D., Sark K. J. (Forthcoming) Beyond Bailouts : Federal Supports for State Rainy Day Funds, Indiana Law Journal.

57 Aux Etats-Unis l'expérience des dernières années tend à montrer que les avoirs du fonds devaient atteindre un minimum de 15% des dépenses de fonctionnement.

58 L'exemple du Massachusetts est intéressant, puisqu'il utilise la combinaison de différentes règles : une allocation budgétaire de 0.5% des revenus de l'année précédente, tout le surplus de la fin d'année fiscale, les recettes de la taxe sur les gains en capitaux une fois qu'elles ont atteint 1 milliard de dollars.

59 Un accord de simple majorité devrait être suffisant. L'expérience américaine montre en effet que l'usage d'une super majorité (exemple 2/3 ou plus) diminue l'efficacité du fonds. Il en est de même si une limite arbitraire est établie sur le montant du fonds qui peut être libéré en une seule fois.



Les moyens du fonds doivent être investis dans des actifs liquides et à faibles risques. Une stratégie d'investissement transparente doit également être mise en place, dont l'objectif ne doit pas être d'obtenir un rendement élevé. Il s'agit de gérer ces fonds « en bon père de famille ».

Les états financiers<sup>60</sup> devraient être publiés et remis à une institution (Cours des comptes, Ministère de l'Intérieur ou création d'un Cours des comptes communaux<sup>61</sup>) afin de prévenir tout éventuel abus des ressources épargnées par une ou des personnes malveillantes.

Il ne doit pas y avoir de plafond maximum aux avoirs du fonds mais plutôt un seuil minimum adéquat, qui constituerait un objectif à atteindre. Une fois les avoirs du fonds utilisés, ce dernier devrait être réapprovisionné dès que la situation économique le permet.

Les expériences américaines ont montré que la combinaison de règles strictes requérant que les Etats fassent des contributions à leurs fonds et de règles limitant les possibilités de retrait constitue le meilleur mécanisme garantissant l'efficacité du fonds. Si les communes ne sont pas obligées par la loi à doter un fonds de réserve, l'Etat central pourrait toujours trouver des incitants. Il pourrait s'agir d'obtenir l'engagement d'une commune à doter son fonds en contrepartie d'un subside que la commune aurait demandé. Un autre incitant consisterait à établir un classement des performances des responsables locaux en matière de fonds de réserve. Le score tiendrait compte du besoin d'épargne de chaque commune (le montant du fonds de réserve « optimal ») et des progrès qui ont été accomplis en vue de cet objectif<sup>62</sup>.

## CONCLUSIONS

En conclusion, ce type de fonds n'est peut-être pas facile à mettre en place, mais le rôle de tels fonds est crucial. Leur existence au Luxembourg permettrait de contrer la volatilité des recettes des Administrations locales tout en garantissant une plus grande stabilité des finances communales et des services offerts aux citoyens.

Épargner en période de bonne conjoncture est la meilleure stratégie pour stabiliser les dépenses en cas de dégradation de la situation économique. Dans une telle situation, les communes ne pourraient pas demander de l'aide à l'Etat central, puisqu'il est fort probable que ce dernier serait également en difficulté. L'instauration de tels fonds est donc un moyen de sensibiliser les responsables locaux à une certaine discipline budgétaire. La responsabilisation est le maître mot en la matière.

A ces fonds locaux orientés vers les risques propres à chaque commune devrait s'ajouter le fonds global, dont les principales caractéristiques sont décrites ci-dessus. Ce dernier permettrait de pallier les variations des recettes résultant d'évolutions économiques générales (politique contra-cyclique).

## BIBLIOGRAPHIE

Balassone, F., Franco, D., Zotteri, S. (2007), *Rainy day funds: Can they make a difference in Europe?*, Occasional paper, Banca d'Italia.


Cornia, G. C., Nelson, R. D. (2003), *Rainy Day Funds and Value at Risk*, State Tax Notes, Tax Policy Center, Urban Institute and Brookings Institution, Washington.

Galle B. D., Sark K. J. (Forthcoming) *Beyond Bailouts: Federal Supports for State Rainy Day Funds*, Indiana Law Journal.

60 Ceux-ci comprendraient notamment les revenus et les dépenses du fonds, la situation financière du fonds à la fin de l'année financière et tout autre renseignement utile.

61 Cette Cour des Comptes Communales pourrait être une contrepartie à plus d'autonomie des communes dans l'établissement de leur budget (simplification des procédures à la constitution des budgets, c'est-à-dire réduction du nombre de contrôles a priori).

62 Galle B. D., Sark K. J. (Forthcoming) *Beyond Bailouts: Federal Supports for State Rainy Day Funds*, Indiana Law Journal.



Gonzalez, C., Levinson, A. (2003), *State Rainy Day Funds and the State Budget Crisis of 2002-?*, State Tax Notes, Tax Policy Center, Urban Institute and Brookings Institution, Washington.

Knight, B., Levinson, A. (1999), *Rainy day Funds and State Government Savings*, University of Wisconsin, Madison.

Maag, E., McCarhy, A. (2006), *State Rainy Day Funds*, Tax Policy Center, Urban Institute and Brookings Institution, Washington.

National Association of State Budget Officers (2010), *The Fiscal Survey of States*, Washington.

Province de l'Alberta, *Alberta Heritage Savings Trust Fund Business Plan 2009-12*.

Province du Québec (2001), *Loi sur l'équilibre budgétaire*, L.R.Q chapitre E-12.0001.

Province du Nouveau-Brunswick (2001), *Loi sur le Fonds de stabilisation financière*.

Rueben, K., Rosenberg, C. (2009), *State and Local Tax Policy: What are rainy day funds and how do they work?*, Urban Institute and Brookings Institution, Washington.