

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
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	12
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	18
1.2.1	Les prix et les coûts	18
1.2.2	Le marché du travail	29
1.2.3	Les activités sectorielles	48
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	71
1.2.5	La croissance économique	79
1.2.6	Retour sur les projections de l'été 2012	81
1.2.7	Le commerce extérieur	87
1.2.8	La balance des paiements	88
1.2.9	La position extérieure globale	90
1.2.10	Les comptes financiers	93
1.2.11	Les finances publiques	96
1.2.12	Le patrimoine financier des Administrations publiques	99
<u>Encadré 1:</u>		
	L'impact de la crise sur les ventes de maisons au Luxembourg : prix enregistrés et prix affichés	24
<u>Encadré 2:</u>		
	Le marché du travail luxembourgeois et la crise	37
<u>Encadré 3:</u>		
	L'évolution des crédits au secteur privé	56
<u>Encadré 4:</u>		
	L'accès à la propriété: résultats de l'enquête LU-HFCS	73
<u>Encadré 5:</u>		
	LOLA 2.0 : un modèle d'équilibre général pour analyser l'économie luxembourgeoise	83
<u>Encadré 6:</u>		
	Titres de créance émis par l'Etat luxembourgeois : ventilations sectorielle et géographique des détenteurs	92
<u>Encadré 7:</u>		
	La taille des communes luxembourgeoises	100

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les décisions de politique monétaire

En juillet 2012, le Conseil des gouverneurs a baissé les taux directeurs de l'Eurosystème de 25 points de base. Il s'agissait de la première adaption des taux directeurs depuis décembre 2011. Les taux sont restés inchangés en août 2012. Le taux des opérations principales de refinancement s'élève actuellement à 0,75%, tandis que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent à respectivement 0% et 1,50%.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, le PIB en volume a reculé de 0,2% en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2012, après avoir été inchangé au premier trimestre 2012. Les indicateurs économiques font état d'une faiblesse persistante de l'activité économique sur le reste de l'année 2012, dans un contexte d'incertitude accrue. Au-delà du court terme, l'activité économique dans la zone euro devrait se redresser seulement très progressivement en 2013. Dans les projections macroéconomiques établies en septembre 2012 par les services de la BCE, la fourchette prévue pour la croissance du PIB en volume en 2012 et en 2013 a été revue à la baisse. Les points centraux de ces projections ont en effet été réduits à raison de 0,3 et 0,5 point de PIB pour 2012 et 2013, respectivement.

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 2,6% en août, par rapport à 2,4% en juillet. Cette évolution s'explique essentiellement par de nouvelles augmentations des prix de l'énergie libellés en euros. Les taux d'inflation annuels devraient toutefois retomber en deçà de 2% au cours de l'année prochaine.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 3,8% en juillet 2012, après 3,2% en juin et 3,1% en mai 2012. La progression annuelle des prêts au secteur privé, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, est revenue à 0,5% en juillet par rapport à 0,3% le mois précédent. La faible croissance des prêts traduit, dans une large mesure, la conjoncture actuelle, l'intensification de l'aversion au risque ainsi que l'ajustement en cours des bilans des ménages et des entreprises qui pèsent sur la demande de crédits.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé en septembre des modalités appelées à régir les opérations monétaires sur titres (Outright monetary transactions – OMT) sur les marchés secondaires des obligations souveraines de la zone euro, destinées à préserver une transmission appropriée de la politique monétaire ainsi que l'unicité de la politique monétaire. Suite à cette décision, le Programme pour les marchés de titres (Securities Markets Programme – SMP) prend fin. Une condition nécessaire des opérations monétaires sur titres a trait à la conditionnalité stricte et effective attachée à un programme approprié du Fonds européen de stabilité financière / Mécanisme européen de stabilité (FESF/MES). Les transactions seront concentrées sur la partie courte de la courbe des rendements et notamment sur les obligations souveraines d'une durée comprise entre un et trois ans. L'Eurosystème entend préciser dans l'acte juridique concernant les OMT qu'il accepte le même traitement (pari passu) que les créanciers privés ou autres en ce qui concerne les obligations émises par les pays de la zone euro et acquises par l'Eurosystème par le biais d'opérations monétaires sur titres, conformément aux conditions attachées à ces obligations. Le total des avoirs au titre des OMT et leurs valeurs de marché seront publiés toutes les semaines. La publication de la durée moyenne des avoirs au titre des OMT et de la ventilation par pays aura lieu tous les mois.

De plus, le Conseil des gouverneurs a pris des décisions visant à assurer la disponibilité de garanties suffisantes dans le cadre des opérations de refinancement de l'Eurosystème.

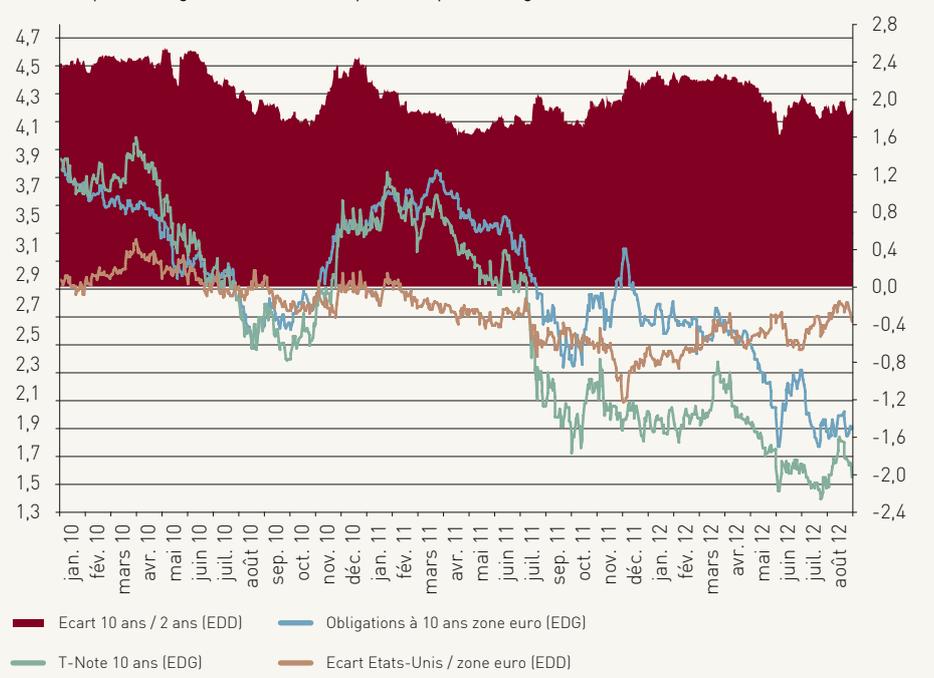
1.1.2 Les marchés obligataires

Depuis la fin du mois de mai, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis se sont dans l'ensemble maintenus à des niveaux historiquement bas pour s'établir, au 31 août 2012, à respectivement 1,91% et 1,55%. Le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis a quant à lui légèrement diminué pour revenir aux alentours de 37 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 a légèrement augmenté au cours de la période étudiée. La décision de politique monétaire du mois de juillet et la révision à la baisse des anticipations de taux directeurs se sont en effet largement répercutées sur l'évolution des taux courts. Dans un contexte de fuite vers la qualité, les rendements obligataires de court terme se sont d'ailleurs établis en territoire négatif dans un certain nombre de pays de la zone euro. Les écarts de rendements au sein de l'union monétaire se sont pour leur part maintenus à des niveaux élevés en raison des inquiétudes persistantes vis-à-vis du risque souverain de certains pays. L'apaisement des tensions relatives aux risques de contagion de la crise de la dette dans la zone euro demeurerait ainsi largement suspendu aux attentes des opérateurs de marché concernant la mise en place de nouvelles mesures de politique monétaire de la part de l'Eurosystème.

Graphique 1

Les rendements des titres publics à long terme
(EDG : en pourcentage annuel ; EDD : en points de pourcentage)



Source : 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

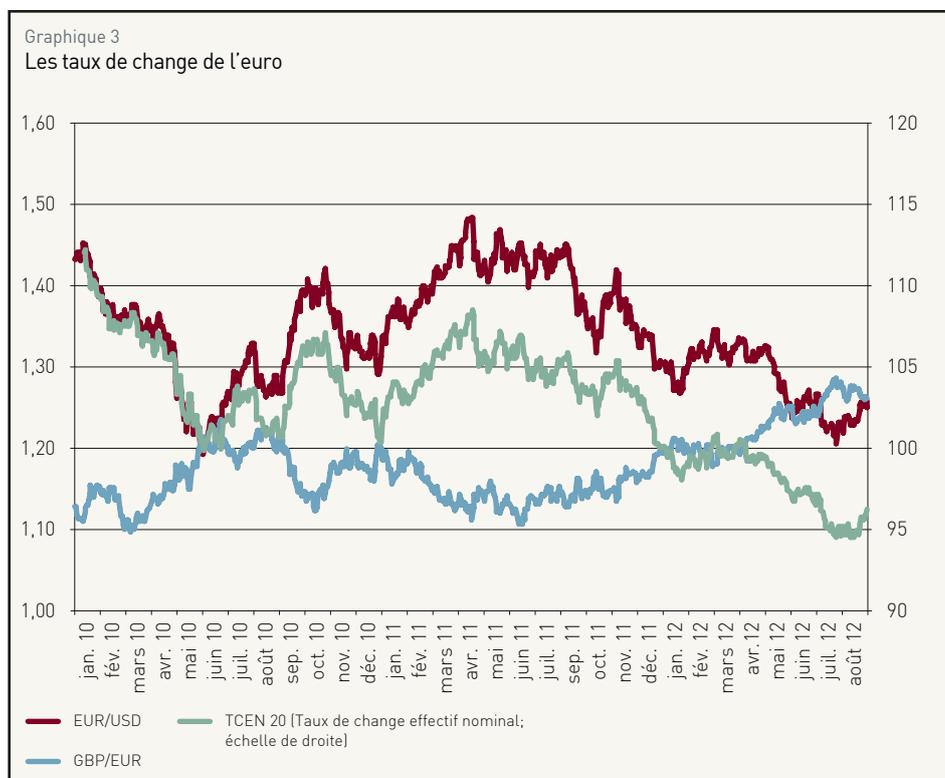
1.1.3 Le marché des actions

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 haussière. Entre le 31 mai et le 31 août 2012, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont respectivement affiché des gains de 13%, 7,3% et 3,5%.

Après la tendance baissière observée au cours du deuxième trimestre, les marchés boursiers se sont finalement redressés à partir de la fin du mois de mai. En dépit de la révision à la baisse des prévisions de croissance mondiale et des tensions persistantes relatives à la crise de la dette souveraine dans la zone euro, les investisseurs ont démontré un certain regain d'appétit pour le risque. La publication de résultats d'entreprises supérieurs aux attentes ainsi que les anticipations relatives à la mise en place de mesures de soutien supplémentaires par les principales banques centrales ont contribué à soutenir cette évolution favorable du cours des actions.

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 0,7% entre le 31 mai et le 31 août 2012. Au cours de cette période, la monnaie unique s'est notamment dépréciée vis-à-vis de la livre sterling, du forint hongrois, du zloty polonais, de la couronne tchèque et de la couronne suédoise, mais s'est en revanche appréciée par rapport au dollar américain, au yen et au yuan.



Source : BCE, Bloomberg

Au cours de la période étudiée, la monnaie unique s'est appréciée, de 1,7%, par rapport au billet vert, en dépit des inquiétudes des opérateurs concernant la situation économique et financière de certains pays de la zone euro. Au 31 août 2012, l'euro s'échangeait contre 1,26 USD, à un niveau inférieur de près de 10% à sa moyenne de 2011.

Depuis la fin du mois de mai, l'euro est resté relativement stable par rapport au franc suisse, la Banque Nationale de Suisse continuant à intervenir sur le marché des changes pour maintenir le cours de sa monnaie au-dessus de 1,20 CHF/euro. La devise britannique a pour sa part poursuivi le mouvement d'appréciation qui avait été entamé à l'été 2011, pour finalement s'échanger au-dessus de 1,26 GBP/euro et ce malgré l'extension du programme de rachat d'actifs par la Banque d'Angleterre à 375 milliards de livres sterling.

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 d'appréciation marqué, notamment, par une hausse du zloty polonais, du forint hongrois et de la couronne suédoise de respectivement 5,0%, 5,5% et 7,3%.

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) a reculé au cours des cinq premiers mois de 2012 et elle s'est stabilisée depuis le mois de mai. Elle est en effet passée de 2,7% en janvier 2012 à 2,4% en mai 2012, ce qui constitue le taux moyen le plus bas depuis plus d'une année. Selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, un léger rebond à 2,6% serait envisageable pour le mois d'août.

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

Source : Eurostat

Le recul de l'inflation globale élevée résulte d'abord du repli de l'inflation des produits énergétiques. Depuis plus de douze mois, le prix du pétrole exprimé en euros fluctue légèrement au-dessus de 80\$/bl sans toutefois progresser sensiblement. Cette dynamique du niveau du prix implique une convergence vers zéro des taux de variation annuels. Ainsi, l'inflation des produits énergétiques a connu une nette décélération, passant de plus de 10% au deuxième semestre 2011 à 7,2% au deuxième trimestre 2012. La dynamique des prix des autres biens et services s'est par contre avérée plus résiliente. Le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est passé de 1,8% au deuxième semestre 2011 à 1,9% au premier trimestre 2012 pour revenir à 1,8% la période suivante.

La quasi-stabilisation de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie masque toutefois des tendances sous-jacentes divergentes. Le maintien des prix des matières premières agricoles à des niveaux très élevés depuis leur forte ascension au cours de l'année 2010 a provoqué une inflation élevée et persistante des prix des biens alimentaires. L'inflation s'est même accélérée pour les biens industriels non-énergétiques, une dynamique assez surprenante à l'aune de la faiblesse de la demande. Il se pourrait que le renchérissement des prix de l'énergie observé depuis 2010 exerce encore des répercussions indirectes sur les prix de ces biens. Finalement, l'inflation des services a diminué depuis le troisième trimestre 2011, sans doute une conséquence directe d'une progression plus modérée des salaires.

Selon les récentes projections des experts de l'Eurosystème, la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro se stabiliserait dans une première étape autour des niveaux actuellement observés, pour

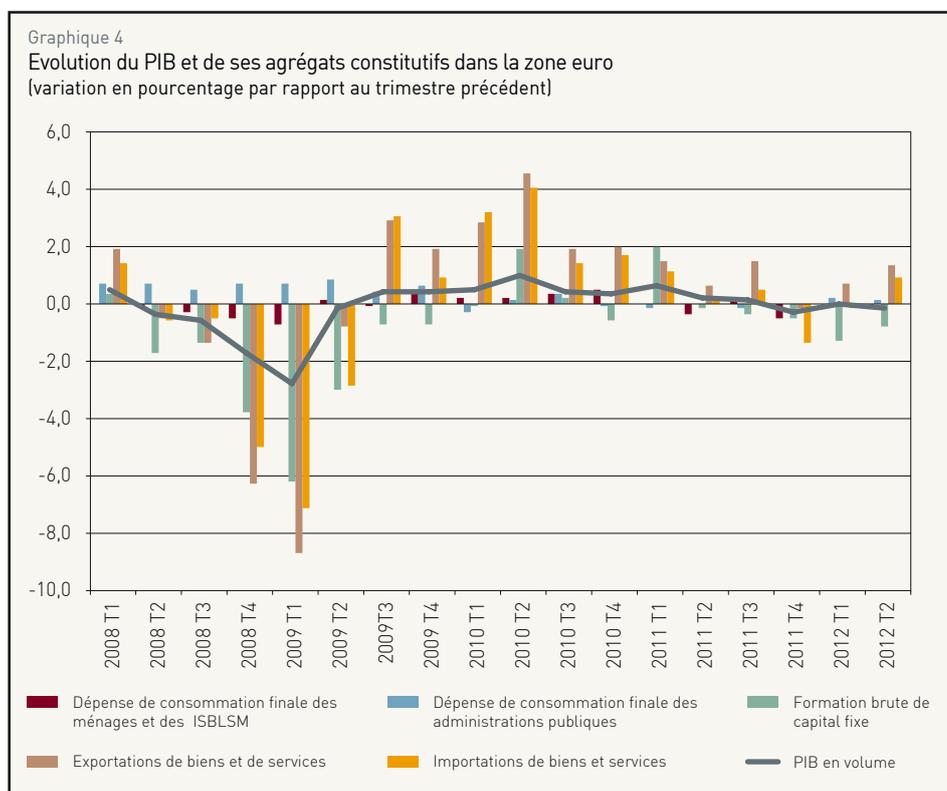
se replier davantage à moyen terme. L'inflation moyenne s'établirait entre 2,4% et 2,6% en 2012 et elle s'inscrirait dans une fourchette allant de 1,3% à 2,5% en 2013. Comparé à l'exercice de projection de juin 2012, ces projections ont été légèrement revues à la hausse.

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

Il ressort de la dernière publication des comptes nationaux qu'au deuxième trimestre de 2012 le PIB de la zone euro s'est contracté de -0,2% par rapport au trimestre précédent. La progression de l'activité économique en glissement annuel est à présent négative, à hauteur de -0,5%.

On dénote toujours une divergence importante entre les économies au sein de la zone euro. En effet, d'un côté, les pays empêtrés dans des problèmes liés à la dette souveraine enregistrent une forte contraction de leur activité. C'est le cas notamment de l'Italie (-0,7%), l'Espagne (-0,4%) et le Portugal (-1,2%). D'un autre côté, certaines économies telles que l'Allemagne (+0,3%), les Pays-Bas (+0,2%) et l'Autriche (+0,2%) affichent encore une croissance positive, bien qu'en tassement par rapport à celle observée au trimestre précédent. Par ailleurs, on constate que des économies qui avaient jusqu'à présent bien résisté à la crise ont vu leur situation se dégrader fortement au cours de ce trimestre, à l'image de la Belgique et de la Finlande qui enregistrent une contraction de respectivement 0,6% et 1,1%. Notons qu'à présent l'activité économique se contracte dans environ la moitié des pays sur base annuelle.

Au cours du premier trimestre, la décomposition de l'activité économique suivant l'optique des dépenses (Graphique 4) fait apparaître que la consommation des ménages a reculé de 0,2% par rapport au trimestre précédent. La formation brute de capital fixe s'est lourdement repliée (-0,8%), alors que les exportations ont affiché un rebond de 1,3%.



Sources : Eurostat, calculs BCL

Au niveau sectoriel, on remarque que l'activité économique s'est sensiblement contractée sur base trimestrielle dans l'industrie (-0,3%), la construction (-0,7%) et dans la branche du commerce, des transports, de l'hébergement et de la restauration (-0,4%), tandis que la croissance fut largement positive dans le secteur financier et des assurances (+0,6%).

La situation sur le marché du travail s'est à nouveau détériorée en ce début d'année 2012, puisque l'emploi total a reculé de 0,2% par rapport au trimestre précédent. Notons que l'emploi avait déjà subi un repli de même ampleur lors des troisième et quatrième trimestres de 2011. Par ailleurs, le chômage a poursuivi au cours des derniers mois sa tendance ascendante entamée depuis l'été 2011, atteignant un record historique de 11,3% en Juillet 2012.

1.1.7 Les projections macro-économiques pour la zone euro

Selon les deuxièmes estimations d'Eurostat publiées le 6 septembre 2012, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 0,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2012, après une croissance nulle au trimestre précédent. Les indicateurs économiques font état d'une faiblesse persistante de l'activité économique sur le reste de l'année 2012, dans un contexte d'incertitude accrue. Au-delà du court terme, le redressement de l'économie de la zone euro devrait être très progressif. La dynamique de la croissance devrait continuer à être freinée par le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier, l'existence d'un chômage élevé et le caractère irrégulier de la reprise mondiale.

Les projections macroéconomiques de septembre 2012 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre - 0,6 % et - 0,2 % en 2012 et entre - 0,4 % et 1,4 % en 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques réalisées en juin 2012 par les services de l'Eurosystème, les fourchettes prévues pour 2012 et 2013 ont été révisées à la baisse.

Tableau 2

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

	2011	2012	2013
IPCH	2,7	2,4 / 2,6	1,3 / 2,5
PIB réel	1,5	-0,6 / -0,2	-0,4 / 1,4
Consommation privée	0,2	-1,1 / -0,7	-0,8 / 0,8
Consommation publique	-0,3	-0,8 / 0,2	-0,8 / 0,4
Formation brute de capital fixe	1,5	-4,1 / -2,5	-1,7 / 2,7
Exportations	6,4	1,8 / 4,4	1,1 / 8,1
Importations	4,2	-1,3 / 1,3	0,3 / 7,1

Les risques pesant sur les perspectives économiques dans la zone euro sont considérés comme orientés à la baisse. Ils sont notamment liés aux tensions sur plusieurs marchés financiers de la zone euro et à leurs répercussions potentielles sur l'activité économique de la zone. Ces risques devraient être contenus grâce à une action efficace de l'ensemble des autorités de la zone euro.

En ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est selon l'estimation rapide d'Eurostat établie à 2,6 % en août 2012, après 2,4 % le mois précédent. Cette accélération s'explique essentiellement par de nouvelles augmentations des prix de l'énergie libellés en euros. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux d'inflation pourraient s'avérer légèrement plus élevés que prévu il y a quelques mois, mais ils devraient diminuer et revenir en deçà de 2 % au cours de l'année prochaine. À l'horizon pertinent pour la politique monétaire, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester modérées, dans un contexte de croissance modeste dans la zone euro et d'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme.

Les projections macroéconomiques de septembre 2012 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,4 % et 2,6 % pour 2012 et entre 1,3 % et 2,5 % pour 2013. Ces fourchettes de projection sont légèrement plus élevées que celles qui figuraient dans les projections macroéconomiques de juin 2012 établies par les services de l'Eurosystème.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix demeurent globalement équilibrés à moyen terme. Les risques à la hausse tiennent à de nouvelles augmentations de la fiscalité indirecte, en raison de la nécessité de procéder à un assainissement budgétaire. Les principaux risques à la

baisse sont liés à l'incidence d'une croissance plus faible qu'escompté dans la zone euro, résultant notamment d'un regain de tensions sur les marchés financiers et de ses effets sur les composantes internes de l'inflation. À défaut d'être contenue par des mesures efficaces adoptées par l'ensemble des responsables de la politique économique de la zone euro, cette intensification est susceptible d'exercer une incidence à la baisse sur la balance des risques.

1.1.8 La balance des paiements de la zone euro

Au premier semestre 2012, le compte courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis le second semestre 2011. Le solde courant dégage ainsi un excédent de 8 milliards d'euros (0,1% du PIB) au premier semestre 2012, comparé à un déficit de 40 milliards au cours du même semestre de 2011. Ce retournement de tendance est le résultat d'une amélioration de la balance des biens et services. Le solde des marchandises s'est en effet retourné dès le second semestre de 2011 en redevenant excédentaire. Le surplus de biens atteint ainsi 30 milliards d'euros au premier semestre 2012, comparé à un déficit de 12 milliards au même semestre de 2011. Cette embellie est survenue sur fond d'une progression plus importante des exportations par rapport aux importations de biens. Les taux annuels de croissance des exportations se sont en effet établis à près de 9% au deuxième trimestre et au premier trimestre 2012, contre respectivement 3% et 5% pour les importations. Ces dernières ont donc été largement affectées par le ralentissement de la conjoncture économique dans la zone euro.

Au premier semestre 2012, la balance des services a connu une évolution similaire à celle de biens, les exportations ayant enregistré une progression plus importante (+10%) que les importations (+6%). Le surplus de services atteint ainsi 35 milliards au premier semestre 2012, contre 24 milliards au même semestre de 2011. A cela s'ajoute la contribution modeste de la balance des revenus, dont le surplus s'est accru à 5 milliards d'euros au premier semestre 2012, contre 3 milliards à la même période de 2011. Les évolutions positives mises en exergue ci-dessus ont néanmoins été en partie compensées par une détérioration des transferts courants, dont le déficit s'est largement creusé à 63 milliards au premier semestre 2012.

Dans le compte des transactions financières, face à l'incertitude accrue engendrée par l'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, le comportement des investisseurs s'était caractérisé, depuis le deuxième semestre 2011, par d'importants mouvements de rapatriement de capitaux. Le rebond des marchés boursiers observé au premier trimestre 2012 s'est cependant traduit par un retour des investisseurs étrangers, qui ont acquis 62 milliards d'euros de titres de la zone euro (dont 41 milliards d'actions, 9 milliards d'obligations et 12 milliards de titres de dette à court terme). Au second trimestre 2012, le comportement des non-résidents s'est caractérisé par une réallocation de leur portefeuille au profit de titres de dette à long terme (achats nets pour 53 milliards). Les instruments de dette à court terme ont de leur côté subi des ventes nettes (à concurrence de 13 milliards) tandis que les achats nets d'actions se sont fortement réduits au cours de ce second trimestre. Au total sur les deux premiers trimestres de 2012, les investisseurs non-résidents ont placé 114 milliards d'euros dans les titres de la zone euro (dont 53 milliards dans les actions et le reste dans les titres de dette) comparés à 338 milliards d'euros au premier semestre 2011. La crise financière s'est donc traduite par une forte chute des entrées de capitaux dans la zone euro au titre d'investissements de portefeuille.

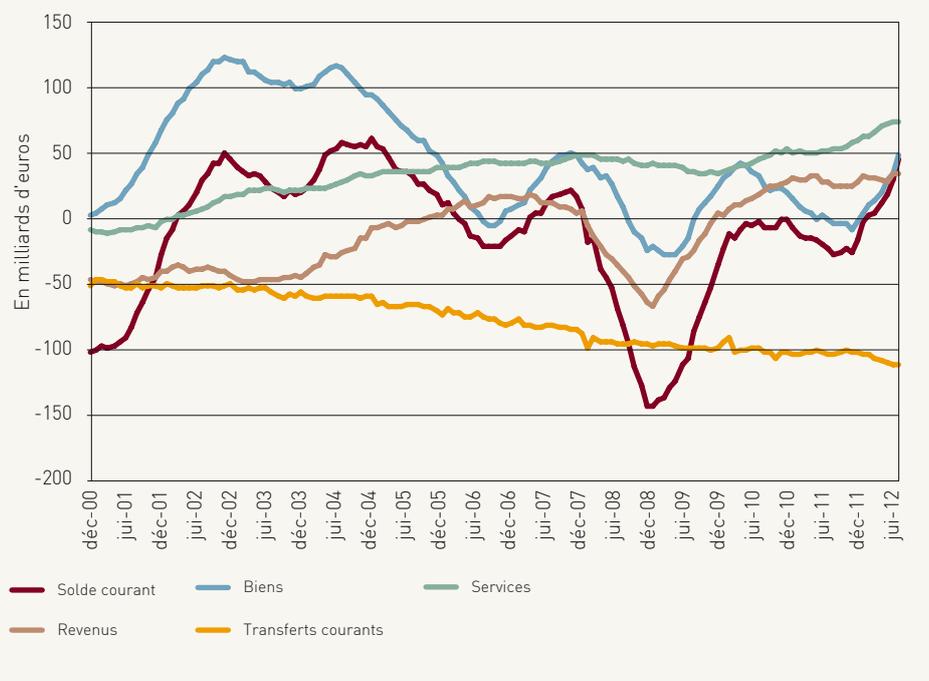
Le comportement des résidents de la zone euro s'est aussi caractérisé à la fois par un rapatriement des fonds et par une réallocation du portefeuille des titres étrangers. Au premier trimestre 2012, la remontée des marchés financiers avait suscité un regain de confiance des investisseurs résidents, qui avaient accru leurs placements à la fois dans les actions (22 milliards), dans les obligations (70 milliards) et dans les instruments du marché monétaire (33 milliards). En revanche, au second trimestre 2012,

l'incertitude accrue sur les marchés financiers a poussé les résidents à vendre les titres étrangers, en particulier les actions (pour 12 milliards) et les instruments du marché monétaire (pour 28 milliards). Ils ont toutefois maintenu, quoiqu'à un niveau très faible, leurs achats nets d'obligations (à concurrence de 6 milliards). Au total sur le premier semestre 2012, les investisseurs résidents ont placé 104 milliards d'euros dans les titres étrangers (dont 10 milliards dans les actions, 75 milliards dans les obligations et le reste dans instruments du marché monétaire) comparés à 63 milliards d'euros investis au premier semestre 2011.

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 des entrées nettes de capitaux de 10 milliards d'euros au premier semestre 2012 contre 275 milliards au même semestre de 2011. En particulier, le solde des transactions sur titres de dette s'est retourné en défaveur de la zone euro en occasionnant des sorties nettes de 32 milliards au premier semestre 2012 comparées à des entrées nettes de 196 milliards au même semestre de 2011. En ce qui concerne les autres composantes du compte financier, les flux d'investissements directs se sont soldés par des sorties nettes atteignant 36 milliards au premier semestre 2012 contre 75 milliards au même semestre de 2011.

Graphique 5

Evolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



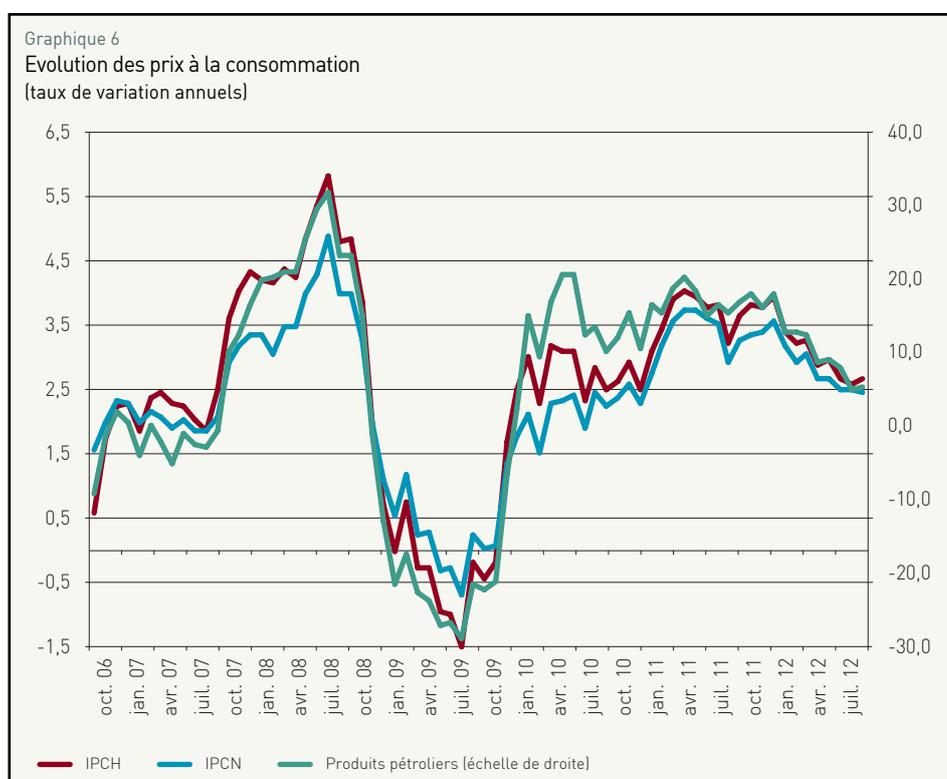
Source: BCE

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 recule depuis plusieurs trimestres. Le taux de variation annuel de l'IPCN est ainsi passé de 3,4% en moyenne en 2011 à 3,0% en février 2012 et il s'est stabilisé à 2,5% depuis le mois de mai avant de s'établir à 2,6% en août. L'inflation dégagée sur la base de l'IPCH a pour sa part baissé de 3,7% en moyenne en 2011 à 3,3% en février 2012, pour se stabiliser autour de 2,7% depuis mai.



Source : STATEC

Le repli de l'inflation globale, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, résulte principalement du recul de l'inflation des produits énergétiques. Suite à l'envolée du prix du pétrole depuis le début 2009, les taux de variation annuels des prix des produits pétroliers se sont maintenus à des niveaux élevés jusqu'à la fin de l'année 2011 (voir graphique). Ils ont alors entamé leur repli. L'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie n'a pour sa part baissé que marginalement par rapport à l'année 2011 et son taux se situe autour de 2,2% depuis le début de l'année. Une analyse plus fine des données révèle aussi que ce repli est largement attribuable aux prix des services, les prix administrés en particulier.

Depuis plus de deux ans, l'inflation au Luxembourg est à nouveau constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes¹. En 2011, cet écart défavorable s'est en moyenne chiffré

à 0,8 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,7 p.p. par rapport à la zone euro. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au deuxième trimestre 2012 ont atteint respectivement 9,4 p.p. par rapport aux pays limitrophes et 4,9 p.p. par rapport à la zone euro.

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.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL², les perceptions d'inflation se sont repliées depuis mai 2011. Ce mouvement pourrait résulter du repli de l'inflation depuis les niveaux très élevés observés en mars/avril 2011. Le recul continu de l'inflation a également fini par exercer un impact, certes décalé de plusieurs mois, sur les anticipations d'inflation des consommateurs. Celles-ci sont restées élevées jusqu'en mai 2012 pour reculer plus fortement par la suite.

Projections d'inflation

Hypothèses

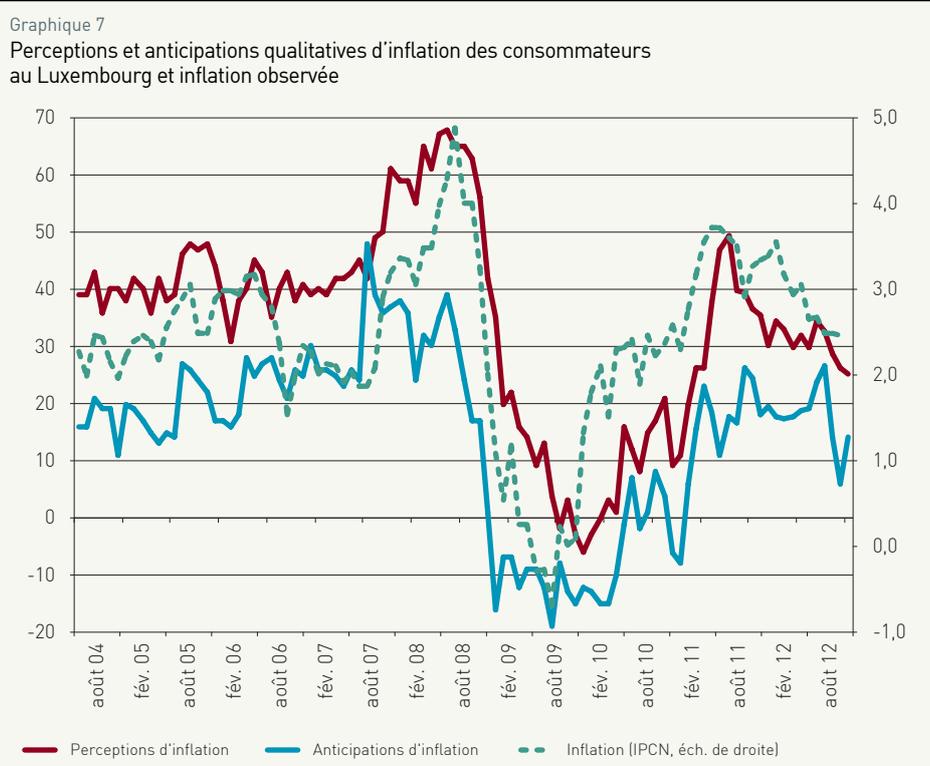
Mi-août 2012, l'euro cotait aux environs de 1,23 USD/EUR, soit un niveau inférieur aux hypothèses de l'exercice datant de juin 2012³. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 113\$/bl et les marchés à terme anticipent un recul de ce prix autour de 106\$/bl jusqu'en septembre 2013. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollars se stabiliserait quasiment en 2012. En raison de la dépréciation de l'euro toutefois, la hausse du prix du pétrole exprimé en euros serait de quelque 11% de 2011 à 2012. Par rapport à l'exercice de juin, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la hausse, à concurrence de 4% en moyenne en 2013. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3 :

Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2011	2012	2013	2012-T3	2012-T4	2013-T1	2013-T2	2013-T3
Prix du pétrole (Brent) en \$	111	112	107	109	111	109	108	107
Taux de change \$/€	1,39	1,26	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	33	11	-1	11	11	-2	3	-2

Source : BCL



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.
3 Voir BCL, Bulletin 2012/2, pp.61-69.



L'inflation à l'exclusion de l'énergie s'est repliée de 2,5% en fin d'année 2011 à 2,2% lors du premier semestre 2012. Les taux d'inflation devraient demeurer à proximité de ce niveau pour le reste de l'année, avant de connaître une nouvelle accélération l'année prochaine.

Plusieurs facteurs inflationnistes ont en effet émergé récemment et ils pourraient faire repartir l'inflation à la hausse. Depuis la mi-2012, les prix des matières premières agricoles se sont envolés sur les marchés internationaux et selon la matière première, ils se sont approchés voire même ont dépassé leurs niveaux records de l'année 2008. Ce choc exercera un impact sur les prix à la consommation des biens alimentaires traités, même si le délai et l'envergure de cette transmission sont sujets à incertitude. Il se pourrait que cet impact soit comparable au choc observé en 2010/2011, donc largement inférieur au choc de l'année 2008. La hausse du prix du pétrole exprimé en dollar ainsi que la dépréciation de l'euro par rapport au dollar constituent d'autres sources inflationnistes externes qui exerceront des impacts indirects sur l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie. Du côté domestique, il est vraisemblable que les prix administrés progresseront à nouveau davantage en 2013 qu'en 2012. Les prix des services en général regagneraient en vigueur avec l'ajustement du salaire minimum prévu pour l'année prochaine.

Les effets modérateurs de l'inflation sont essentiellement une demande domestique guère dynamique ainsi qu'une inflation importée qui devrait rester contenue. Selon les plus récentes projections des services de la BCE, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre 2,4% et 2,6% en 2012, contre 2,7% en 2011. A cela s'ajoute la modulation temporaire du mécanisme d'indexation automatique des salaires, qui prévient une hausse plus importante des coûts salariaux et contribue de ce fait à contenir non seulement l'inflation des prix des services⁴, mais également celle des biens alimentaires traités et des biens industriels non-énergétiques.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques, qui s'était stabilisée à des niveaux élevés depuis le début de l'année 2010, devrait rester élevée jusqu'à la fin de l'année 2012 pour s'estomper au cours des trimestres suivants. Elle reculerait de plus de 7% au premier semestre 2012 à environ -0,5% un an plus tard. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale demeurerait positive jusqu'à la fin de l'année 2012 et convergerait vers zéro au début de l'année prochaine (voir le graphique). En moyenne annuelle, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à environ 7% en 2012, soit environ la moitié du taux enregistré lors des années 2010 et 2011. Par rapport à l'exercice de juin, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été ajustées à la hausse, en moyenne de l'ordre de 2 p.p., conformément à des hypothèses qui ont été révisées dans le même sens.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le taux d'inflation afférent calculé sur base de l'IPCN pourrait s'accélérer à 2,2% au deuxième semestre 2012 et autour de 2,4% au premier semestre 2013. Par rapport à l'exercice précédent, ces projections demeurent pratiquement inchangées.

⁴ Voir aussi « L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires ? » dans BCL, Rapport Annuel 2007, pp.38-40.

Avec un taux de 2,6% en août 2012, l'inflation mesurée par l'IPCN global a déjà nettement ralenti par rapport aux sommets de l'année passée. Ce mouvement baissier serait interrompu temporairement - l'inflation fluctuerait autour des niveaux actuels jusqu'au début de l'année prochaine - et il ne gagnerait en vigueur qu'à partir de février 2013. Cette interruption du mouvement baissier serait attribuable à la stabilisation des deux sous-composantes, à savoir l'inflation des produits énergétiques et l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie. Le recul en 2013 serait intégralement dû aux fléchissements des taux d'inflation pour l'énergie, une dynamique favorable qui compenserait l'impact sur l'inflation globale de l'accélération de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie. Par rapport à l'exercice de juin 2012, le scénario de l'inflation globale s'est légèrement détérioré, essentiellement en raison d'un scénario plus défavorable pour les prix de l'énergie. L'inflation moyenne établie sur la base de l'IPCN serait de 2,7% en 2012 et de 2,2% lors des neuf premiers mois de l'année prochaine, soit des révisions de respectivement 0,1pp et 0,2pp. L'impact des mesures gouvernementales sur la progression de l'inflation globale reculerait en 2012 en raison d'une évolution plus modérée des prix administrés.

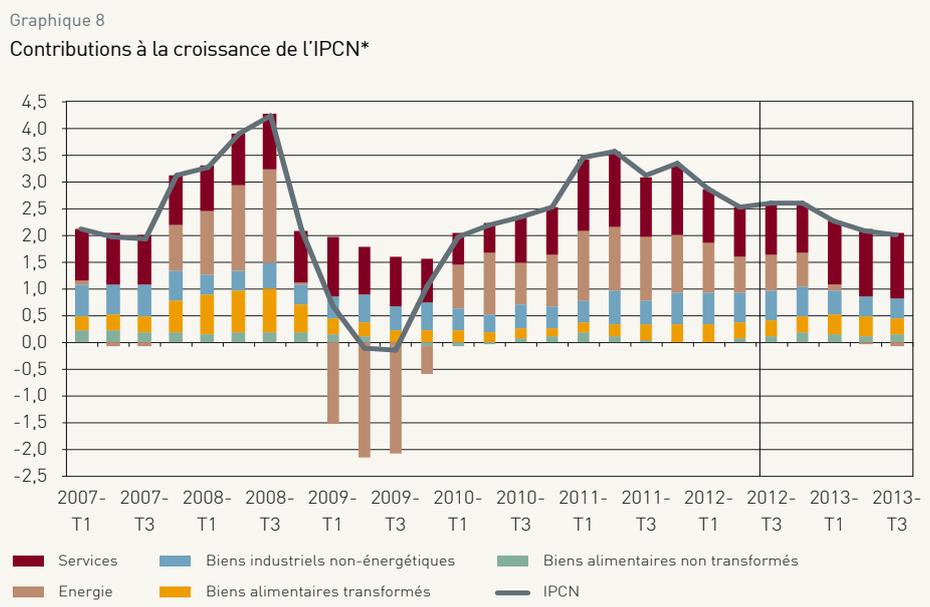


Tableau 4 :

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

	2011	2012	2013 T1-T3	1 ^{er} semestre 2012	2 ^e semestre 2012	1 ^{er} semestre 2013
IPCN	3,4	2,7 (0,1)	2,2 (0,2)	2,7 (-)	2,6 (0,2)	2,2 (0,3)
IPCN hors énergie	2,4	2,2 (-0,1)	2,4 (0,1)	2,1 (-0,1)	2,2 (-0,1)	2,4 (-)
IPCH	3,7	2,9 (0,1)	2,3 (0,2)	2,9 (-0,1)	2,9 (0,2)	2,3 (0,3)
IPCH énergie	13,7	6,9 (1,2)	-0,8 (1,6)	7,6 (-0,1)	6,2 (2,5)	-0,5 (2,3)
IPCH excluant l'énergie	2,5	2,4 (-0,1)	2,7 (-)	2,3 (-0,1)	2,5 (-0,1)	2,7 (-)
Impact des mesures gouvernementales ¹⁾ sur l'IPCN, en pp	0,8	0,3				
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,8	0,5				

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

Source : BCL

1.2.1.2 Les prix à la production

Les prix à la production industrielle ont nettement progressé en moyenne annuelle en 2011, même si une sensible décélération a été observée 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 ont été en moyenne particulièrement élevées en 2011.

Les données du premier trimestre de l'année 2012 indiquent une hausse modérée des prix. Au niveau sectoriel, il apparaît 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 » (+4,5% 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% au premier trimestre de 2012 et ce dans un contexte de forte baisse de la production. Les prix à la production des machines et équipements ont pour leur part baissé de 5,4% au premier trimestre 2012.

Les plus récentes statistiques indiquent une progression de 0,5% des prix à la production des biens industriels au second trimestre 2012.

Il est à noter que sur la période récente, les prix à la production des biens d'équipement semblent avoir fait preuve d'une volatilité relativement accrue par rapport à ceux des autres sous-secteurs (voir tableau) alors que pour la zone euro, l'évolution des prix de ces biens est au contraire apparue relativement stable. Cette relative volatilité doit néanmoins être interprétée avec précaution, puisqu'elle ne reflète pas systématiquement des effets-prix conjoncturels. Une possible explication réside dans la structure du tissu industriel luxembourgeois, où les changements dans la gamme des modèles ou des produits proposés par certaines catégories d'entreprises peuvent impliquer des variations à court terme non négligeables sur les prix des biens d'équipement.

Les enquêtes de conjoncture continuent d'indiquer un tassement de la tendance générale de l'évolution annuelle des prix des biens industriels.

Tableau 5 :

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

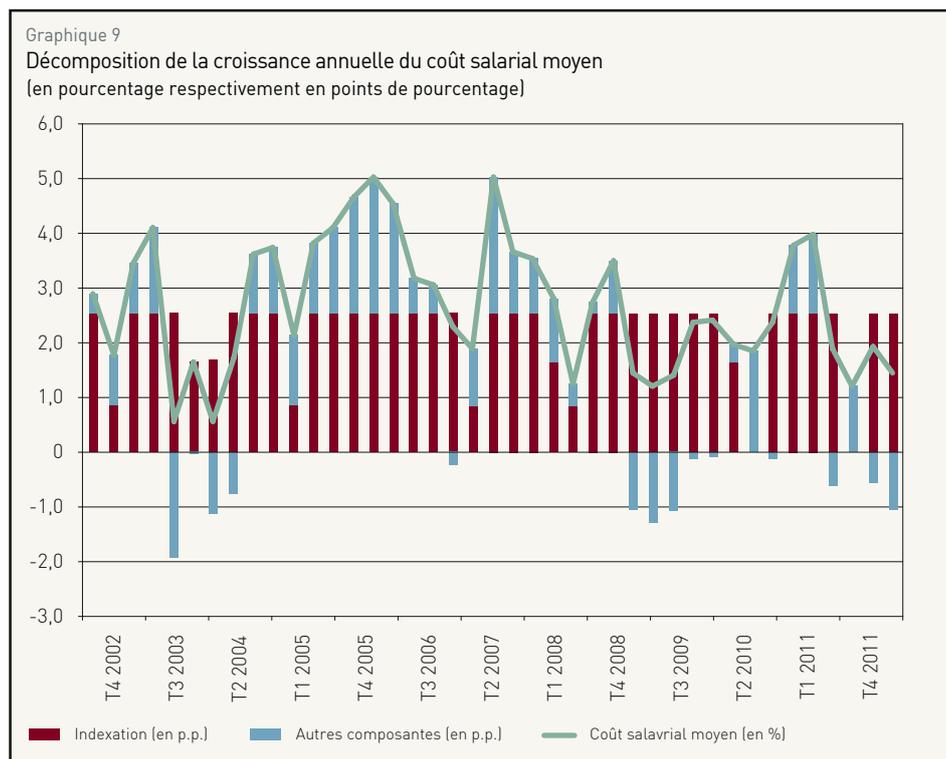
	2010	2011	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1	2012-T2
Ensemble des produits Industriels	3,7	8,6	5,0	2,2	0,4	1,3	1,0	0,5
Biens intermédiaires	7,1	12,3	5,9	3,6	-0,8	2,4	0,8	0,4
Biens d'équipement	2,2	5,3	4,9	-3,5	1,1	-0,4	-2,8	0,3
Biens de consommation	0,1	2,7	1,1	0,9	0,5	0,8	0,3	0,5
Biens énergétiques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

Source : Statec

1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente estimation de la comptabilité nationale met en lumière une décélération de la croissance annuelle de la rémunération par salarié au cours des trois premiers mois de l'année courante. De fait, selon les dernières estimations, le coût salarial moyen a progressé de 1,4% au premier trimestre 2012, après 1,9% le trimestre précédent et 4,0% au cours de la même période de l'année précédente.

La décomposition du coût salarial moyen révèle que la hausse (en glissement annuel) de la rémunération par tête au premier trimestre 2012 est entièrement imputable à la contribution de l'indexation (2,5 p.p.). De leur côté, les « autres composantes », qui incluent les éléments « réels », auraient contribué négativement - et ceci pour le deuxième trimestre consécutif - à la croissance du coût salarial moyen. Cette tendance négative est corroborée par les données de l'IGSS, qui témoignent notamment d'une baisse de la durée moyenne de travail (en partie en raison d'une forte baisse des heures supplémentaires) et d'une diminution des primes et gratifications distribuées. Par ailleurs, le ralentissement de l'activité économique et la hausse concomitante du chômage ne favorisent guère le pouvoir de négociation des salariés.



Source : Statec, calculs BCL

L'analyse sectorielle révèle qu'en comparaison avec le premier trimestre 2011, la progression annuelle du coût salarial moyen a connu une décélération dans l'ensemble des branches économiques. La baisse enregistrée du côté du secteur de la construction est essentiellement imputable à une diminution de la durée moyenne de travail, en raison notamment des conditions météorologiques particulièrement mauvaises enregistrées au début de l'année 2012.

En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a diminué de 0,2% au premier trimestre 2012. Au niveau sectoriel, l'ensemble des branches économiques, à l'exception toutefois de l'industrie, sont caractérisées par une évolution relativement faible de la rémunération par salarié. Alors que le coût salarial moyen a enregistré une légère diminution dans le secteur commercial (au sens large) (-0,1% en glissement trimestriel), il a connu une quasi-stagnation dans le secteur financier (au sens large), en raison notamment d'une baisse des primes distribuées.

Tableau 6 :

Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

	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 2012	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012
Industrie, y compris énergie	3,5	-6,6	5,5	0,9	1,3	6,9	-0,2	2,7	2,9	1,5
Construction	6,4	-4,0	-0,3	1,1	0,8	9,2	0,7	-0,9	3,0	-1,4
Commerce; réparations automobiles et d'articles domestiques; hôtels et restaurants, transports et communications	0,9	-0,1	0,2	0,7	-0,1	3,9	3,8	1,1	1,8	1,5
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	-0,7	-0,2	1,0	1,2	0,2	2,5	0,7	2,0	1,1	1,8
Activités financières	nd	nd	nd	nd	nd	2,6	-2,3	2,6	-1,4	0,5
Immobilier, location et services aux entreprises	nd	nd	nd	nd	nd	3,6	5,6	1,8	4,6	3,5
Autres activités de services	0,6	0,2	0,0	1,4	0,4	3,4	3,2	0,3	2,3	1,9
Coût salarial moyen - économie totale	0,3	-0,6	0,6	1,6	-0,2	4,0	1,9	1,2	1,9	1,4

Remarque: les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières; nd = non disponible

Source: Statec, calculs BCL

Il convient de rappeler que des facteurs à caractère irrégulier, tels le déclenchement d'une tranche indiciaire, l'ajustement du salaire social minimum ou encore l'évolution du nombre d'heures travaillées, influencent fortement l'évolution infra-annuelle du coût salarial moyen. S'y ajoute le fait qu'au-delà des salaires de base, le coût salarial nominal inclut également les primes et gratifications (y compris les primes de licenciement). Par ailleurs, les données issues de la comptabilité nationale sont susceptibles de faire l'objet de révisions au cours des mois à venir. Par conséquent, la prudence reste de mise quant à l'interprétation de ces données. Nonobstant ces éléments et malgré l'existence de différences méthodologiques entre les comptes nationaux et les données mensuelles de la sécurité sociale, l'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives mensuelles de l'IGSS confirme la tendance générale dégagée par la comptabilité nationale trimestrielle, à savoir une décélération de la progression annuelle de la rémunération par tête au cours des derniers mois.

Encadré 1:

L'IMPACT DE LA CRISE SUR LES VENTES DE MAISONS AU LUXEMBOURG : PRIX ENREGISTRÉS ET PRIX AFFICHÉS

Cet encadré est basé sur les données compilées par l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines (AED) à partir des actes de ventes immobilières enregistrés par les notaires. Le fichier AED complète les informations sur la nature de la vente et le montant total de la transaction immobilière avec des indications sur la commune cadastrale, la surface du terrain, etc. Pour analyser le secteur résidentiel, trois catégories de transactions peuvent être extraites de ce fichier: les ventes d'appartements, de maisons à habitation et de terrains à bâtir⁵. La part relative de chacune de ces trois catégories est présentée dans le Graphique 1.

⁵ Ces catégories excluent approximativement un dixième des transactions totales dont on peut supposer que l'impact sur le marché immobilier résidentiel est faible (par exemple les terres labourables, les prêtres, les bois).

Bien que les ventes d'appartements représentent plus de la moitié des transactions réalisées (53%), leur part est plus faible dans la valeur totale des transactions (44%). À l'inverse, les ventes de maisons ont une part plus limitée du nombre de transactions (30%), mais leur part de la valeur totale (39%) avoisine celle des appartements. En confrontant différentes années, cette répartition par catégorie se révèle relativement stable.

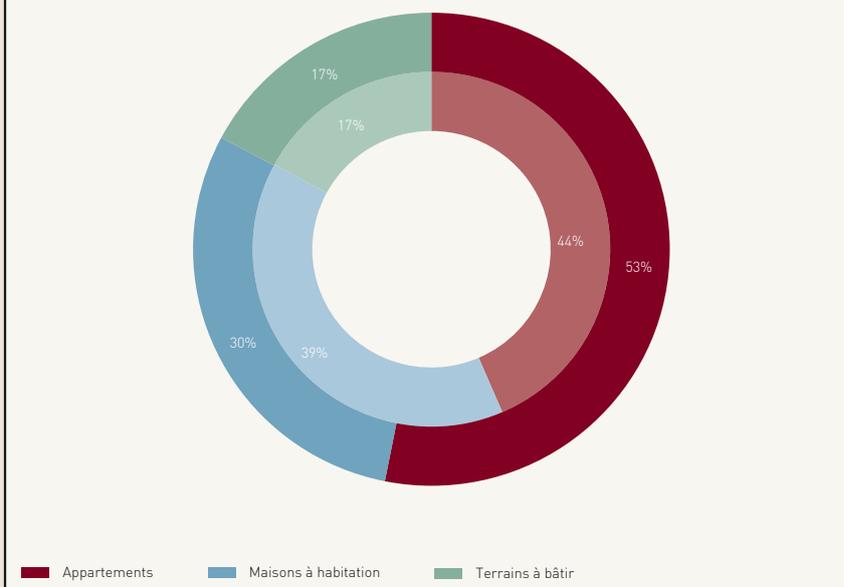
En utilisant les données de l'AED, l'Observatoire de l'Habitat et le STATEC publient déjà deux indicateurs sur l'évolution des prix d'appartements⁶. C'est pourquoi la suite de cet encadré se concentre sur les ventes de maisons. Comme les informations compilées par l'AED au sujet des ventes de maisons sont plus limitées,

il est nécessaire d'appliquer quelques traitements statistiques avant toute analyse. Après avoir identifié tous les actes qui se rapportent à des maisons d'habitation, il convient d'éliminer toutes les transactions ne constituant pas une vente ordinaire ou dont la quotité transférée est inférieure à 100%⁷. Ensuite on écarte les valeurs extrêmes représentant des transactions atypiques⁸.

Sur la base des données résultantes, le graphique 2 retrace l'évolution des ventes de maisons à partir du premier trimestre 2007. Les deux séries sous-jacentes sont corrigées des variations saisonnières. On observe une réduction du nombre de ventes en 2008, jusqu'à un minimum historique en 2008T4 quand l'incertitude liée à la crise financière était très élevée. De même, les prix des maisons ont reculé à cette période (voir graphique 3), à l'instar du prix des appartements (voir encadré dans le bulletin BCL 2011/3). La dispersion des prix est illustrée par l'écart interquartile, calculé comme la différence entre le troisième quartile (q3 : valeur supérieure au prix de vente pour 75% des transactions pour un trimestre donné) et le premier quartile (q1 : valeur supérieure au prix de vente pour 25% des transactions). Si la dispersion des prix augmente en 2008T2 et 2008T3, elle diminue fortement au quatrième trimestre, accompagnée par une chute brutale du nombre de transactions. On pourrait interpréter ces développements comme des réactions logiques des investisseurs face à l'incertitude croissante liée à la crise financière. Dans un environnement incertain, les acquéreurs auront tendance à renvoyer leurs décisions d'achat de quelques périodes, afin de disposer de plus d'informations sur le prix effectif du marché. Ce comportement devrait être plus répandu entre les acquéreurs qui s'intéressent à des biens d'une valeur élevée, pour lesquels l'incertitude comporte des pertes possibles plus importantes. Il en résulte une réduction du nombre des transactions, surtout pour les immeubles d'une valeur plus importante. Sous ces conditions, les vendeurs qui font face à un besoin plus urgent

Graphique 1

Répartition des transactions immobilières résidentielles au Luxembourg (janvier 2007 – mai 2012) : Transactions (cercle extérieur) et valeur totale des transactions (cercle intérieur)



Sources : AED, calculs BCL

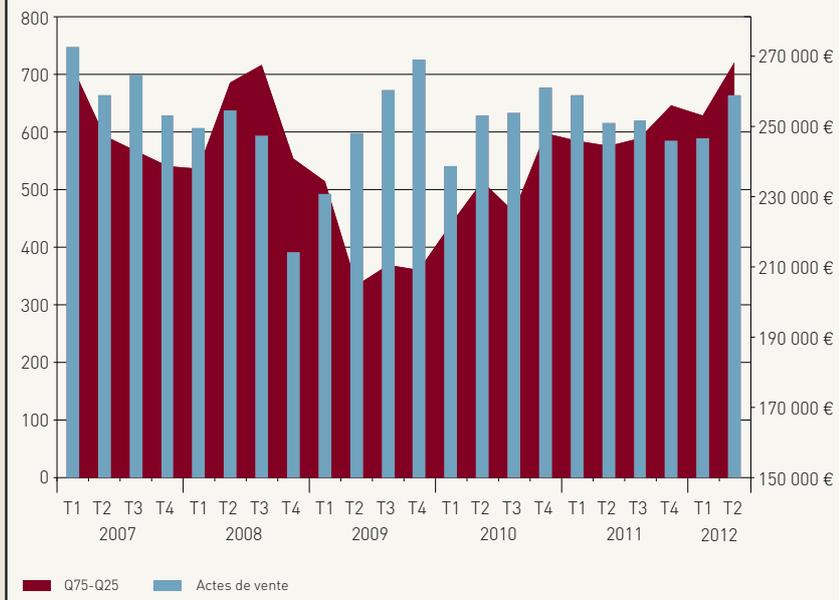
⁶ Voir l'encadré dans le bulletin BCL 2011/3.

⁷ En tout, il s'agit de 18% des ventes de maisons qui sont ainsi éliminées de l'analyse.

⁸ Une observation est considérée comme extrême si son prix dépasse le troisième quartile (q3) par 1,5 fois l'écart interquartile (q3-q1) ou si son prix est inférieur au premier quartile (q1) par 1,5 fois l'écart interquartile (voir aussi STATEC, Economie et Statistiques n°44, p. 6).

Graphique 2

Nombre de ventes de maisons (axe de gauche) et dispersion des prix de vente (écart interquartile en euros courants, axe de droite)



Source : Observatoire de l'Habitat, AED. Calculs BCL

Depuis 2005, l'Observatoire de l'Habitat compile un indicateur des prix des maisons en se basant sur les annonces immobilières. Cet indice est calculé en stratifiant les objets par le nombre de chambres et en pondérant l'indice par leur représentativité sur le marché⁹.

Le graphique 3 compare (en glissement annuel) la médiane¹⁰ des prix enregistrés (fichier AED) et l'indicateur des prix affichés compilé par l'Observatoire de l'Habitat. Les deux séries sont également représentées en version réelle, déflatées par l'indice des prix à la consommation.

L'indicateur immobilier des prix affichés de l'Observatoire est beaucoup moins volatile pour différentes raisons. Premièrement, si un bien reste invendu, son prix affiché sera compté plusieurs fois par l'indicateur de l'Observatoire, mais son prix enregistré sera observé une seule fois (lors de la transaction finale). Ainsi, l'échantillon des prix affichés sera plus homogène à travers le temps. Deuxièmement, pour les biens qui restent invendus, les prix sont souvent baissés graduellement, ce qui impartira également une évolution plus graduelle à l'indicateur des prix affichés. Troisièmement, un bien qui est affiché dans différents médias avec une légère différence de description ou de prix risque d'être compté plusieurs fois par l'indicateur de l'Observatoire. Enfin, certains biens sont vendus sans publicité. Il s'agit souvent de biens atypiques dont les prix sont très faibles (ventes entre connaissances ou membres d'une famille, arrangements entre acheteur et vendeur, ventes accompagnées par des transferts en nature). Ces ventes figureront uniquement parmi les prix enregistrés.

de liquider leur bien seront plus susceptibles d'accepter des offres moins attirantes. Ainsi le nombre de transactions diminue et ces dernières se concentrent sur des prix moins élevés (réduction du niveau et de la dispersion des prix enregistrés).

Le nombre de transactions s'est redressé en 2009 pour atteindre un pic au quatrième trimestre (lié à l'introduction du passeport énergétique en janvier 2010, voir creux à cet endroit). Mais la dispersion des prix (mesurée par l'écart interquartile) ne s'est normalisée que fin 2010. En 2011 et 2012, le marché semble plus stable, même par rapport à 2007.

COMPARAISON DE L'ÉVOLUTION DES PRIX ENREGISTRÉS ET DES PRIX AFFICHÉS

⁹ Pour de plus amples détails, voir les notes méthodologiques de l'Observatoire de l'Habitat (observatoire.ceps.lu).

¹⁰ La médiane est le point central de l'échantillon qui coupe en deux les observations triées (la moitié est supérieure à la médiane et l'autre est inférieure). Par rapport à la moyenne arithmétique, la médiane est moins sensible aux déformations de la distribution liées à l'entrée ou à la sortie de biens d'une qualité différente.

Malgré les différentes sources de données et les différentes méthodologies, il est intéressant de comparer les prix enregistrés aux prix affichés, étant donné que ces derniers peuvent mieux nous renseigner sur l'état de l'offre et qu'ils pourraient en principe véhiculer des informations avancées par rapport aux prix enregistrés¹¹. En tout cas, les prix affichés confirment le repli des prix enregistrés sur plusieurs trimestres en 2008 et 2009 (voir graphique 3). On peut pourtant constater que le repli est bien moins prononcé pour les prix affichés.

Les prix affichés atteignent une croissance annuelle maximale de 5,5% au dernier trimestre 2010. Le pic pour les prix enregistrés apparaît quant à lui au trimestre suivant. Par la suite, le taux de croissance diminue en 2011 pour les deux séries. Sur

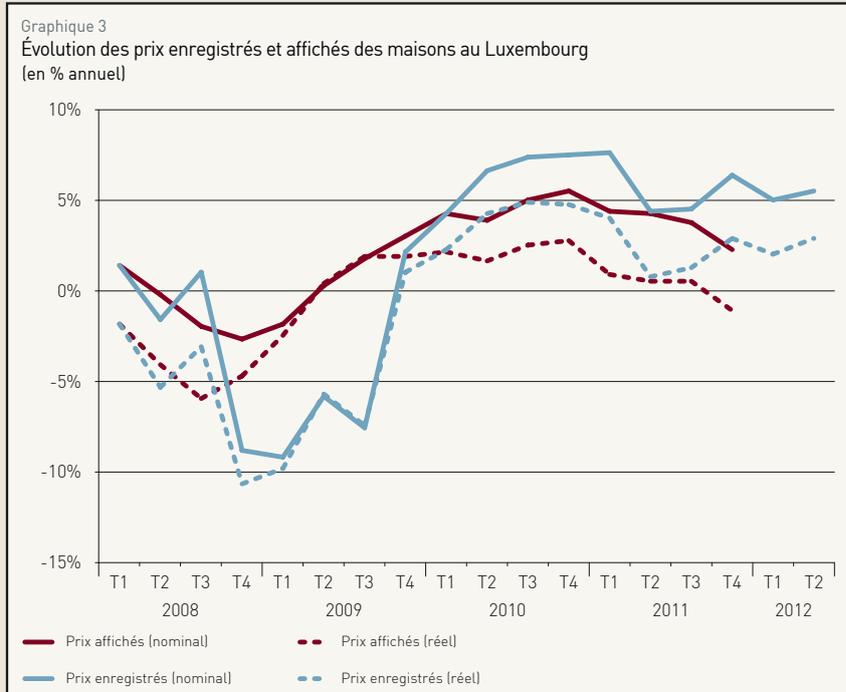
l'ensemble de la période observée, la hausse globale est légèrement plus prononcée pour les prix affichés. Du premier trimestre 2007 au dernier trimestre 2011, les prix affichés augmentent de 10,5% en termes nominaux mais reculent de -1,5% en termes réels. Pour les prix enregistrés, ces chiffres sont 7,8% en valeur nominale, et -3,9% en valeur réelle.

Le repli exceptionnel des prix immobiliers en 2008 et 2009 est à mettre en relation avec la crise économique. Cependant, les prix ont progressé depuis. Entre le dernier trimestre 2008 et le dernier trimestre 2011, l'augmentation en termes réels a été de 3,7% pour les prix affichés et de 5,1% pour les prix enregistrés.

ÉVOLUTION DES PRIX ET DES TRANSACTIONS PAR RÉGION

Le tableau 1 propose une ventilation des ventes de maisons par région¹² pour l'année 2011. La première colonne présente la répartition du nombre de ventes. Plus d'un tiers (35%) des ventes de maisons est enregistré dans le canton d'Esch, où les communes de Differdange, Esch-sur-Alzette, Dudelange et Pétange représentent à elles seules presque 20% des transactions du pays. Le canton d'Esch est suivi par le canton de Luxembourg (22%, dont 13% enregistrés dans la commune de Luxembourg-Ville). Avec le canton de Capellen (8% des transactions), ces trois cantons du centre et du sud rassemblent deux tiers des ventes de maisons en 2011.

Il faut cependant noter que plus de deux tiers de la population du pays réside dans ces trois cantons. Ainsi le nombre de transactions par habitant est bien plus uniforme à travers les cantons, avec des proportions légèrement plus élevées pour



Sources : AED, calculs BCL

¹¹ Voir note n° 15 de l'Observatoire de l'Habitat.

¹² La région Est comprend les cantons d'Echternach, Grevenmacher et Remich. La Région Centre-Nord comprend les cantons de Diekirch et Mersch. La Région Ouest les cantons de Redange et Wiltz et la région nord les cantons de Vianden et Clervaux.

les régions du nord et de l'ouest (5,5 transactions pour 1000 habitants) ainsi que pour le canton d'Esch. Seul le canton de Luxembourg est bien en-dessous de la moyenne du pays (3,81 transactions pour 1000 habitants).

Tableau 1 :

Ventilation géographique des ventes de maisons en 2011

Région d'aménagement	Transactions (%)	Valeur totale des Transactions (%)	Population (%)	Nombre de ventes pour 1000 habitants
Esch	35,32	29,44	29,99	6,15
Centre-Sud	31,44	43,75	37,91	4,33
Luxembourg	22,77	34,72	29,81	3,98
Capellen	8,67	9,03	8,10	5,59
Centre-Nord	9,46	8,73	10,97	4,50
Est	11,65	10,29	11,34	5,36
Ouest	7,27	4,86	5,90	6,44
Nord	4,86	2,94	3,90	6,50
Ensemble du pays	100,00	100,00	100,00	5,22

Source : AED, calculs BCL

La deuxième colonne décompose la valeur totale des ventes de maisons selon la région. On peut constater que le canton de Luxembourg représente une partie plus importante du volume financier associé aux ventes de maisons. Ce canton représente seulement 23% du nombre de transactions mais presque 35% de la valeur totale associée dans l'ensemble du pays (22% pour la seule commune de Luxembourg). Par contre, le canton d'Esch représente 35% des transactions mais seulement 29% du volume financier total. Il convient de noter que la part respective des différentes régions reste relativement stable au cours de la période analysée (2007 – 2012).

Le graphique 4 présente les prix médians et les prix moyens par canton. Il en ressort une certaine hétérogénéité. Les prix médians les plus élevés sont enregistrés dans les cantons de Luxembourg (€585 000) et de Capellen (€539 000), suivis par les cantons entourant la ville de Luxembourg (Mersch, Remich, Grevenmacher et Esch-sur-Alzette). Les prix médians baissent progressivement pour les cantons plus éloignés vers l'ouest et le nord, avec les valeurs les plus faibles enregistrées pour les cantons de Wiltz (€288 500) et de Clervaux (€275 000).

Cette baisse des prix en fonction de l'éloignement par rapport à la ville de Luxembourg est confirmée par les indicateurs de prix affichés, compilés par l'Observatoire¹³.

Par contre, il existe de fortes différences entre le niveau moyen des prix enregistrés et celui des prix affichés. Pour l'ensemble du pays, la moyenne des prix affichés s'élève à presque €600 000 (rapport annuel de l'Observatoire de l'Habitat), tandis que la moyenne des prix enregistrés se situe près de €450 000. Cet écart entre les niveaux de prix moyens est encore plus prononcé pour les communes du centre (surévaluation de 34% des prix affichés pour Luxembourg-Ville).

Ces divergences s'expliquent par les différences déjà mentionnées entre les deux sources de données. Les prix affichés représentent seulement des prix indicatifs des vendeurs, qui sont généralement négociés vers le bas avant d'arriver à une transaction enregistrée. De plus, les biens dont le prix affiché est trop élevé risquent de rester plus longtemps sur le marché et donc d'être comptabilisés plusieurs trimestres dans l'indicateur de l'Observatoire. S'ils restent invendus, il

13 Voir Rapport annuel 2011 de l'Observatoire de l'Habitat, p.17.

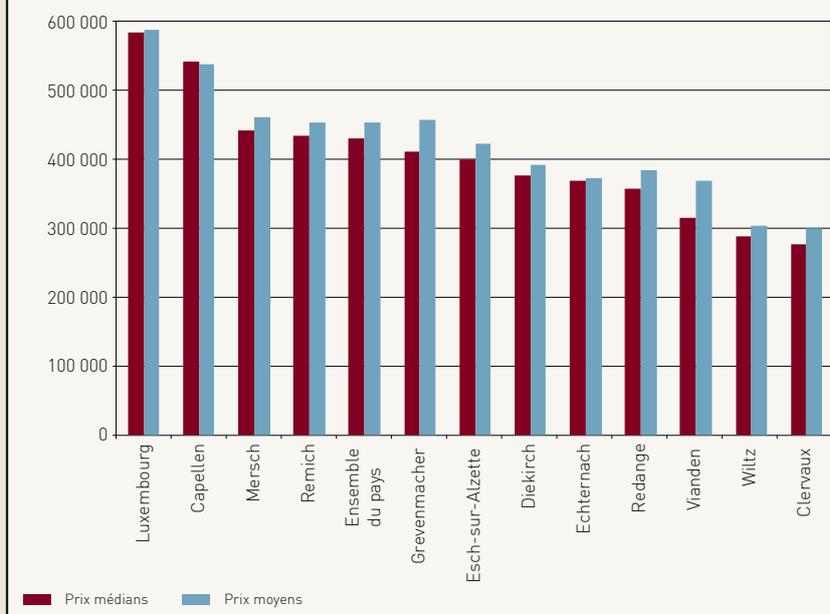
devient plus probable que ces biens fassent l'objet de plusieurs annonces dans différents médias avant d'être vendus à un prix qui pourrait être beaucoup plus bas. En effet, il faut noter qu'en 2011 l'Observatoire a recensé plus de 20 000 offres de ventes de maisons tandis que le fichier de publicité foncière ne renseigne que 2 700 ventes effectuées sur la même période.

Malgré ces différences entre les prix enregistrés et les prix affichés, il convient de noter que les deux séries indiquent une évolution semblable du prix des maisons. Depuis le début de la crise, la dynamique a été relativement atone et même négative en termes réels, avec un recul des prix nominaux pendant plusieurs trimestres, notamment en 2008 et une tendance à la normalisation des prix après 2010.

Il faut cependant interpréter ces indicateurs avec précaution. Les prix affichés ne reflètent pas des transactions réelles et les prix enregistrés ne sont pas ajustés pour tenir compte des changements de la qualité des maisons vendues. A l'image de ce qui est fait par le STATEC pour les appartements¹⁴, un ajustement hédonique des prix des maisons recensés par le fichier de l'AED contribuerait certainement à une amélioration des statistiques des prix immobiliers au Luxembourg.

14 Voir STATEC, Economie et Statistiques n°44.

Graphique 4
Prix enregistrés des ventes de maisons ventilés par canton (2011)



Source : AED, calculs BCL

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

En écho à l'essoufflement graduel de l'activité économique, les informations disponibles confirment un retournement 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 2,1% (2,0%) en avril 2012. Selon les plus récentes estimations, le repli de la croissance de l'emploi se serait par ailleurs poursuivi au cours des derniers mois.

Tableau 7:

Croissance annuelle (en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente) 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	2,3	2,8	2,1	2,0	2,3	2,7	-0,3	2,2	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	2,0	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	2,5	2,3	2,2	2,0	2,5	-1,7	1,8	5,5	5,9	7,7
2011T2	0,4	3,3	2,5	2,9	2,5	2,5	2,5	2,9	-1,2	2,3	5,6	5,3	7,1
2011 T3	0,4	3,4	2,4	2,9	2,0	2,0	2,3	2,8	2,4	2,3	5,8	5,6	7,3
2011 T4	0,4	3,1	2,5	2,8	1,6	1,5	2,4	2,8	-0,5	2,2	5,8	5,9	7,6
2012 T1	0,4	2,9	2,6	2,8	1,8	1,7	2,5	2,7	10,1	3,0	5,9	6,3	8,1
2012 T2	0,4	1,6	2,4	2,1	1,1	1,1	2,3	2,0	11,9	2,8	6,1	5,8	7,7
Jan-11	0,4	2,7	1,8	2,3	2,0	2,0	1,9	2,2	0,2	1,8	5,6	6,1	7,8
Fév-11	0,4	2,9	1,9	2,4	2,2	2,2	1,9	2,4	-2,7	1,6	5,5	5,9	7,7
Mar-11	0,4	3,3	2,3	2,8	2,6	2,5	2,3	2,8	-2,7	2,0	5,5	5,6	7,4
Avr-11	0,4	3,1	2,5	2,8	2,6	2,5	2,5	2,8	-2,0	2,2	5,5	5,5	7,3
Mai-11	0,4	3,4	2,4	2,9	2,7	2,6	2,4	2,9	0,1	2,3	5,6	5,3	7,1
Juin-11	0,4	3,4	2,5	3,0	2,3	2,3	2,5	2,9	-1,9	2,3	5,6	5,2	7,0
Juill-11	0,4	3,5	2,4	2,9	1,9	1,9	2,3	2,9	3,5	2,4	5,8	5,6	7,3
Août-11	0,4	3,4	2,4	3,0	2,0	2,0	2,4	2,9	2,4	2,4	5,8	5,6	7,3
Sep-11	0,4	3,4	2,3	2,8	2,1	2,0	2,2	2,8	1,2	2,2	5,7	5,6	7,3
Oct-11	0,4	2,5	2,1	2,4	1,8	1,7	2,1	2,3	-1,1	1,9	5,7	5,7	7,4
Nov-11	0,4	3,2	2,8	3,0	1,5	1,4	2,6	2,9	-2,6	2,3	5,7	5,7	7,5
Dec-11	0,4	3,6	2,6	3,1	1,5	1,4	2,5	3,0	2,3	2,5	5,9	6,2	7,9
Jan-12	0,4	3,2	2,5	2,9	2,0	1,9	2,5	2,8	8,4	2,8	5,9	6,4	8,2
Fév-12	0,4	2,9	2,6	2,8	1,8	1,8	2,5	2,7	10,1	2,9	5,9	6,3	8,1
Mar-12	0,4	2,5	2,7	2,6	1,6	1,5	2,6	2,6	11,8	3,1	6,0	6,1	7,9
Avr-12	0,4	1,6	2,4	2,1	1,2	1,1	2,2	2,0	11,9	2,8	6,0	5,9	7,8
Mai-12	0,4	1,6	2,3	2,0	1,1	1,0	2,2	2,0	11,9	2,7	6,1	5,8	7,7
Juin-12	0,4	1,4	2,5	2,1	1,0	1,0	2,4	2,0	11,9	2,9	6,1	5,6	7,5
Juill-12	0,4	1,2	2,4	1,9	1,0	1,0	2,3	1,9	9,6	2,7	6,2	5,9	7,9

Remarque : les données relatives aux mois de mai à juillet 2012 sont des estimations

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

La décomposition de l'emploi selon le lieu de résidence révèle que la décélération de la progression annuelle de l'emploi salarié est essentiellement imputable à une perte de vitesse de l'emploi frontalier qui, pour la première fois depuis deux ans, progresse à un rythme moins dynamique que l'emploi national depuis le mois de mars 2012. Comme en témoigne le graphique suivant, la contribution de l'emploi frontalier à la croissance de l'emploi n'a cessé de se détériorer depuis la fin de 2011. Selon des estimations, l'écart de croissance entre emploi national et emploi non résident aurait continué à se creuser au cours des derniers mois.

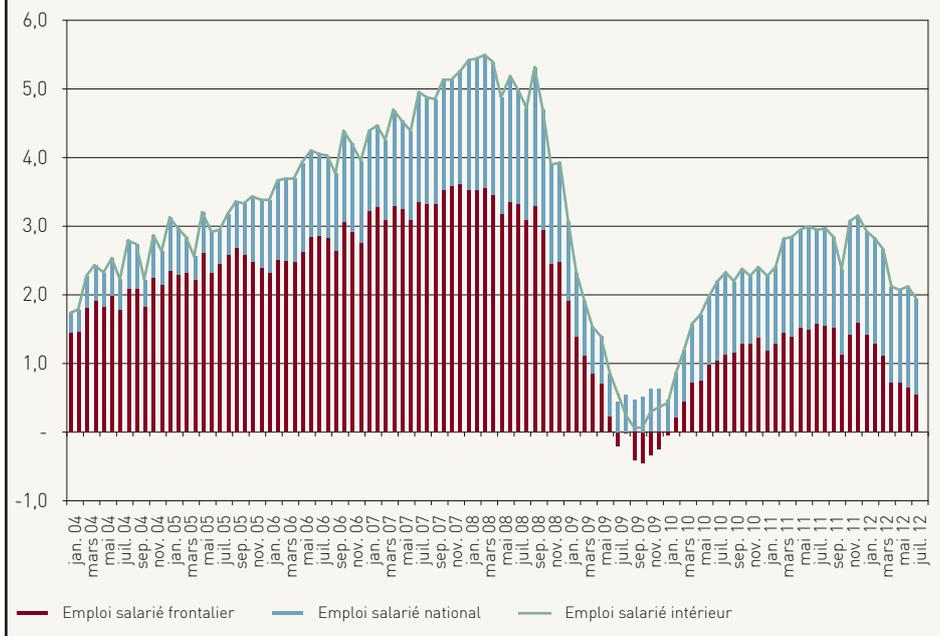
L'évolution défavorable de l'emploi frontalier trouve son reflet du côté du travail intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés non-résidents.

Les données disponibles à ce stade font état d'une forte baisse de l'emploi intérimaire au cours des quatre premiers mois de 2012 (-10,9% en glissement annuel). Cette évolution négative reflète en partie les effets induits par l'entrée en vigueur, en mai 2010, d'une directive européenne¹⁵. Toutefois, bien que ce changement de nature juridique induise mécaniquement un effet baissier sur le niveau de l'emploi intérimaire « détaché », il n'explique pas à lui seul la tendance négative observée au cours des derniers mois. Après neutralisation de l'impact induit par cette directive (c'est-à-dire en ne prenant en compte que les travailleurs « non détachés »), l'emploi intérimaire demeure en baisse (de -8,2% en début d'année courante). D'un point de vue sectoriel, le travail intérimaire a particulièrement baissé dans le secteur de la construction, probablement en raison de la baisse de l'activité engendrée par les mauvaises conditions climatiques en début d'année courante. Cette diminution pourrait toutefois également traduire un effet de substitution entre emploi intérimaire et emploi permanent¹⁶.

Selon la comptabilité nationale trimestrielle, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est établie à 2,3% au premier trimestre 2011, en nette décélération par rapport au trimestre précédent (2,7%). Ce ralentissement est largement imputable à une moindre contribution du secteur « immobilier, location et services aux entreprises », dont la croissance annuelle de l'emploi a baissé de 3,4% au dernier

Graphique 10

Evolution de l'emploi salarié intérieur et contributions des composantes à la croissance annuelle de l'emploi
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente et en points de pourcentage)

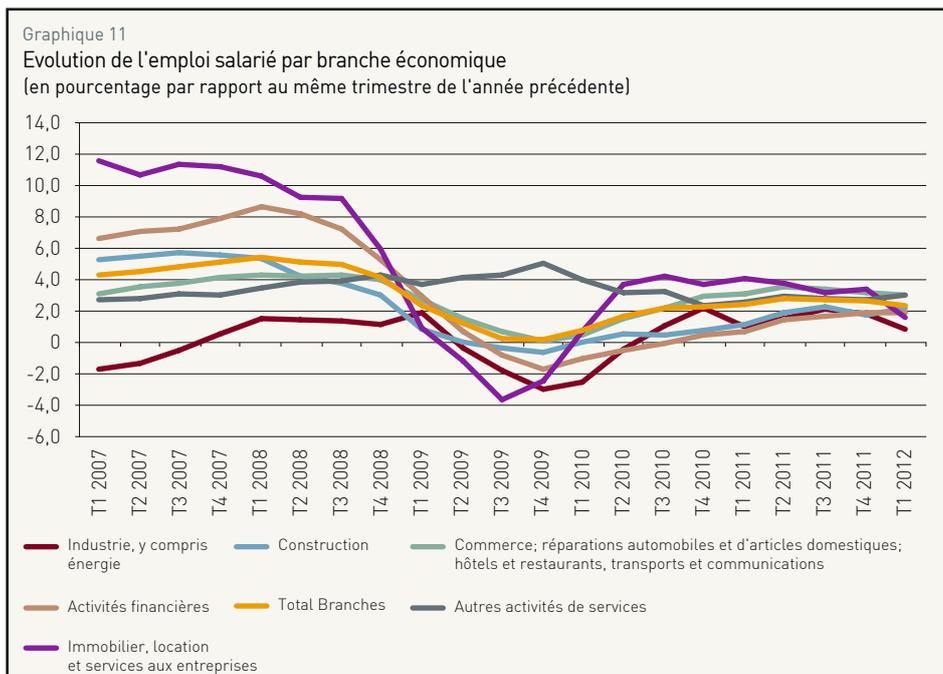


Sources: ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

15 Il s'agit du règlement européen (CE) n°883/2004 du 29 avril 2004 ainsi que de ses règlements d'exécution, portant sur la coordination des systèmes de sécurité sociale des Etats membres de l'Union Européenne. Selon cette directive, les salariés non-résidents d'entreprises résidentes sont affiliés à la sécurité sociale de leur pays de résidence en cas d'exercice d'une « activité substantielle » dans leur pays de résidence. Concrètement, ce règlement s'applique à tout salarié détaché à plus de 25% (exprimés en termes de temps de travail et/ou de rémunération) dans son pays de résidence.

16 A ce titre, il convient de rappeler que dans les comptes nationaux, l'emploi intérimaire est comptabilisé dans son secteur d'origine c'est-à-dire le secteur « immobilier, location et services aux entreprises » qui inclut les entreprises de travail intérimaire et non le secteur de destination, c'est-à-dire les entreprises utilisatrices de travail intérimaire.

trimestre 2011 à 1,6% au premier trimestre 2012 (sous l'effet de la baisse de l'emploi intérimaire). Le même constat s'applique au secteur industriel, où l'emploi a progressé de 0,9% au premier trimestre 2012 après 1,8% le trimestre précédent. Par ailleurs, le secteur « autres activités de services » est le seul secteur ayant enregistré une (légère) accélération de la croissance annuelle de l'emploi.



Source : Statec, calculs BCL

En glissement trimestriel, l'emploi salarié a progressé de 0,4% au premier trimestre 2012 (données ajustées pour les variations saisonnières). L'emploi a augmenté dans les « autres activités de services » (0,7%), la construction (0,7%) ainsi que le secteur commercial (0,6%). Par ailleurs, alors que l'emploi a connu une quasi-stagnation dans le secteur « activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises » (0,1%), le secteur industriel a enregistré une baisse nette de l'emploi salarié en glissement trimestriel (-1,0%).

Les données issues des fichiers mensuels de la sécurité sociale permettent d'affiner la décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois¹⁷. Il apparaît alors qu'au premier trimestre 2012 et en com-

paraison avec le même trimestre de l'année précédente, environ 10 000 postes ont été créés dans l'économie luxembourgeoise (dont 56,3% occupés par des salariés résidents)¹⁸. Le secteur « autres activités de services »¹⁹ représente près d'un tiers des créations nettes d'emplois annuelles (soit l'équivalent d'un peu plus de 3 100 emplois) et demeure ainsi le principal moteur de la croissance de l'emploi au premier trimestre 2012. La quasi-totalité de ces créations d'emplois proviennent du secteur public au sens large (et activités assimilées). Plus en détail, 1 578 de ces créations d'emplois sont imputables à la branche « santé et action sociale » incluant entre autres les salariés des maisons de retraite, des hôpitaux et des crèches. De surcroît, l'administration publique et l'éducation ont créé respectivement 1 190 et 224 emplois entre le premier trimestre 2011 et le premier trimestre 2012. Les emplois restants ont été créés dans les services collectifs, sociaux et personnels. Au cours de la même période, le secteur commercial²⁰ (au sens large) a créé 2 415 emplois. Ces créations nettes d'emplois se concentrent essentiellement dans les activités de commerce (1 236 emplois) et le secteur HORECA (1 168 créations nettes). L'évolution de l'emploi dans

17 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). Ces différences méthodologiques, qui entraînent une différence en termes de niveau de l'emploi entre les deux sources statistiques, ne devraient néanmoins pas avoir d'impact significatif sur les tendances de l'emploi sectoriel. A titre d'exemple, en 2011, l'emploi salarié tel que retracé par les données de l'IGSS était de 5 000 unités supérieur à celui retracé dans la comptabilité nationale.

18 A titre de comparaison, selon la comptabilité nationale, entre le premier trimestre 2011 et le premier trimestre 2012, 8 000 emplois salariés ont été créés (en net). La différence entre les deux sources statistiques provient des différences méthodologiques énoncées précédemment.

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

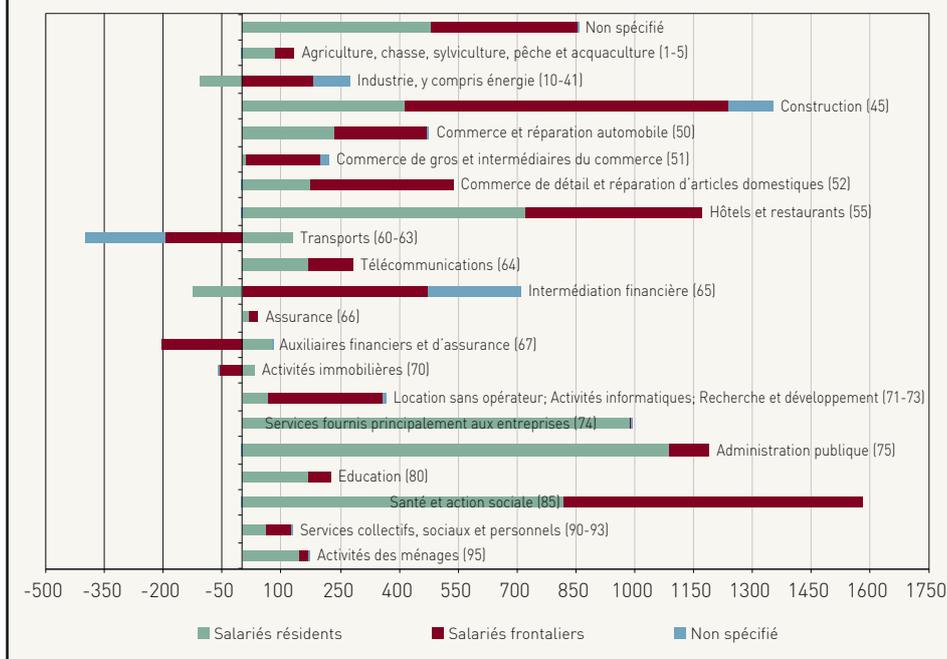
20 Sections 50 à 64 de nomenclature NACE Rév. 1.

ces deux branches s'explique par une progression relativement dynamique du chiffre d'affaires tout au long de l'année 2011²¹. Au contraire, le sous-secteur des transports a connu des destructions (nettes) d'emplois. Du côté du secteur « immobilier, location et services aux entreprises »²², les créations nettes d'emplois (environ 1 340) proviennent des sous-branches « services informatiques » et des « services fournis principalement aux entreprises » qui incluent notamment les activités comptables, juridiques et de conseil, les activités d'ingénierie et d'architecture ainsi que les services de nettoyage et les entreprises d'emploi intérimaire²³. Dans le secteur financier, l'essentiel des créations nettes d'emplois sont imputables au secteur de l'intermédiation financière (qui inclut les banques)²⁴. Le nombre important de créations nettes d'emplois dans le secteur de la construction est quant à lui quelque peu surprenant eu égard à la baisse de production enregistrée au cours des derniers trimestres dans ce secteur. Cette situation pourrait en partie s'expliquer par le manque de main-d'œuvre dans certaines sous-branches, en particulier dans les métiers d'artisans (p.ex. installations électriques, plomberie ou peinture.)²⁵.

Malgré une évolution annuelle négative [de -7,5%] au cours des sept premiers mois de l'année courante, les offres d'emploi non satisfaites (OENS) continuent d'évoluer à des niveaux historiquement élevés. Les données relatives au premier trimestre 2012 révèlent que les postes vacants proviennent essentiellement de la branche « activités immobilières ; activités spécialisées, scientifiques et techniques » (26,1%) et en particulier des services aux entreprises (activités comptables, juridiques, de conseil, etc.). Les postes vacants résiduels trouvent leur origine principalement dans le secteur public au sens large (18,4%) - en particulier le secteur « santé et action sociale », le secteur commercial (15,5%), ainsi que

Graphique 12

Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au premier trimestre 2012



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

Source: IGSS, calculs BCL

21 Les données provisoires relatives au seul premier trimestre 2012 indiquent cependant une baisse du chiffre d'affaires en volume dans le secteur commercial (à l'exclusion du commerce de détail) et une stabilisation du taux de croissance annuel du chiffre d'affaires en valeur dans l'HORECA. Malgré ces résultats relativement mitigés, les perspectives d'emploi telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture dans le secteur du commerce de détail et des autres services (incluant notamment le secteur HORECA) demeurent globalement orientées à la hausse.

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

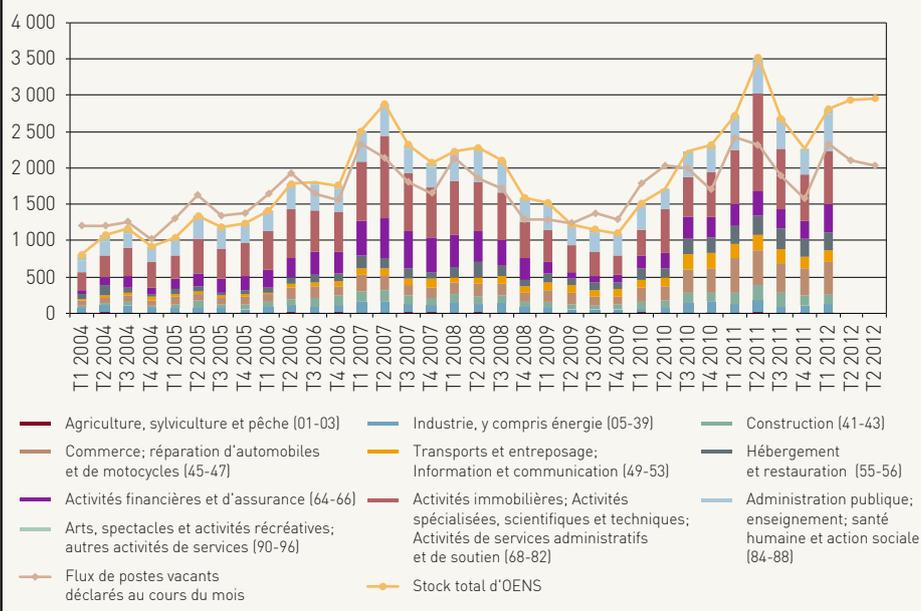
23 L'emploi intérimaire ayant baissé de 5,3% au premier trimestre 2012 en glissement annuel, les créations nettes d'emplois dans le secteur des services aux entreprises se concentrent dans les sous-branches autres que les agences de travail intérimaire.

24 Cette progression de l'emploi doit néanmoins être nuancée étant donné qu'elle est (en partie du moins) due à la reprise par certaines banques de personnels employés auparavant auprès de professionnels du secteur financier (concernant environ 585 personnes en net). Par conséquent, cette hausse de l'emploi représente un simple transfert de personnel entre branches économiques et nullement des créations « réelles » d'emplois.

25 Les enquêtes de conjoncture dans la construction semblent corroborer cette hypothèse, dans la mesure où le manque de main-d'œuvre est avancé comme l'un des facteurs limitant l'activité dans le secteur de la construction.

Graphique 13

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.

* 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 deuxième et troisième trimestre 2012.

les « activités financières et d'assurance » (13,4%) et les branches de l'HORECA (9,1%)²⁶. Par ailleurs, bien que les flux mensuels de postes vacants déclarés auprès de l'ADEM tendent à évoluer de façon similaire aux stocks d'offres d'emploi (à l'exception du deuxième et troisième trimestre 2012), l'écart positif entre ces deux indicateurs est susceptible de traduire une certaine inadéquation entre l'offre et la demande de travail, une partie des offres postées mensuellement par les entreprises n'étant pas pourvue et ceci malgré une hausse concomitante du nombre de chômeurs.

1.2.2.2 Le chômage

Sur le front du chômage, la tendance négative s'est poursuivie 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 6,2% en juillet 2012,

en hausse de 0,1 p.p. par rapport à juin 2012 et de 0,4 p.p. par rapport au même mois de l'année précédente. Le nombre de demandeurs d'emploi disponibles (non ajusté pour les variations saisonnières) s'est établi à 14 470 au mois de juillet 2012, en hausse de 9,6% par rapport au même mois de l'année précédente, soit l'équivalent de près de 1 300 chômeurs supplémentaires en un an²⁷.

Une analyse détaillée montre que la forte hausse du nombre de demandeurs d'emploi est en majeure partie imputable à la recrudescence enregistrée du côté des chômeurs non indemnisés, dont le nombre a augmenté de 14,8% au cours des six premiers mois de l'année courante (en glissement annuel) contre 6,0% pour les chômeurs indemnisés. 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. Il s'agit 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.

26 Il convient de rappeler que des effets saisonniers ou calendaires sont susceptibles d'influencer l'évolution infra-annuelle des postes vacants.

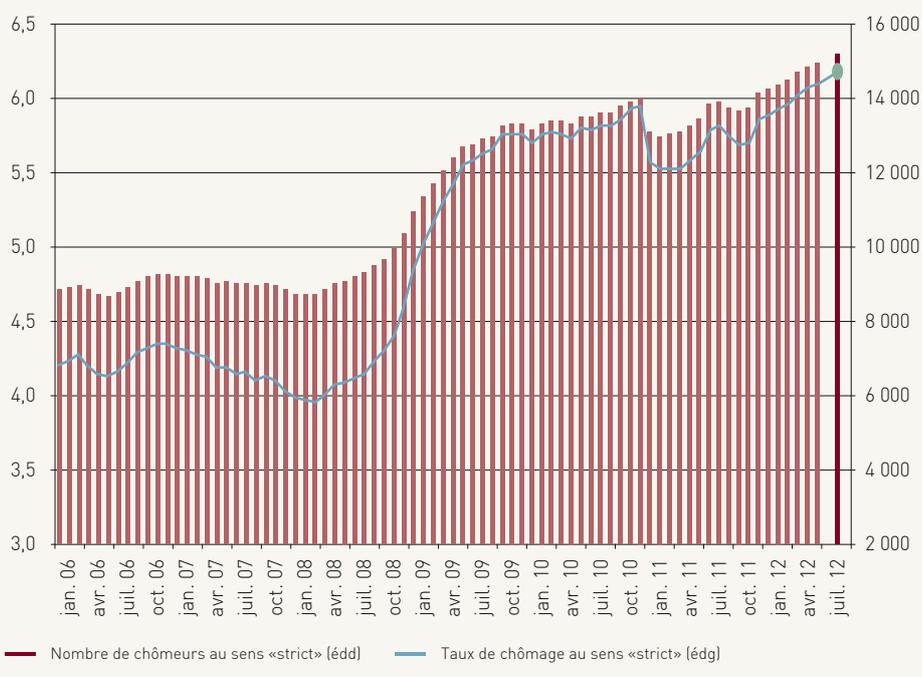
27 Cette hausse est principalement imputable à une hausse des flux d'entrée dans le chômage, c'est-à-dire du nombre de demandeurs d'emploi qui s'inscrivent chaque mois auprès des bureaux de placement. Ces flux sont en effet en hausse de 13,1% au cours des sept premiers mois de 2012, soit en moyenne environ 210 personnes de plus chaque mois que lors des sept premiers mois de 2011.

En ce qui concerne les mesures de soutien à l'emploi, le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiaires s'est établi à 4 764 en juillet 2012, en hausse de 14,2% par rapport au même mois de l'année précédente. En juillet 2012, les personnes bénéficiant de mesures étaient essentiellement 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 (28,9%), à des contrats d'initiation-emploi destinés aux jeunes chômeurs (20,2%), à des affectations temporaires organisées par le Service National d'Action Sociale (15,4%) ainsi qu'à des mesures de formation (11,3%). Bien que le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure continue à évoluer sur une pente ascendante, la progression annuelle a eu tendance à décélérer depuis fin 2010 (à l'exception du mois de juillet 2012 où la croissance des mesures pour l'emploi a fortement rebondi). De plus, la part des chômeurs inclus dans une mesure (par rapport au total des demandeurs d'emploi) demeure largement inférieure à sa moyenne historique. Par conséquent, le nombre de mesures est susceptible de poursuivre son ascension au cours des prochains trimestres.

Dans ce contexte, le taux de chômage « large » non ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 7,9% en juillet 2012, en hausse de 0,6 p.p. par rapport au même mois de l'année précédente.

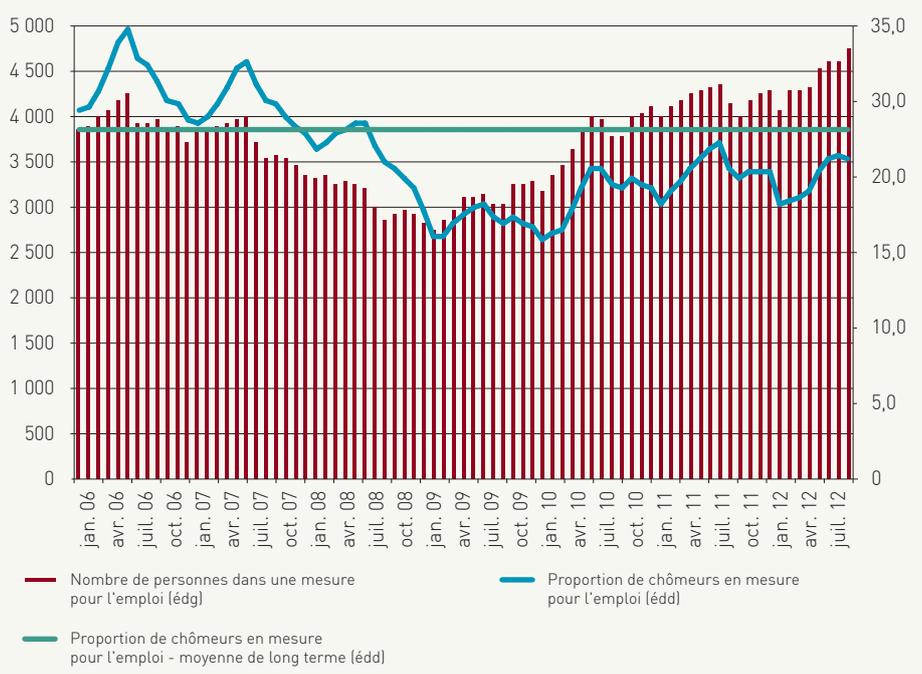
Les effets du ralentissement économique sont également perceptibles du côté du chômage partiel. De fait, le nombre de salariés

Graphique 14
Evolution du chômage
(données ajustées pour les variations saisonnières)



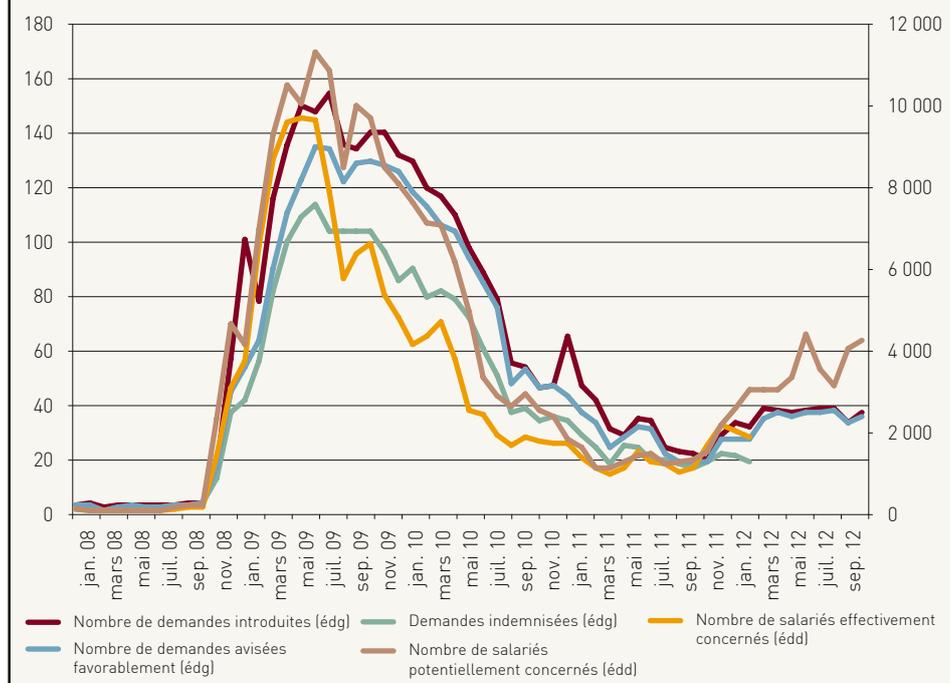
Sources: ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 15
Mesures de soutien à l'emploi
(en nombre respectivement en pourcentage du nombre total de demandeurs d'emploi)



Sources : ADEM, calculs BCL

Graphique 16
Evolution du chômage partiel
(en nombre)



Source: Comité de conjoncture

marqué par une croissance de l'emploi ayant entamé une trajectoire descendante, le nombre de chômeurs continue d'augmenter. De même, la diminution de l'emploi intérimaire et le recours accru au chômage partiel indiquent une détérioration de la situation de fond. Les perspectives d'évolution de l'emploi telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion demeurent relativement favorables dans les secteurs du commerce de détail et les services, mais sont clairement orientées à la baisse dans la construction et l'industrie. Par ailleurs, les anticipations des ménages eu égard à l'évolution du chômage ne laissent guère présager un revirement de tendance au cours des mois à venir. L'évolution des offres d'emploi non satisfaites, qui malgré une décélération en glissement annuel continuent d'évoluer à des niveaux historiquement élevés, contraste avec la dégradation générale de la situation sur le marché du travail. Cette situation pourrait en fait refléter une inadéquation entre l'offre et la demande de travail (avec près d'un chômeur sur deux peu qualifié, un quart de chômeurs âgés de plus de 50 ans et la moitié des demandeurs d'emploi au chômage depuis plus de 12 mois). L'existence d'un chômage de nature structurelle semble par ailleurs corroborée par le fait qu'environ la moitié des chômeurs âgés et des chômeurs de longue durée sont considérés comme des « travailleurs à capacité réduite » (plus d'un tiers en ce qui concerne les chômeurs à niveau de qualification inférieur). Ces demandeurs d'emploi, dont le nombre n'a cessé d'augmenter au cours des dernières années, ont davantage de difficultés à réintégrer le marché du travail et continuent d'alimenter le chômage de source structurelle.

potentiellement touchés par du chômage partiel s'est établi à 4 171 en septembre 2012, soit près du triple du nombre enregistré un an auparavant. Par ailleurs, selon les plus récentes données définitives disponibles, 1 819 salariés ont effectivement travaillé à horaire réduit en janvier 2012 (soit 42,1% de plus que début 2011). Les données encore provisoires relatives aux mois suivants laissent entrevoir une poursuite de cette tendance ascendante. Par ailleurs, la recrudescence du chômage partiel est en partie liée à une hausse du nombre de demandes pour des raisons de lien de dépendance économique. Les demandes d'autorisations émanent en majeure partie de l'industrie manufacturière.

La dégradation de la situation sur le marché du travail luxembourgeois s'est poursuivie au cours des derniers mois. Dans un contexte

Encadré 2 :

LE MARCHÉ DU TRAVAIL LUXEMBOURGEOIS ET LA CRISE

Depuis la généralisation de la crise économique et financière fin 2008, la situation s'est considérablement détériorée sur le marché du travail de la zone euro, se soldant pour l'heure par une perte de près de quatre millions d'emplois et un accroissement du taux de chômage de 7,7% à 11,2% entre le troisième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2012. Au niveau désagrégé, les différents Etats membres sont toutefois caractérisés par des ajustements relativement contrastés (que ce soit au niveau de leur nature ou de leur amplitude). Cette hétérogénéité pourrait s'expliquer par l'existence de spécificités nationales, en particulier de différences en ce qui concerne les chocs subis, les institutions établies ou encore les politiques mises en place.

Le présent encadré résume les résultats clés pour le Luxembourg d'une étude menée au sein du groupe « 2012 Structural Issues Report » de l'Eurosystème (« 2012 SIR » ci-après) et intitulée « Euro Area labour markets and the crisis »²⁸.

Une première partie est dévolue à l'analyse des développements récents sur le marché du travail luxembourgeois et en particulier de l'évolution de l'emploi, du chômage et de la réaction de l'offre de travail suite à la crise. La dernière section se concentre sur les ajustements des salaires en réponse à la crise. L'objectif de la deuxième partie est d'évaluer les conséquences à plus long terme de la crise actuelle, en particulier en termes d'(in)adéquation entre l'offre et la demande de travail et de développement du chômage structurel.

1. ÉVOLUTION DE LA SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL DEPUIS LE DÉBUT DE LA CRISE

1.1 Évolution de l'emploi et du chômage

a. Emploi et chômage

Eu égard de la sévérité de la récession économique, l'ajustement du facteur « travail » au recul de l'activité a été moins important qu'escompté. Alors qu'entre le deuxième trimestre 2008 (pic) et le deuxième trimestre 2009 (creux) le PIB en volume a enregistré une baisse de 7,8%, la diminution de l'emploi salarié a duré deux trimestres seulement (-0,4% entre le dernier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009). Pour autant, le marché du travail luxembourgeois n'a pas été épargné par la crise. Depuis fin 2008, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est en moyenne établie à 2,1%, soit largement en-deçà des taux de croissance enregistrés par le passé²⁹. Au niveau des différentes composantes, l'emploi frontalier a été particulièrement touché par la crise³⁰, en raison de son poids dans l'emploi intérimaire³¹ et de sa surreprésentation dans des secteurs davantage exposés à la concurrence internationale. Au contraire, l'emploi résident n'a cessé de progresser favorablement tout au long de la crise, malgré une nette décélération de sa croissance.

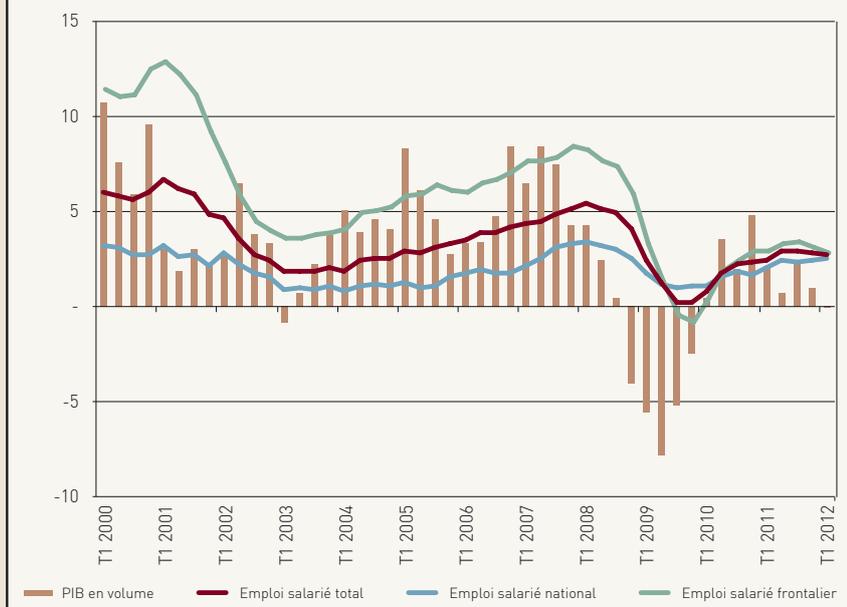
28 L'objectif de cette étude (qui sera publiée prochainement par l'Eurosystème) était de décrire les ajustements relativement hétérogènes observés dans les différents Etats membres de la zone euro suite à la crise. Il convient de préciser que le rapport « 2012 SIR » a eu principalement recours à des données statistiques issues de la comptabilité nationale et de l'Enquête sur les Forces de Travail publiée par EUROSTAT (ci-après « EFT »). En raison d'importantes divergences méthodologiques existant entre les données EFT et les données publiées par l'ADEM en ce qui concerne le chômage au Luxembourg, certaines analyses présentes dans le rapport originel « 2012 SIR » ont été reproduites en vue de cet encadré en utilisant les statistiques administratives officielles publiées au niveau national.

29 Entre début 1995 et le troisième trimestre 2008, l'emploi salarié a progressé d'environ 4,0% en glissement annuel.

30 L'emploi frontalier est la seule composante ayant enregistré une diminution nette, de l'ordre de 1,1%, entre le quatrième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009.

31 Par nature, l'emploi intérimaire constitue un facteur d'ajustement face aux retournements conjoncturels, en permettant aux entreprises de réagir rapidement à la dégradation conjoncturelle sans procéder à des licenciements (du moins dans un premier temps). Le phénomène contraire se produit en début de reprise économique, lorsque les entreprises – confrontées à une grande incertitude – préfèrent recourir à de la main-d'œuvre intérimaire plutôt qu'à des emplois permanents. Le travail intérimaire a ainsi fortement baissé (de 15,0%) entre fin 2008 et fin 2009 avant de reprendre légèrement par la suite et de s'inscrire à nouveau en forte baisse au cours des derniers mois.

Graphique 1
 PIB en volume et emploi salarié (variation en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente)



Source: ADEM, IGSS, Statec (comptes nationaux), calculs BCL

Développement de l'emploi au niveau sectoriel

Entre le troisième trimestre 2008 et le premier trimestre 2012, l'emploi salarié a progressé de 6,3%, toutes branches confondues. Au niveau sectoriel, 43,6% des emplois créés (en net) depuis la généralisation de la crise sont imputables aux « autres activités de services » (soit l'équivalent de plus de 9 000 emplois). Avec 90% de ces créations nettes d'emplois, le secteur public au sens large (qui inclut l'administration publique, l'éducation et la santé) se distingue en tant que pilier de la croissance de l'emploi, au détriment du secteur financier. Alors que l'emploi dans la construction et dans le secteur commercial au sens large (à l'exclusion des transports) a été favorisé par une reprise de l'activité relativement dynamique après 2009, l'industrie a largement bénéficié des effets favorables liés au chômage partiel. Dans les « activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises », les créations d'emplois dans les services aux entreprises et les autres acteurs du secteur financier (p.ex. les assurances) ont permis de compenser les pertes d'emplois enregistrées dans l'emploi intérimaire et le secteur bancaire. Malgré une baisse de l'ordre de 2,1%, soit l'équivalent de près de 600 personnes, entre le troisième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2012, l'ajustement de l'emploi bancaire demeure limité, eu égard à l'envergure de la crise financière³². Ceci pourrait être lié au fait que, face à une pénurie

32 Lors du dernier ralentissement économique en 2001-2003, l'emploi bancaire avait diminué de 6,3% (soit l'équivalent d'environ 1 500 personnes) entre fin 2001 et début 2004. La faiblesse des pertes d'emplois bancaires depuis fin 2008 doit néanmoins être nuancée. De fait, il convient de rappeler que des circonstances exceptionnelles (telle la reprise par des banques de plus de 600 personnes employées précédemment dans des professionnels du secteur financier, PSF) ont augmenté le niveau de l'emploi bancaire (et corolairement diminué celui des PSF) sans véritables créations d'emplois. En neutralisant ces événements non-récurrents, l'emploi bancaire aurait diminué de 4,3% (soit l'équivalent d'un peu plus de 1 100 personnes) entre le troisième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2012.

De son côté, le nombre de demandeurs d'emploi (au sens « strict ») a augmenté de 58,9% (soit l'équivalent de près de 5 500 chômeurs supplémentaires) entre le troisième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2012. Le taux de chômage au sens « strict » désaisonnalisé est quant à lui passé de 4,2% à 6,1% au cours de la même période (se référer au graphique « Evolution du chômage » dans la section 1.2.2.2 du présent bulletin).

Malgré un net repli de la croissance de l'emploi et une forte hausse du nombre de chômeurs, l'ajustement du marché du travail luxembourgeois face à la crise demeure relativement limité en comparaison internationale. Plusieurs pistes peuvent être avancées afin d'expliquer cette relative résilience du marché du travail national.

de main-d'œuvre qualifiée, les banques préfèrent retenir leurs salariés en attendant une reprise de l'activité³³. La rétention de main-d'œuvre dans les banques et les services en général peut également s'expliquer par l'existence de coûts de formation potentiellement élevés augmentant la perte de capital humain pour l'entreprise en cas de licenciement.

Tableau 1 :

Evolution de l'emploi salarié dans les différentes branches économiques

(en pourcentage ou en points de pourcentage et en nombre)

	Evolution entre le pic et le creux de croissance de l'emploi (T4 2008 - T2 2009)		Evolution depuis la généralisation de la crise (T3 2008 - T1 2012)	
	Contributions sectorielles en p.p	Evolution en nombre de personnes	Contributions sectorielles en p.p	Evolution en nombre de personnes
Agriculture, chasse et sylviculture ; pêche et aquaculture	0,0	81	0,1	486
Industrie, y compris énergie	-0,1	-402	0,0	122
Construction	-0,1	-386	0,4	1 218
Commerce ; horeca ; transports et communications	-0,1	-191	2,0	6 463
Activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises	-0,6	-2 121	0,9	3 018
Autres activités de services	0,5	1 810	2,7	9 024
Total Branches	-0,4	-1 273	6,3	20 686

Source : Statec (comptes nationaux), calculs BCL

Rétention de main-d'œuvre

Face au ralentissement de l'activité économique, les entreprises ont largement opté pour un ajustement de la marge intensive du facteur travail, à savoir le nombre d'heures travaillées. Entre 2008 et 2009, la durée moyenne de travail a diminué de 4,1%, contribuant ainsi à amortir les effets néfastes de la crise sur le volume de l'emploi. Cette baisse des heures travaillées s'est notamment matérialisée par une diminution des heures supplémentaires, une hausse du temps partiel, un recours accru au congé parental³⁴ ou encore au chômage partiel.

Ainsi, le nombre de salariés en chômage partiel est passé d'environ 400 en moyenne mensuelle en 2008 à près de 7000 par mois en 2009 (soit l'équivalent de 2,1% de l'emploi salarié intérieur). Si l'ensemble des salariés qui ont eu recours à ce dispositif avaient perdu leur emploi, ce dernier aurait baissé de 1,0% en 2009, soit -2,0 p.p. par rapport à l'évolution réellement constatée³⁵. De son côté, l'emploi national aurait baissé de 0,3% (ou 0,0% exprimés en équivalents plein-temps) en 2009, soit -1,5 p.p. par rapport à l'évolution réellement constatée³⁶. De même, entre 2008 et 2009, si

33 Une récente étude semble corroborer cette hypothèse dans la mesure où les entreprises luxembourgeoises (toutes branches confondues) affirment rencontrer des difficultés de recrutement dans 21% des cas. Cette proportion est la plus élevée dans le secteur financier où 39% des recrutements sont jugés difficiles. Pour plus de détails, se référer à l'étude « Genevois, A.-S. (2011), Difficultés de recrutement dans les entreprises implantées au Grand-Duché, CEPS, Cahier n° 2011-05 ».

34 Selon les données issues des fichiers administratifs de l'IGSS, le nombre de salariés travaillant à temps partiel a augmenté de 17,3% entre 2008 et 2011 alors que le nombre de salariés travaillant à temps complet n'a progressé que de 4,5%. Selon les données publiées par le Ministère de la Famille et de l'Intégration, le nombre de personnes bénéficiant d'un congé parental a évolué de 16,6% au cours de la même période.

35 Il convient de rappeler qu'un salarié en chômage partiel peut être touché à des degrés variables par ce dispositif et ne perd pas forcément la totalité de ses heures de travail. Ainsi, l'impact du chômage partiel sur l'emploi s'amoindrit si l'on exprime le nombre de salariés effectivement touchés en équivalents plein-temps. Dans ce cas, l'emploi salarié aurait baissé en moyenne de 0,5% en 2009 par rapport à l'année précédente.

36 Il convient de noter qu'alors que le chômage partiel touche à la fois des salariés frontaliers et des salariés résidents, les statistiques nationales sur le chômage ne reprennent que les salariés résidents (emploi national qui inclut également les travailleurs indépendants résidents). Afin d'étudier l'impact du chômage partiel sur les différentes composantes de l'emploi et sur le chômage, il convient ainsi de tenir compte du poids de chaque catégorie dans l'emploi salarié. En 2008 et 2009, les salariés résidents représentaient en moyenne 42,7% dans les secteurs bénéficiant du chômage partiel.

l'ensemble des salariés en chômage partiel avaient perdu leur emploi, le nombre de chômeurs aurait augmenté de 57,6% (contre 34,5% selon les chiffres actuels) et le taux de chômage aurait augmenté de 2,2 p.p. dans le même laps de temps pour s'établir à 6,4% en moyenne en 2009, soit à un niveau supérieur à celui observé actuellement en 2012³⁷.

Nature des chocs

Les répercussions d'un déclin de l'activité économique sur le marché du travail sont fortement influencées par la nature des chocs. Ainsi, le *choc externe* (qui a entraîné un effondrement du commerce international et des exportations au début de la crise) a pu être perçu comme transitoire par les entreprises, ces dernières décidant alors de retenir leurs salariés en anticipation d'une reprise du commerce mondial. Une analyse effectuée dans le cadre du « 2012 SIR » semble corroborer cette hypothèse. En effet, pendant le creux de la crise, l'élasticité de l'emploi au PIB a été relativement moins importante dans les Etats où la baisse du PIB était en grande partie liée à une diminution des exportations. Cette constatation est d'autant plus plausible au niveau national que le Luxembourg est le pays de la zone euro ayant enregistré la plus forte chute des exportations (en début de crise)³⁸ et figure dans le même temps parmi ceux où l'élasticité de l'emploi au PIB a été la plus faible³⁹. Le degré d'expansion des crédits avant la crise constitue une autre piste explicative, dans la mesure où l'emploi a réagi plus fortement dans les Etats membres ayant enregistré les plus fortes expansions de crédits dans la période d'avant-crise (p.ex. l'Estonie, l'Irlande et l'Espagne).

Du côté du chômage, une étude d'élasticités montre que l'évolution du chômage est influencée par la *nature des composantes* qui sont à l'origine des mouvements *du PIB*. En particulier, le taux de chômage serait davantage sensible à l'évolution de la consommation qu'à celle du commerce extérieur. Ainsi, une baisse de la demande domestique (intensive en main-d'œuvre) induirait un effet négatif relativement plus important qu'un déclin de même ampleur des exportations (intensives en capital). Cet argument additionnel permettrait d'expliquer (du moins partiellement) l'élasticité relativement faible du taux de chômage par rapport au PIB pendant la crise au Luxembourg, en comparaison avec d'autres pays⁴⁰ (la demande interne y ayant mieux résisté à la crise que les exportations).

Cette apparente moindre réactivité du chômage au Luxembourg doit cependant être nuancée en raison du recours massif au chômage partiel et du poids des salariés frontaliers dans l'emploi intérieur. Il convient de rappeler que ces derniers, particulièrement touchés par la crise, ne sont pas comptabilisés dans les statistiques nationales relatives au chômage, induisant un important biais à la baisse sur les données du chômage.

Au-delà de ces facteurs, l'existence d'une tradition de *dialogue social* (notamment via des comités de coordination tripartite) et une forte proportion de *contrats à durée indéterminée* contribueraient à réduire l'impact à court terme d'un ralentissement conjoncturel sur le chômage.

Mesures et politiques pour l'emploi

Au cours des dernières années, diverses mesures ont été mises en place afin de mitiger l'impact négatif de la crise sur l'emploi et le chômage : il convient notamment de citer l'élargissement du champ d'application et la flexibilisation des conditions d'octroi de chômage partiel, le lancement et le renforcement de mesures censées augmenter l'employabilité

37 Cette analyse de l'impact du chômage partiel sur le niveau de l'emploi et du chômage se limite aux années 2008 et 2009, dans la mesure où l'étude de l'impact total du recours au chômage partiel de la fin 2008 à aujourd'hui nécessiterait l'établissement d'hypothèses sur le taux de retour des chômeurs vers l'emploi.

38 Concrètement, la part des exportations dans le PIB a diminué de 20,0 points de pourcentage entre 2008 et 2009.

39 L'élasticité mesure la sensibilité de l'emploi au PIB. Dans le présent contexte, cette élasticité a été calculée en prenant en compte des pics et des creux (de croissance de l'emploi et du PIB) spécifiques à chaque pays. Pendant la plus récente crise, l'élasticité de l'emploi au PIB s'est établie à 0,1018 points au Luxembourg contre 0,2867 points au niveau de la zone euro.

40 Pendant la crise, l'élasticité du chômage au PIB s'est établie à -0,0977 au Luxembourg contre -0,2810 en moyenne dans la zone euro.

des demandeurs d'emploi (via notamment les mesures proposées par l'ADEM, le lancement d'un nouvel instrument destiné aux jeunes chômeurs qualifiés, la promotion de formations, etc.), les incitations financières du côté de la demande de travail (via des subventions pour les entreprises embauchant des chômeurs de longue durée p.ex.). Au-delà de ces mesures censées soutenir la demande de travail et faciliter la réinsertion des chômeurs sur le marché du travail, le gouvernement a introduit diverses mesures temporaires censées minimiser l'impact néfaste du chômage sur la situation financière et sociale des chômeurs (via notamment l'allongement de la durée des allocations chômage ou encore la suppression du deuxième plafond de 150% du salaire social minimum). S'y ajoute la réforme de l'ADEM qui a notamment pour objectif d'améliorer la prise en charge des demandeurs d'emploi en vue de leur réinsertion sur le marché du travail, avec un suivi personnalisé.

b. Enseignements tirés d'une analyse des flux d'entrée (de sortie) du chômage⁴¹

L'analyse des flux de chômage (et d'emploi) permet de mettre en exergue des informations importantes du point de vue de politiques pour l'emploi. Alors qu'une hausse des flux d'entrée dans le chômage incite plutôt à prendre des mesures encourageant la rétention de la main-d'œuvre, une baisse des flux de sortie met en lumière la nécessité de mesures favorisant un retour des chômeurs vers l'emploi.

Dans le sillage de la crise, les flux d'entrée dans le chômage (rapportés à la population active) se sont accrus pendant la deuxième moitié de l'année 2008. Par la suite, après avoir connu une quasi-stabilisation au cours de 2009 et 2010, ces derniers flux se sont à nouveau inscrits en forte hausse en 2011 suite à la ré-intensification de la crise. Dans le même temps, les flux de sortie du chômage (rapportés au nombre de demandeurs d'emploi disponibles) se sont inscrits en forte baisse jusqu'à la fin de l'année 2010 avant d'entamer une trajectoire légèrement ascendante jusqu'à la fin 2011 et repartir à la baisse par la suite. Globalement, au Luxembourg, la hausse du chômage observée jusqu'à fin 2011 est plutôt imputable à une baisse des flux de sortie qu'à une hausse des flux d'entrée dans le chômage. Une étude portant sur les flux d'entrée et de sortie de l'emploi semble confirmer cette constatation⁴². Alors que les taux d'embauche se sont détériorés suite à la crise, l'impact sur les taux de séparation⁴³ a été relativement limité (du moins au cours des premiers trimestres de la récession). Ces développements s'expliqueraient en partie par le fait que les flux d'un emploi à l'autre ont diminué. De fait, la baisse du nombre de postes vacants a pu inciter les salariés à reporter leur prospection pour un nouvel emploi (et donc leur demande de démission). Dans le même temps, la baisse du nombre d'offres d'emploi a réduit la probabilité pour un chômeur de retrouver un emploi. Le recours au chômage partiel et la baisse de l'importance de l'emploi intérimaire (par définition caractérisé par des taux d'embauche et de séparation élevés) pourrait également expliquer les taux de séparation relativement faibles pendant la crise. Il convient toutefois de nuancer l'impact à première vue relativement limité de la crise sur les flux d'entrée dans le chômage, étant donné que ces statistiques n'incluent pas les salariés frontaliers ayant perdu leur emploi au Luxembourg⁴⁴. Par ailleurs, la situation semble s'être renversée au cours des derniers trimestres, dans la mesure où l'on observe une recrudescence des flux d'entrée.

41 Les flux d'entrée dans le chômage correspondent au nombre de demandeurs d'emploi qui se sont inscrits auprès des bureaux de placement de l'ADEM au cours du mois. ». Faut de données disponibles, les flux de sortie du chômage (correspondant au nombre de chômeurs qui se sont désinscrits des services de placement de l'ADEM) sont calculés de la manière suivante : [nombre de demandeurs d'emploi en t-1] - [nombre de demandeurs d'emploi en t] + [flux d'entrée des demandeurs d'emploi au cours du mois t].

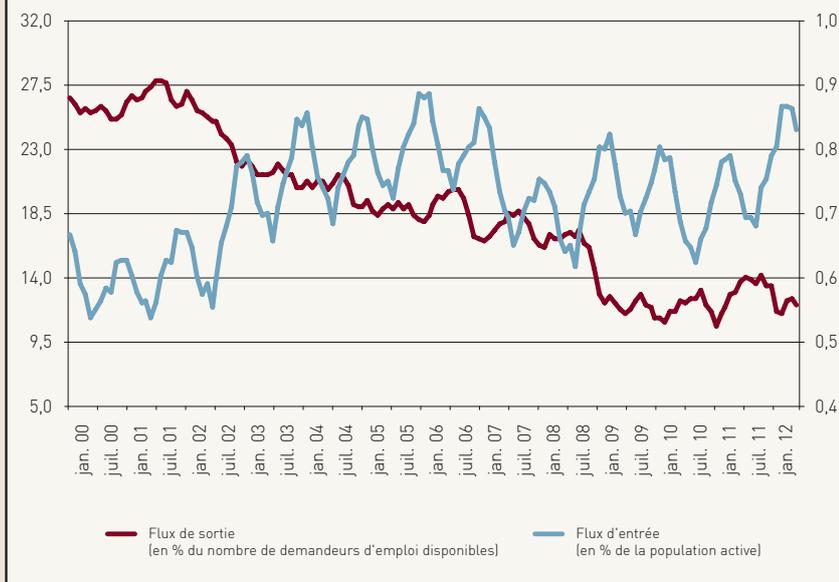
42 Brosius J. (2011), L'impact de la crise économique sur l'emploi au Luxembourg, CEPS, Cahier n° 2011-08

43 De manière générale, une embauche « concerne une personne qui signe un contrat de travail avec un nouvel employeur (il ne s'agit donc pas d'un renouvellement de contrat) au cours du mois de référence. Il s'agit à la fois de personnes sans emploi (inactives, au chômage ou actives dans un pays autre que le Luxembourg) qui signent un contrat de travail et de personnes qui changent d'emploi et d'employeur. ». Au contraire, une séparation « concerne une personne qui quitte son employeur au cours du mois de référence. Certains se retrouvent sans activité professionnelle au Luxembourg au dernier jour ouvrable du mois (soit au chômage, soit en inactivité, soit en emploi dans un pays autre que le Luxembourg, dans leur pays d'origine pour les frontaliers par exemple), d'autres signent un nouveau contrat de travail avec un autre employeur et seront donc considérés en emploi à la fin du mois. »

44 Le nombre d'attestations E301 délivrées par l'ADEM est un indicateur (imparfait) du nombre de frontaliers perdant leur emploi au Luxembourg. Ce nombre a progressé de 54,1% entre 2008 et 2009, en passant d'environ 1 160 attestations par mois en 2008 à près de 1 800 par mois en 2009, indiquant d'importantes pertes d'emploi du côté des salariés frontaliers suite à la crise.

Graphique 2

Flux d'entrée et de sortie du chômage
(en pourcentage de la population active respectivement
du nombre de chômeurs; moyennes mobiles centrées)



Source: ADEM, calculs BCL

à probablement augmenté sous l'effet du travailleur additionnel⁴⁵. Il convient de noter que bien que les jeunes aient été relativement plus touchés par la crise, ces derniers ont une probabilité de sortie du chômage également plus élevée, comparativement aux chômeurs plus âgés. Le phénomène contraire s'applique néanmoins aux chômeurs moins qualifiés, dont le taux de sortie est relativement plus faible que celui des plus qualifiés.

1.2 Réaction de l'offre de travail

Sur la période allant de 2009 à 2011, la progression annuelle de la population active (telle que définie dans la comptabilité nationale) s'est établie en moyenne à 2,2% par an, en légère accélération par rapport aux taux de croissance observés avant la crise (2,1% en moyenne chaque année entre 2000 et 2008). Cette évolution est essentiellement imputable à une progression relativement dynamique de la population en âge de travailler (en raison notamment d'une immigration importante) et dans une moindre mesure à un accroissement des taux d'activité⁴⁶.

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

46 La population en âge de travailler (15 à 64 ans) a progressé en moyenne de 2,2% (2,4%) entre 2009 et 2011 (2009 et 2012) contre 1,5% en moyenne sur la période allant de 2001 à 2008. Le taux d'activité mesure la proportion d'actifs (occupés et chômeurs) dans la population totale correspondante en âge de travailler. Le taux d'emploi mesure la proportion d'actifs occupés dans la population active totale correspondante. Il convient de rappeler que les données issues de l'Enquête sur les Forces de Travail doivent être interprétées avec prudence pour plusieurs raisons : la définition du chômage au sens du BIT diffère de celle utilisée par l'ADEM. Par conséquent, d'importantes divergences peuvent émerger entre les deux sources statistiques. Par ailleurs, les données issues de l'EFT sont relativement volatiles en ce qui concerne le Luxembourg, en raison notamment de la faible taille de l'échantillon. De même, suite à un changement méthodologique introduit en 2009, les séries EFT ont subi une rupture de série. Par conséquent, il convient de rester prudent quant à l'interprétation de ces données, la tendance de ces dernières pouvant être influencée par cette rupture de série.

Une décomposition par niveau de qualification révèle que les flux vers le chômage se sont essentiellement accrues pour les personnes disposant d'un niveau de qualification inférieur (et dans une moindre mesure pour les personnes à niveau de qualification moyen). Cette situation s'explique en partie par l'impact plus important de la crise sur des secteurs nécessitant a priori un niveau de formation moins élevé. Par ailleurs, la décomposition des flux par groupes d'âges indique que les flux d'entrée dans le chômage ont particulièrement augmenté pour les jeunes chômeurs. De même, alors que la recrudescence des flux d'entrée masculins s'explique par une surreprésentation des hommes dans les secteurs davantage exposés à la crise, le nombre de femmes s'inscrivant auprès de l'ADEM

Plus en détail, alors que le taux d'activité masculin a connu une quasi-stagnation suite à la crise, le taux d'emploi masculin s'est inscrit en baisse. Le même phénomène est perceptible en ce qui concerne les personnes disposant d'un faible niveau de qualification. Au contraire, le taux d'activité et d'emploi féminin a augmenté suite à la crise, probablement sous l'effet du *travailleur additionnel* mentionné précédemment. Une décomposition par groupes d'âges révèle que l'offre de travail des jeunes (âgés de 15 à 24 ans) a diminué au cours de la période 2009 à 2011. Divers facteurs peuvent être avancés afin d'expliquer cette évolution négative : face à une pénurie d'offres d'emploi, les jeunes sont incités à poursuivre leurs études plutôt que d'intégrer le marché du travail⁴⁷. Par ailleurs, les jeunes sont susceptibles d'être surreprésentés dans des contrats à durée déterminée ou le travail intérimaire. Au contraire, les personnes âgées de plus de 55 ans ont vu leur taux d'activité et d'emploi augmenter. Cette tendance ascendante, commune à l'ensemble des Etats membres de la zone euro, est par ailleurs observée depuis plusieurs années.

Tableau 2 :

Taux d'activité et taux d'emploi

(en pourcentage de la population correspondante en âge de travailler)

	2000-2008	2009-2011
Taux d'activité	65,7	68,3
Homme	75,7	75,9
Femme	55,5	60,6
15-24 ans	30,4	27,3
25-54 ans	82,3	85,4
55-64 ans	30,6	40,1
Niveau de qualification inférieur	52,7	48,0
Niveau de qualification moyen	69,7	68,6
Niveau de qualification supérieur	84,9	87,2
Taux d'emploi	63,2	65,0
Homme	73,5	72,8
Femme	52,7	57,0
15-24 ans	26,8	22,9
25-54 ans	79,6	81,8
55-64 ans	30,2	39,0
Niveau de qualification inférieur	50,0	44,3
Niveau de qualification moyen	67,4	65,7
Niveau de qualification supérieur	82,6	83,8

Source : EUROSTAT (*Enquête sur les forces de travail*), calculs BCL**1.3 Ajustement des salaires à la crise**

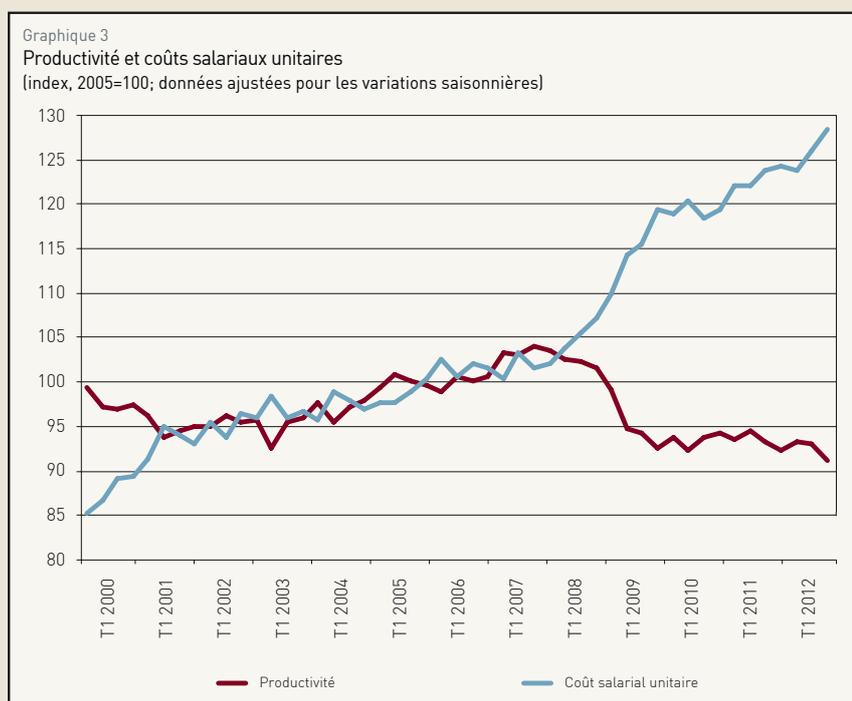
La progression annuelle du coût salarial moyen (nominal) a commencé à décélérer dès le début de la crise financière fin 2008, avant de se repositionner momentanément sur une tendance ascendante jusqu'à la fin 2010 et de ralentir à nouveau par la suite⁴⁸. Depuis fin 2008, la croissance du coût salarial moyen (nominal) est essentiellement imputable à la contribution de l'indexation automatique des salaires aux prix. De fait, la contribution des autres composantes

47 Les données issues du Ministère de l'Enseignement Supérieur (Rapport d'activité 2011) semblent corroborer cette hypothèse dans la mesure où le nombre d'étudiants bénéficiaires d'une aide financière pour les études supérieures a considérablement augmenté depuis la crise (en moyenne 21,8% par an entre 2009 et 2011). Cette forte hausse doit néanmoins être nuancée dans la mesure où elle est susceptible, en partie du moins, d'être liée aux changements introduits par la loi du 26 juillet 2010 en ce qui concerne l'attribution des aides financières aux étudiants.

48 Se référer au graphique sous le point 1.2.1.3 du présent Bulletin.

(réelles) demeure faible voire même négative, en raison notamment d'une baisse des heures travaillées, d'une diminution des primes et gratifications distribuées et d'une faible progression des salaires négociés.

L'indice du coût (horaire) de la main-d'œuvre⁴⁹ permet de tenir compte de l'effet de la baisse de la durée moyenne de travail. Contrairement au coût salarial moyen, les coûts salariaux horaires ont continué sur une pente ascendante jusqu'au deuxième trimestre 2009, en écho à l'ajustement à la baisse des heures travaillées et la réduction moins que proportionnelle des rémunérations⁵⁰. Par la suite, corollairement à la reprise de la durée de travail, la progression annuelle de la rémunération horaire s'est inscrite en retrait jusqu'à la mi-2010, avant de s'accélérer puis de se stabiliser.



Source: Eurostat

Face à la chute de la productivité du travail et à une progression modérée mais positive du coût salarial moyen (nominal), les coûts salariaux unitaires se sont fortement accrus dans le sillage de la crise, tendance qui s'est par ailleurs poursuivie et même intensifiée au cours des derniers trimestres. En comparaison avec les autres Etats membres de la zone euro, le Luxembourg constitue le pays où les coûts salariaux unitaires ont le plus augmenté entre le troisième trimestre 2008 et le premier trimestre 2012 (soit +16,7%). Cette évolution défavorable implique inévitablement une détérioration de la compétitivité-coût des entreprises nationales. Dans le même temps, la productivité du travail, dont le repli est en partie lié à la rétention de main-d'œuvre, peine à redécoller et demeure largement en-deçà de son niveau d'avant-crise.

Bien que la progression annuelle du coût salarial moyen ait ralenti suite à la crise, l'ajustement des salaires peut paraître limité eu égard à la sévérité de la récession. Plusieurs facteurs pourraient être avancés afin d'expliquer cet impact relativement restreint (qui peut d'ailleurs être observé dans la quasi-totalité des Etats membres de la zone euro).

49 L'indice du coût de la main-d'œuvre trimestriel mesure les coûts horaires totaux supportés par un employeur pour le facteur « travail ». Cet indicateur inclut en particulier les composantes suivantes : « rémunérations » et « coûts de la main-d'œuvre autres que les rémunérations » (incluant les contributions de l'employeur à la sécurité sociale auxquelles on ajoute les taxes et impôts payés moins les subventions reçues).

50 De fait, en ce qui concerne le chômage partiel par exemple, l'entreprise avance au moins 80% du salaire brut correspondant aux heures chômées et l'Etat rembourse ensuite à l'employeur 80% (ou 90% sous certaines conditions) du salaire brut perçu par le salarié pendant les heures chômées. Dans le même temps, les cotisations sociales et fiscales se rapportant au salaire perçu par le salarié pendant les heures chômées (c'est-à-dire 80% du salaire brut) continuent à être à la charge de l'employeur.

En premier lieu, la progression du coût salarial moyen depuis la crise pourrait en partie être liée à des effets de composition de l'emploi. De fait, comme évoqué précédemment, la crise a particulièrement touché les salariés à niveau de qualification inférieur (disposant en général de salaires plus faibles). Or une baisse de la proportion de salariés à faibles revenus entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une hausse du coût salarial moyen.

De même, l'existence d'un salaire minimum empêchant la diminution des salaires en-dessous d'un certain seuil, l'existence de procédures d'extension explicites ou implicites des conditions stipulées dans les conventions collectives⁵¹, le degré de syndicalisation ou encore le degré de couverture des conventions collectives⁵² sont des facteurs institutionnels susceptibles d'influencer la formation et l'évolution des salaires. Par ailleurs, au Luxembourg, l'indexation automatique des salaires aux prix constitue une autre barrière à l'ajustement baissier des salaires nominaux.

Une récente enquête réalisée auprès des firmes luxembourgeoises⁵³ confirme l'existence de rigidités nominales empêchant (ou limitant) l'ajustement à la baisse des salaires lors d'une récession. Selon cette enquête, en réponse à la crise, les stratégies des entreprises passent en premier lieu par une réduction des coûts et en particulier des coûts non salariaux. Toutefois, les entreprises qui optent pour une réduction de leurs coûts salariaux considèrent les mesures suivantes comme pertinentes : une diminution des heures travaillées (essentiellement via la baisse des heures supplémentaires, l'ajustement des comptes épargne-temps ou le recours au chômage partiel), une diminution des composantes flexibles des salaires et une réduction du nombre de travailleurs intérimaires ou temporaires. Seules 2,0% des firmes considèrent une baisse des salaires de base comme une mesure pertinente. Par ailleurs, seule une infime minorité des firmes (1,0%) affirment avoir procédé à une baisse des salaires de base récemment en raison de la crise (contre 52,0% affirmant avoir gelé les grilles salariales). Cette réticence des firmes à réduire les salaires de base peut s'expliquer par divers facteurs : l'existence d'une réglementation stricte et/ou de conventions collectives, les effets potentiellement néfastes d'une baisse des salaires sur l'effort et la motivation des salariés ou encore l'incitation pour les meilleurs employés à quitter la firme. D'autres facteurs, tels l'impact négatif d'une baisse des salaires sur la réputation d'une firme ou encore la hausse des coûts d'embauche et de formation, semblent également jouer mais dans une moindre mesure.

2. LA CRISE ET LES CARACTÉRISTIQUES STRUCTURELLES DU MARCHÉ DU TRAVAIL

2.1 La courbe de Beveridge

Bien que la hausse du chômage soit une caractéristique commune aux périodes de récession, la crise actuelle a pu entraîner certains secteurs économiques dans un processus de restructuration ou de réduction permanente de leurs effectifs. Alors que cette restructuration est un mal nécessaire pour le renouvellement économique, la vitesse de réallocation de la main-d'œuvre dépend de l'aptitude de celle-ci à s'ajuster à la nouvelle demande de travail.

La courbe de Beveridge, qui représente l'évolution conjointe du taux de chômage et du taux de postes vacants⁵⁴, permet d'évaluer l'évolution de la qualité de l'appariement entre offre et demande de travail au cours du temps.

Les mouvements, en sens inverse des aiguilles d'une montre, observés entre 2006 et 2008 sont le simple reflet du cycle économique, caractérisé par une baisse du chômage au fur et à mesure que la demande de travail augmente. Suite à la

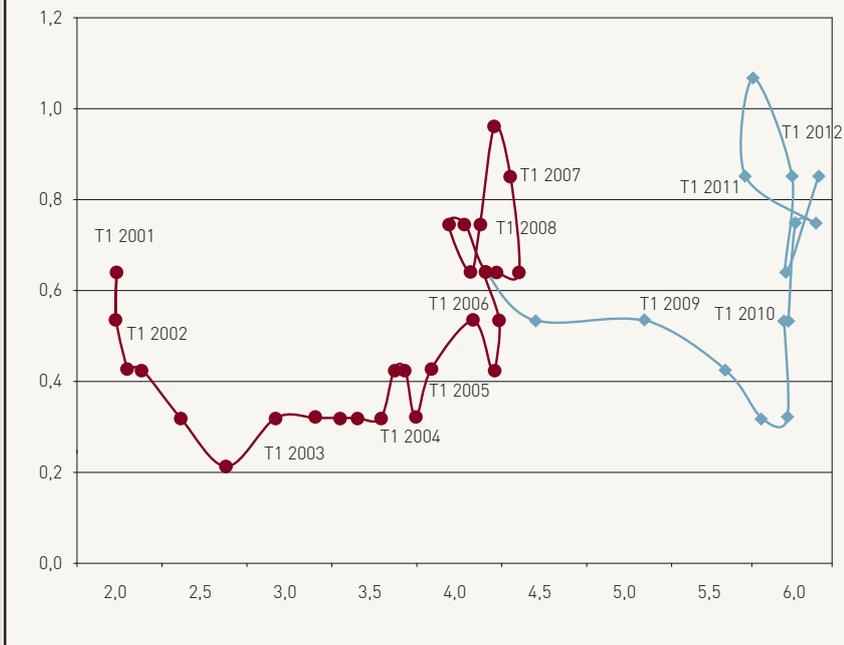
51 A titre d'exemple, les accords salariaux conclus dans la fonction publique sont susceptibles d'influencer les négociations salariales dans des branches connexes telles le secteur de la santé. Par ailleurs, les conventions collectives bancaires sont susceptibles d'exercer une certaine influence sur les salaires négociés dans les autres branches du secteur financier.

52 Au Luxembourg, malgré un degré de syndicalisation relativement faible (41,0% des salariés au niveau de l'économie totale), 54,0% des salariés sont couverts par une convention collective.

53 Lünemann, P. et Mathä T. (2011), How do firms adjust in a crisis? Evidence from a survey among Luxembourg firms, Banque Centrale du Luxembourg, Cahier d'études n° 70.

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

Graphique 4
Courbe de Beveridge



Remarque: axe des abscisses: taux de chômage au sens "strict"; axe des ordonnées: taux d'emplois vacants
Source: ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

généralisation de la crise, la courbe de Beveridge s'est progressivement déplacée vers la droite (extérieur) sous l'effet d'une diminution du taux d'emplois vacants et de la hausse concomitante du taux de chômage. Bien que la courbe tende naturellement à se mouvoir vers l'extérieur lors d'une récession, il convient de s'assurer que ce mouvement initial ne dissimule pas un déplacement vers la droite de la relation « chômage – emplois vacants », indiquant une aggravation de l'inadéquation structurelle entre offre et demande de travail. Malgré la reprise économique entamée début 2010 et une forte hausse du taux de postes vacants, le taux de chômage n'a que peu diminué en début d'année 2011, avant de repartir à la hausse par la suite (sous l'effet du recul de l'activité). Bien que l'augmentation du chômage soit en partie imputable au ralentissement économique et

donc de nature cyclique, à ce stade rien ne permet d'affirmer qu'une reprise économique permette de résorber la hausse du chômage induite par la crise. Cette observation est d'autant plus plausible que le chômage a augmenté de façon quasi-continue depuis le début des années 2000, suggérant l'existence d'un chômage incompressible. Par ailleurs, plus récemment, l'accroissement du taux de postes vacants à des niveaux historiquement élevés n'a pas permis d'enrayer la hausse du chômage.

2.2 L'(in-)adéquation entre l'offre et la demande de travail

Le ratio entre les DENS (demandes d'emploi non satisfaites) et les OENS (offres d'emploi non satisfaites) permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale inoccupée et la demande de travail. Les données disponibles confirment une détérioration de l'appariement entre l'offre et la demande de travail suite à la crise. De fait, alors qu'en 2007, on enregistrait un emploi offert pour quatre chômeurs, ce ratio est passé à un poste offert pour dix chômeurs en moyenne en 2009, avant de s'améliorer progressivement par la suite.

Une analyse détaillée des demandes et offres d'emploi par type de profession ou emploi recherché révèle que l'ensemble des professions ont connu une aggravation de l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail suite à la crise. Cette hausse a été toutefois particulièrement importante dans les secteurs suivants : « autres services » avec 28 demandeurs d'emploi potentiels pour une offre en 2009, « vendeurs » (25/1) ou encore « artisans, ouvriers » et « travailleurs des transports ou travailleurs des communications », avec respectivement 21 et 20 demandes d'emplois potentielles pour une offre en 2009 (contre respectivement 6 et 8 demandes pour une offre en 2007).

En dépit du fait que l'appariement entre l'offre et la demande de travail (tel que mesuré par le ratio DENS/OENS) se soit amélioré au cours de l'année 2011, l'inadéquation demeure importante. Cette situation est d'autant plus préoccupante que l'amélioration apparente de l'adéquation entre DENS et OENS est exclusivement imputable à une reprise des postes vacants, qui malgré des niveaux historiques demeurent non pourvus.

Cette situation à première vue contradictoire s'explique en partie par le fait que le degré d'inadéquation demeure le plus élevé pour les professions requérant a priori des niveaux de qualification inférieurs. Or, le nombre de chômeurs à niveau de formation inférieur a fortement augmenté suite à la crise, ces derniers représentant près de 50,0%

du nombre total de demandeurs d'emploi. Le même constat s'applique aux demandeurs d'emploi âgés de plus de 50 ans. Par ailleurs, parmi ces catégories de chômeurs, on retrouve une part importante de salariés handicapés et travailleurs « à capacité réduite » qui éprouvent davantage de difficultés encore à réintégrer le marché du travail. La recrudescence du chômage de longue durée met clairement en lumière l'existence de problèmes d'adéquation entre l'offre et la demande de travail, problèmes de nature potentiellement structurelle.

3. CONCLUSION

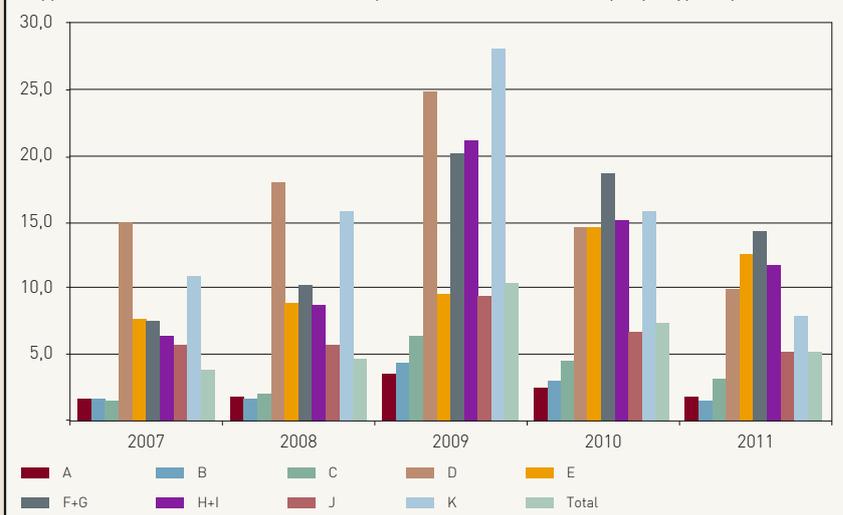
Bien qu'en comparaison avec d'autres Etats membres de la zone euro, le marché du travail luxembourgeois ait réagi de façon relativement limitée face à la crise, cette dernière ne l'a pas pour autant épargné. La perte de vitesse de l'emploi, la hausse concomitante du chômage (notamment du chômage de longue durée), le recul dramatique de la productivité et la progression du coût du travail sont autant de facteurs posant des défis pour l'avenir de l'économie nationale.

De manière générale, les rigidités nominales constituent un frein à la restauration de la compétitivité (et donc à la relance de l'emploi) dans des pays caractérisés par des déséquilibres externes ou des pertes de compétitivité. En particulier, l'indexation des salaires au prix est susceptible d'alimenter une spirale prix-salaires avec des effets potentiellement néfastes pour la compétitivité des entreprises nationales. En présence d'un chômage élevé, il est primordial que les salaires s'ajustent de manière flexible aux conditions du marché du travail afin de faciliter la réallocation sectorielle de la main-d'œuvre, condition sine qua non de la relance de l'emploi. Dans ce contexte, il convient de veiller à ce que le dispositif de chômage partiel, qui a permis de limiter l'impact négatif de la crise sur l'emploi, n'empêche pas la réallocation de la main-d'œuvre des secteurs en déclin vers les autres secteurs.

Graphique 5

Appariement entre l'offre et la demande de travail

(rapport entre le nombre de demandeurs d'emploi et le nombre d'offres d'emploi par type de profession)



Remarque: A: Professions libérales, techniciens et assimilés; B: Directeurs et cadres administratifs supérieurs; C: Employés de bureau; D: Vendeurs; E: Agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés; F+G: Travailleurs des transports ou travailleurs des communications; H + I Artisans, ouvriers (précision horlogerie, mécanique, électricité, bois, bâtiments, alimentaire, chimie, production, machiniste); J: Hôtellerie, restauration; K: Autres services

Eu égard à l'impact relativement plus important de la crise sur certains groupes de travailleurs, l'objectif principal des politiques pour l'emploi devrait être de limiter les risques d'effets d'hystérèses en promouvant l'employabilité des chômeurs et de faciliter leur réinsertion sur le marché du travail. Les politiques pour l'emploi devraient ainsi se concentrer sur la formation (continue et initiale) afin d'améliorer l'appariement entre l'offre et la demande de travail.

De même, la segmentation du marché du travail tend à amplifier l'ajustement de l'emploi face à des chocs négatifs et alourdit le fardeau porté par certains groupes de travailleurs (p.ex. les travailleurs intérimaires, les jeunes ou les moins qualifiés). Les réglementations en vigueur devraient limiter la différenciation entre groupes de travailleurs et diminuer les coûts moyens d'ajustement de l'emploi à travers l'ensemble de l'économie. De plus, les institutions du marché du travail devraient faciliter la flexibilité interne (en termes d'heures ou de salaires p.ex.) afin de permettre aux firmes de mieux réagir face à des chocs négatifs.

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 en début d'année 2011. Sur l'ensemble de l'année 2011, la production industrielle a finalement enregistré une baisse de 2,5%, alors qu'elle a progressé de 3,5% dans la zone euro au cours de la même période. Au final, la production industrielle du Luxembourg se situait en décembre 2011 à un niveau près de 20% 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 7,5%.

Tableau 8 :

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

	2010	2011	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012-T1	2012-T2
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	9,4	-2,5	2,7	-4,5	-1,6	-6,4	-7,0	-5,7
Pjo - Biens intermédiaires	8,2	-3,9	-0,3	-7,2	3,1	-11,0	-13,7	-12,8
Pjo - Biens d'équipement	12,7	3,4	13,4	-1,7	-3,1	6,9	7,2	2,2
Pjo - Biens de consommation	12,6	-1,1	0,5	1,9	-3,5	-2,9	-1,5	0,0
Pjo - Energie	11,8	-9,2	2,8	-8,8	-15,8	-16,3	-12,9	2,8
Pjo - Industrie hors sidérurgie	8,7	-3,4	1,5	-4,8	-4,8	-5,4	-5,0	-3,3
Pjo - Sidérurgie	9,4	-2,4	2,6	-4,4	-1,4	-6,2	-23,6	-23,2

Source : Statec

Les statistiques apparues depuis lors sont préoccupantes. Les données disponibles pour le second trimestre 2012 indiquent en effet un nouveau repli de la production industrielle. Il est à noter que les statistiques indiquent des évolutions annuelles négatives de la production industrielle de manière quasi-continue depuis juin 2011, la seule exception étant le mois d'août 2011. Au second trimestre 2012, la production a progressé de 2,2% en glissement annuel dans le secteur des biens d'équipement et de 2,8% dans le secteur de l'énergie. Les baisses de la production observées au second trimestre 2012 ont été marquées dans les industries de la sidérurgie (-23,2%) et des biens intermédiaires (-12,8%).

La tonalité des enquêtes de conjoncture est négative. L'indice de confiance dans l'industrie se situe en juillet à un niveau très bas, soit 20 points en dessous de sa moyenne historique. Les perspectives de production se sont nettement redressées entre juillet et août, mais elles restent très négatives. Les enquêtes trimestrielles de juillet indiquent des entrées en commandes encore faible et des perspectives d'évolution des commandes de l'étranger en baisse de 20 points. Enfin, le taux d'utilisation des capacités de production a baissé de 4,6 pts à 78,1% (contre -1,9 pt à 77,8 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. La production dans le secteur de la construction a été très dynamique en janvier et février 2011, pour des raisons essentiellement climatiques⁵⁵. La croissance sur un an de la production de la construction s'est ainsi établie à un rythme moyen supérieur à 20% au cours des deux premiers mois de l'année 2011, avant de marquer le pas en mars. Ces évolutions ont bien évidemment impliqué des effets de base défavorables pour l'activité dans le secteur de la construction au premier trimestre 2012. De plus, le froid hivernal du mois de février 2012 a été particulièrement marqué. Au total, la pjo a reculé de 10% au premier trimestre 2012. Le déclin s'est poursuivi au second trimestre 2012, avec une baisse de 6,2% de la production par jour ouvrable.

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%). Au premier trimestre 2012, les permis de bâtir ont affiché une progression de 30,9%. Cette hausse s'explique par la forte croissance enregistrée pour les maisons à appartements (+73,5%), les maisons individuelles affichant une baisse de 19,5% en termes de permis.

La connotation des dernières enquêtes de conjoncture dans la construction reste négative. Il apparaît 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 est en berne. La forte hausse des permis de construire délivrés en 2011 et au début de l'année 2012 est à considérer avec précaution, dans la mesure où une partie de ces autorisations est susceptible de ne pas être effectivement exercée. Quand bien même la production de logements serait stimulée au cours des prochains trimestres – suite à ces permis –, il n'est pas garanti que le surcroît d'activité généré dans le logement neuf soit suffisant pour compenser la baisse observée depuis plusieurs mois dans les autres segments du secteur de la construction.

En ce qui concerne les prêts immobiliers, on observe depuis un an un ralentissement dans l'accroissement des crédits immobiliers accordés aux ménages et ISBLM résidents. L'encours de ces crédits évoluait à un rythme annuel de 7% en juillet 2012, contre 9,7% observé un an plus tôt en juin 2011.

⁵⁵ La production a d'une part profité d'un report d'activité non effectuée en décembre 2010, du fait de conditions climatiques extrêmement défavorables. Elle a d'autre part bénéficié d'effets de base favorables, puisque l'activité dans le secteur de la construction s'était fortement réduite au début de l'année 2010 en raison notamment de mauvaises conditions climatiques.

Tableau 9 :

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

	2010	2011	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4	2012T1	2012-T2
Production par jour ouvrable (pjo) -Total	0,2	2,1	-3,9	12,2	-1,0	-3,8	1,7	-10,0	-6,2
Heures travaillées	1,1	0,7	4,3	12,0	-1,5	-5,6	-1,5	-10,9	-6,5
Permis de bâtir ¹⁾	0,3	17,5	-21,0	13,1	17,4	50,8	-9,5	30,9	-

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

Sources : Statec

1.2.3.2 Secteur financier

1.2.3.2.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

En comparaison avec la fin du mois de décembre 2011, le nombre d'établissements de crédit est resté stable à 142 unités en juillet 2012. Il convient cependant de mentionner qu'en réalité quatre nouveaux établissements de crédit se sont installés au Luxembourg, quatre autres ayant fermé. Parmi ces quatre fermetures, nous notons la scission d'une banque, dont une partie des activités a été reprise par un PSF et l'autre partie par une succursale nouvellement créée, ainsi que la fusion d'une autre banque avec un établissement du même groupe.

En ce qui concerne la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise avec 39 unités présentes en juillet 2012. On dénombre également 14 banques françaises, 11 banques belges, 10 banques suisses et 5 banques luxembourgeoises.

1.2.3.2.2 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'élève à 26 690 personnes au 30 juin 2012, ce qui représente une hausse de 139 emplois par rapport au 31 mars 2012.

Entre mars et juin 2012, 41 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs (hausse allant de 1 à 77 employés), tandis que 46 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 53 employés). Par ailleurs, le nombre d'établissements de crédit est resté stable sur cette période.

1.2.3.2.3 Le bilan des établissements de crédit

Le graphique suivant, qui reprend l'évolution de la somme des bilans des banques, montre un recul du volume des activités au cours des années 2002 et 2003, puis une hausse entre fin 2004 et octobre 2008, suivie d'une baisse jusqu'en mars 2010. 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. La fin de l'année 2011 s'est caractérisée par une tendance haussière de la somme des bilans. Les actifs totaux enregistrés au cours du premier semestre de l'année 2012 oscillaient autour des 790 000 millions d'euros, à l'exception du mois de mars 2012 où la somme des bilans est tombée en dessous des 780 000 millions d'euros. Par ailleurs, les sommes des bilans des établissements de crédit demeurent actuellement supérieures à la moyenne de l'année 2011. La somme des bilans agrégés est de 793 548 millions d'euros au 31 juillet 2012 par rapport à 780 863 millions d'euros à la même période de l'année 2011.

Le graphique ci-après illustre le développement de la somme des bilans ainsi que le mouvement de concentration dans le secteur bancaire au Luxembourg depuis le début des années 2000.

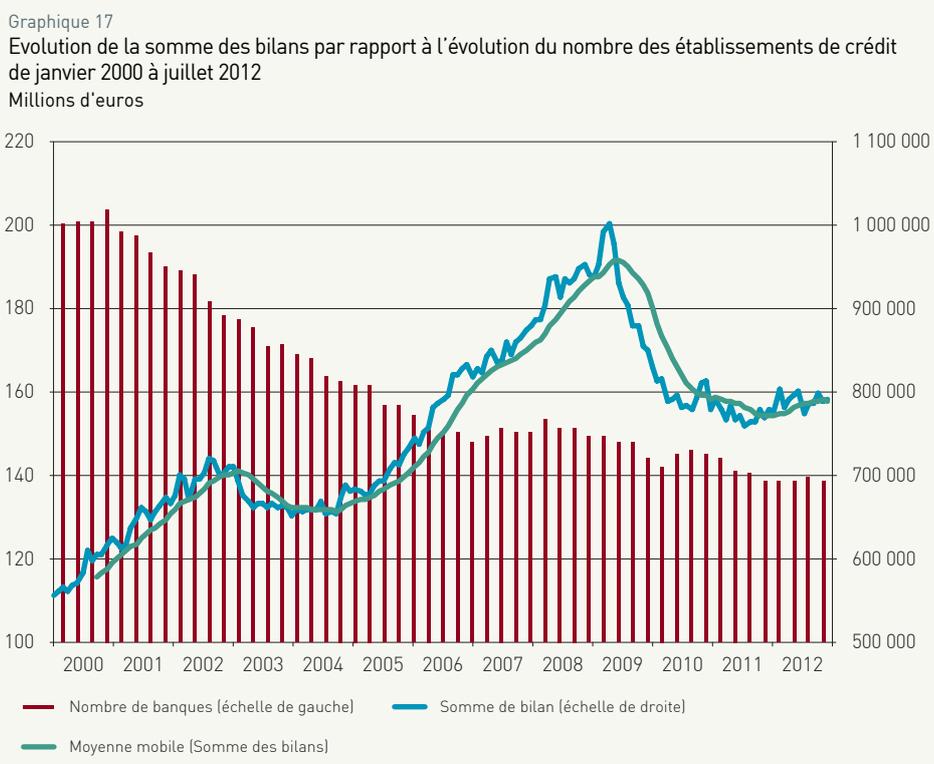
Evolution du volume des principaux postes de l'actif du bilan

Entre les mois de juillet 2011 et de juillet 2012, la somme des bilans des établissements de crédit est en hausse de 1,6%. Les variations au sein des différents postes de l'actif du bilan agrégé des banques se caractérisent par une augmentation des créances interbancaires et des autres actifs, tandis que les créances sur la clientèle et le portefeuille titre diminuent.

Les créances interbancaires, qui représentent près de la moitié (53,3%) de l'actif du bilan des banques, ont augmenté de 10,4%, soit 40 024 millions d'euros, entre juillet 2011 et juillet 2012, pour s'élever à 423 223 millions d'euros. L'évolution mensuelle sur la période étudiée reste contrastée. Toutefois, cette position se trouve en hausse permanente depuis février 2012. Rappelons qu'en 2011, les créances interbancaires ne dépassaient pas les 400 000 millions d'euros.

Cependant, il convient de noter que les facilités de dépôt auprès de la Banque centrale du Luxembourg, en augmentation permanente depuis octobre 2011, sont incluses dans ces créances. Ainsi au 30 juin 2012, les établissements de crédit avaient déposé 54 228 millions d'euros auprès de la Banque centrale du Luxembourg. En juillet 2012, après la décision de la BCE de baisser les taux d'intérêts applicables aux facilités de dépôts, cette position se montait toujours à 38 729 millions d'euros. Par ailleurs, du 10 juillet 2012 au 8 août 2012, les dépôts des établissements de crédit auprès de la BCL ont progressé de 14 353 millions. Un excédent de 14 342 millions d'euro par rapport aux réserves obligatoires dues par les banques a par ailleurs été déposé auprès de la BCL. Ces dépôts indiquent des tensions persistantes sur le marché interbancaire.

Les créances sur la clientèle ont diminué de 5,9%, soit 11 621 millions d'euros, entre juillet 2011 et juillet 2012, pour s'élever à 184 403 millions d'euros. Ce poste représente presque un quart de l'actif du bilan des banques. Notons que le volume agrégé des crédits accordés aux clients non bancaires de toutes origines géographiques se trouve en baisse. Une exception à mentionner concerne les crédits immobiliers accordés aux ménages luxembourgeois, qui affichent une hausse de 1 288 millions d'euros en comparaison annuelle.



Source : BCL

Le portefeuille de titres des banques, qui représente désormais 19,2% de l'actif du bilan, s'est contracté de 12,5% entre juillet 2011 et juillet 2012, passant de 174 503 millions d'euros à 152 670 millions d'euros, soit un montant proche de celui du début de l'année 1999. Par ailleurs, la contraction se manifeste dans le *portefeuille de titres autres que des actions* en raison d'effets de prix et de change mais également à cause d'une nette baisse des transactions (-24 211 millions d'euros dans les derniers douze mois). Par ailleurs, les participations se trouvent en stagnation. Les valeurs des actions en portefeuille dépendent des fluctuations sur les marchés et reflètent la volatilité élevée constatée depuis un certain temps. Seules les parts d'OPC monétaires montrent une tendance légèrement haussière. Le portefeuille-titres des banques est investi à 91,6% en valeurs mobilières à revenus fixes au 31 juillet 2012 et reste presque inchangé par rapport à juillet 2011. Les 8,4% restants sont des valeurs mobilières à revenus variables (actions (1,9%), parts d'OPC (1,0%) et participations (5,4%).

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une évolution à la hausse (+22,5%) entre juillet 2011 et juillet 2012. Il s'élève à 33 252 millions d'euros, soit 4,2% de l'actif du bilan. Cette évolution à la hausse est à noter, car la vente de produits dérivés par les banques est relativement contra cyclique. En effet, un contexte d'incertitude sur les marchés financiers incite les investisseurs à se protéger contre les risques et donc à acquérir des produits dérivés ayant pour objet cette protection.

Tableau 10:

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

Actifs	montants en millions d'euros			variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	07-2011	06-2012	07-2012	07-2011 - 07-2012		06-2012 - 07-2012		
				en millions d'euros	en%	en millions d'euros	en%	
Créances interbancaires	383 199	419 361	423 223	40 024	10,4	3 862	0,9	53,3
Créances sur la clientèle	196 024	184 047	184 403	-11 621	-5,9	356	0,2	23,2
Portefeuille titres	174 503	153 582	152 670	-21 833	-12,5	- 913	-0,6	19,2
Autres actifs	27 137	32 701	33 252	6 115	22,5	551	1,7	4,2
Total de l'actif	780 863	789 691	793 548	12 685	1,6	3 857	0,5	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Source: BCL

Evolution du volume des principaux postes du passif du bilan

Les postes du passif des bilans agrégés se caractérisent par des dettes envers la clientèle et les autres passifs en hausse, tandis que les dettes représentées par un titre reculent.

Les encours de dettes interbancaires, qui représentent 44,2% du passif du bilan des banques, affichent une légère baisse de 3,4%, soit 12 258 millions d'euros, entre juillet 2011 et juillet 2012, pour s'élever à 350 984 millions d'euros. Ces positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg. A titre informatif, début 2009, les concours aux établissements de crédit de la zone euro représentaient 29 863 millions d'euros, contre 5 002 millions d'euros fin juin 2012 et 4 999 millions d'euros fin juillet 2012. Il convient toutefois de noter que ce concours est en augmentation, puisqu'il s'élevait à 1 988 millions d'euros en juin 2011. Enfin, le solde net des actifs et passifs interbancaires, fin juillet 2012, est créditeur de 72 486 millions d'euros. En excluant l'ensemble des transactions nettes avec la BCL (compte tenu également des comptes courants auprès de la BCL), le solde net interbancaire reste créditeur de 19 618 millions d'euros à la fin du mois de juillet 2012.

Les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 7,4% entre juillet 2011 et juillet 2012, pour s'élever à 285 720 millions d'euros. Le refinancement des banques reste toujours axé sur les dettes envers la clientèle, qui représentent 36,0% de la somme du passif au 31 juillet 2012.

En comparaison annuelle, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 2,9% fin juillet 2012. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, les positions en titres faisant l'objet de fluctuations dues à la valorisation comptable des titres. De plus, avec un encours de 66 020 millions d'euros fin juillet 2012, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (8,3% de la somme du passif).

Au 31 juillet 2012, 90 823 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Comme les autres actifs, les autres passifs sont influencés par les normes IAS/IFRS appliquées depuis janvier 2008. Les autres passifs sont en hausse de 8,7% entre juillet 2011 et juillet 2012.

Tableau 11 :

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

Passifs	montants en millions d'euros			variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	07-2011	06-2012	07-2012	07-2011 - 07-2012		06-2012 - 07-2012		07-2012
				en millions d'euros	en%	en millions d'euros	en%	
Dettes interbancaires	363 242	351 612	350 984	-12 258	-3,4	- 628	-0,2	44,2
Dettes envers la clientèle	266 120	283 787	285 720	19 600	7,4	1 934	0,7	36,0
Dettes représentées par un titre	67 964	65 661	66 020	-1 944	-2,9	359	0,5	8,3
Autres passifs	83 536	88 632	90 823	7 287	8,7	2 191	2,5	11,4
Total du passif	780 863	789 691	793 548	12 685	1,6	3 857	0,5	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

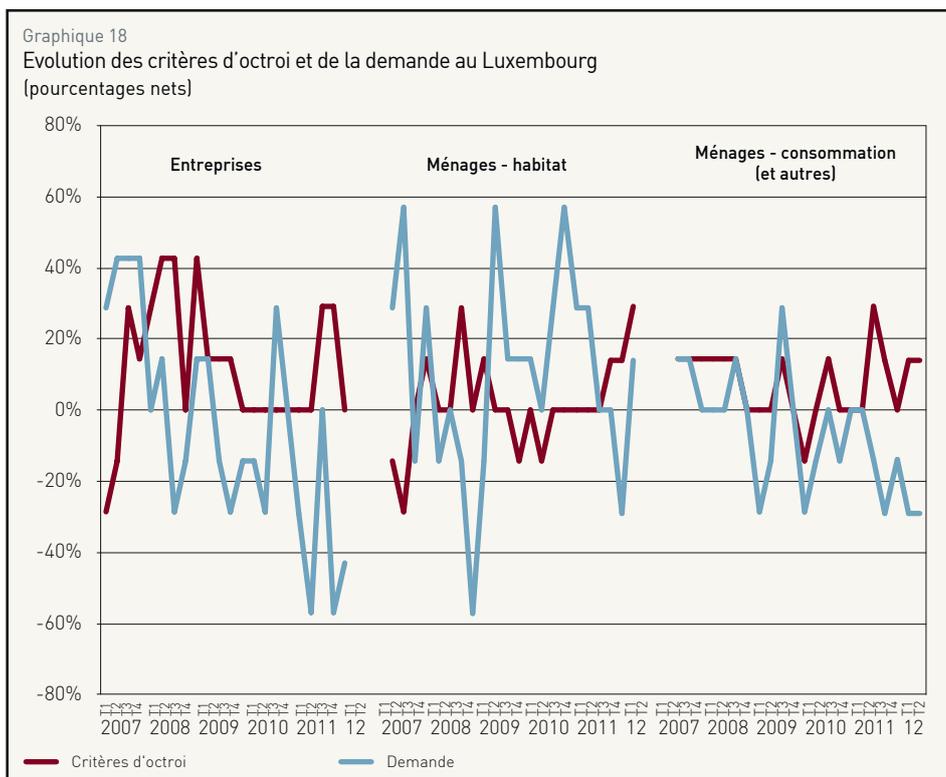
1.2.3.2.4 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

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

La plus récente enquête fut réalisée en juillet et couvre le deuxième trimestre 2012. Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises n'ont guère changé au deuxième trimestre, alors que les critères d'attribution des crédits aux ménages se sont légèrement durcis. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets sont restés largement inchangés par rapport au trimestre précédent, dans un contexte caractérisé par la détérioration des perspectives économiques

de la zone euro ainsi que par l'incidence de la crise de la dette souveraine. Les réponses à une question supplémentaire sur l'accès aux financements du marché vont d'ailleurs dans le sens d'une détérioration des conditions de refinancement des banques alors qu'une amélioration avait été constatée au premier trimestre 2012. S'agissant de la demande nette, cette dernière a globalement continué à se replier au Luxembourg, seule celle se rapportant aux crédits à l'habitat s'étant inscrite en légère hausse.

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



Source : BCL

Entreprises : Au Luxembourg, les résultats de l'enquête indiquent que, globalement, les banques n'ont pas changé leurs critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux entreprises au deuxième trimestre 2012. Les pourcentages nets s'inscrivent à 0%, par rapport à +29% au trimestre précédent. Dans la zone euro, les pourcentages nets sont restés positifs, bien qu'inchangés par rapport au deuxième trimestre 2012. Cette situation est largement attribuable à une détérioration des perceptions de risques des banques.

Si les critères d'octroi sont restés globalement inchangés au Luxembourg, plusieurs banques ont toutefois signalé un durcissement de certaines conditions d'octroi, notamment en ce qui concerne les marges perçues par les banques. Des conditions d'octroi moins favorables se sont également manifestées

dans la zone euro, notamment en termes de marges plus élevées. 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 de nouveau une forte baisse au Luxembourg. La chute de la demande découle surtout 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 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 durcis davantage au deuxième 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 par les banques et l'exigence de garantie. Dans la zone euro, les conditions d'octroi se sont durcies surtout en ce qui concerne les marges des banques.

Du côté de la demande, une légère hausse est discernable lors de la plus récente enquête au Luxembourg. Dans la zone euro par contre, la demande nette s'est repliée. Cette dernière évolution serait principalement imputable à un moindre besoin de financement découlant d'une dégradation des perspectives sur le marché du logement et d'une détérioration de la confiance des consommateurs.

Ménages (consommation et autres) : Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont légèrement durcis au deuxième trimestre. Ce développement est surtout attribuable à une détérioration de la capacité de remboursement des emprunteurs. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont quelque peu durcis, en raison des perceptions de risques des banques découlant notamment de la capacité de remboursement des consommateurs.

Si une grande banque a indiqué avoir durci ses marges, les conditions d'octroi sont restées largement inchangées au Luxembourg. Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro se reflète surtout par des conditions moins favorables aux emprunteurs, notamment en ce qui concerne les marges des banques.

La demande nette s'est quelque peu repliée lors de la plus récente enquête, tant au Luxembourg que dans la zone euro. La baisse de la demande s'explique par à un moindre besoin de financement lié aux dépenses de consommation en biens durables, ainsi qu'à une détérioration de la confiance des consommateurs.

Réponses aux questions supplémentaires : L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée au deuxième trimestre 2012 comprenait aussi plusieurs questions supplémentaires, dont une qui a trait à l'accès au financement des banques. Les résultats de l'échantillon luxembourgeois indiquent que les conditions d'accès se sont quelque peu améliorées en ce qui concerne les dépôts des banques. En termes nets, les conditions d'accès au marché monétaire sont restées inchangées. Dans la zone euro, les conditions d'accès aux financements du marché se sont de nouveau détériorées après l'amélioration constatée au premier trimestre 2012. Tous les segments de marché (marchés monétaires, émission de titres de créance et titrisation) sont affectés.

Une autre 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 sur les conditions de refinancement des banques de l'échantillon luxembourgeois n'est pas très importante, alors que trois banques ont indiqué avoir durci en raison de la crise leurs critères d'octroi appliqués aux crédits dispensés aux entreprises. Les résultats de la zone euro dans son ensemble indiquent que la dette souveraine a surtout exercé un impact négatif sur les conditions de refinancement des banques.

Finalement, la plus récente enquête couvrait également l'incidence des nouvelles exigences réglementaires en matière de fonds propres, notamment sur la politique d'octroi de crédits des banques. Les résultats luxembourgeois indiquent que quelques banques ont diminué leurs actifs pondérés des

risques (risk-weighted assets ou RWA) tout en augmentant le niveau de leurs fonds propres lors de la première moitié de l'année. Dans l'échantillon de la zone euro, les ajustements des RWA et des fonds propres se sont de surcroît traduits par un durcissement des critères d'octroi.

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 privé⁵⁶, publié en juin 2012 (voir Bulletin 2012/2). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le deuxième trimestre, ainsi que juillet 2012.

L'encadré se focalise sur les données bilantaires (données BSI) des IFM, notamment en raison de la disponibilité 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.

Dans le Graphique 1, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé par les IFM implantés 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 évolué de façon largement parallèle. Ainsi, une tendance baissière des deux séries est discernable depuis quelques trimestres. La progression annuelle des crédits octroyés par les IFM de la zone euro a subi une baisse continue dès le quatrième trimestre 2011 et pour la première fois depuis avril 2010, l'évolution est devenue légèrement négative à la fin du deuxième 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 -7,6% en juillet. Depuis avril 2012, la contribution des crédits octroyés aux non-résidents est tombée en dessous à zéro, alors que celle des crédits destinés aux contreparties résidentes est négative depuis plusieurs mois déjà.

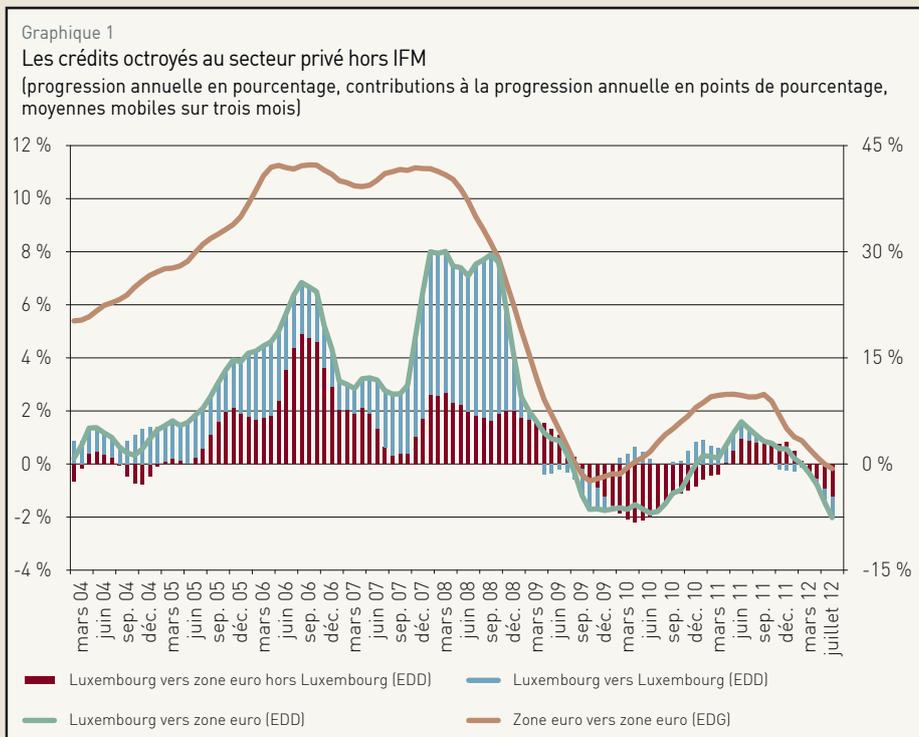
La suite de l'encadré se limitera aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associés aux développements macroéconomiques luxembourgeois.

56 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.

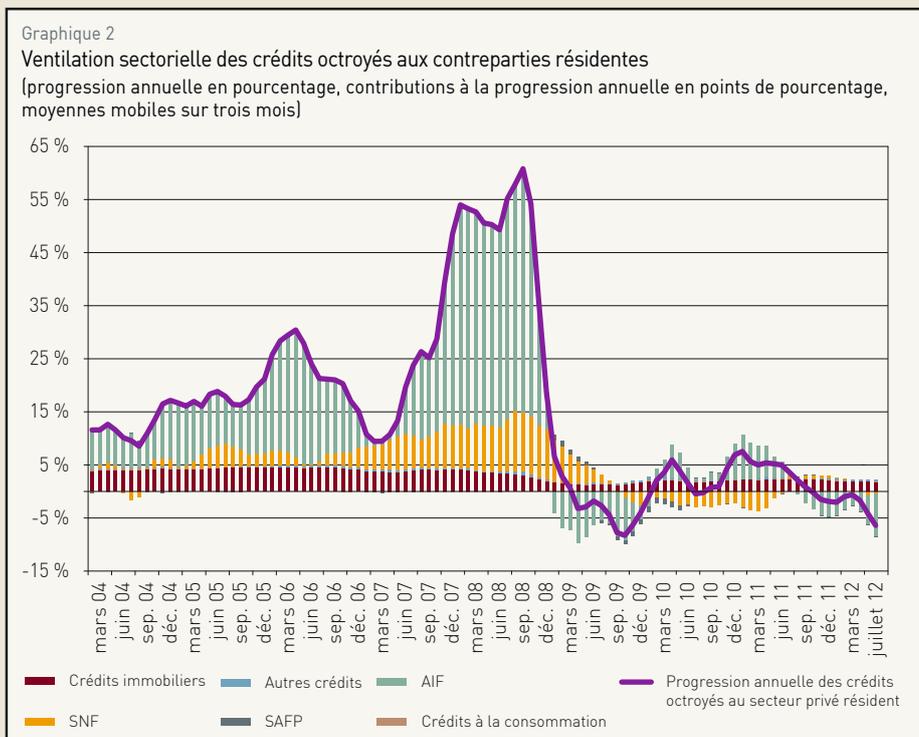
Selon les données de juillet 2012, environ 40% des encours de crédits octroyés aux résidents sont destinés aux autres intermédiaires financiers (AIF), largement composés de fonds d'investissement. Environ un tiers des crédits sont octroyés aux ménages, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 20% des encours sont destinés aux entreprises. La part des crédits aux sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) 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.

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 et a même reculé davantage en



Sources : BCL, BCE

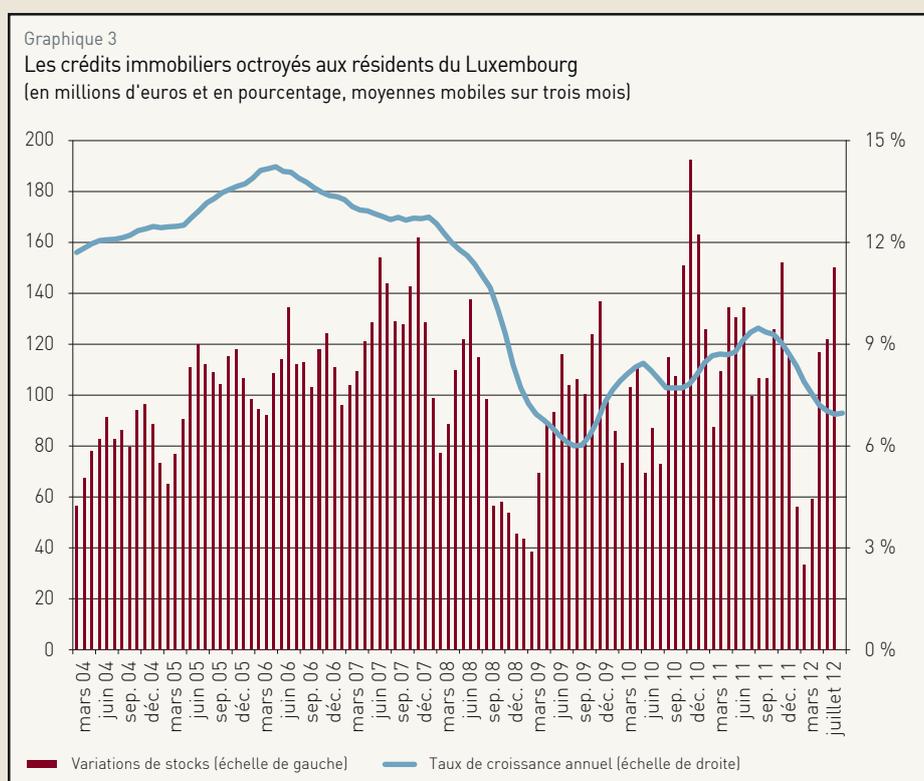


Source : BCL

juillet 2012. La contribution des crédits immobiliers est toutefois 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 stocks⁵⁷ (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.



Source : BCL

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 accordés⁵⁸. La progression annuelle des nouveaux crédits, négative à partir du troisième trimestre 2011, signalant une décélération de la progression des crédits nouvellement accordés, est repartie à la hausse en juin et en juillet. 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

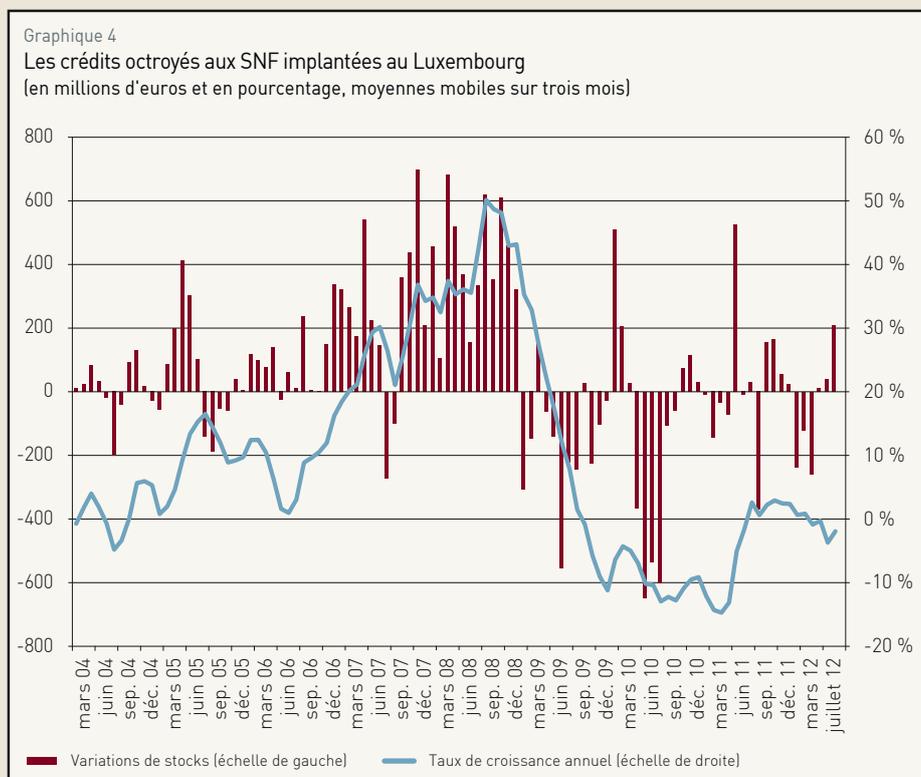
Si le taux de croissance annuel des crédits à l'habitat est en baisse depuis la mi-2011, les volumes de crédit ont toutefois continué à progresser au deuxième trimestre de l'année en cours. La progression annuelle continue effectivement à dépasser les 7% en juillet, à comparer à près de 10% en juillet 2011. Après une baisse constatée au début de l'année 2012, les variations mensuelles des encours sont reparties à la hausse au deuxième trimestre.

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

57 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).

58 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.

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 modulation de la dynamique de crédits précitée.



Source : BCL

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 a quelque peu rebondi lors de la plus récente enquête, après la légère baisse enregistrée au trimestre précédent. Il convient de noter que toutes choses étant égales par ailleurs, la progression des crédits tend à connaître une décélération en l'absence d'une accélération de la demande. Pour ce qui est de l'offre de crédits, les critères d'octroi se sont légèrement durcis au premier semestre 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. Après des variations mensuelles des encours fortement positives en février et en mars suite au festival de l'automobile, les flux s'inscrivent aux alentours de zéro depuis avril. La progression annuelle s'est stabilisée aux alentours de 3% au deuxième trimestre et en juillet. 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 avril et juin, tandis que la demande nette s'est quelque peu repliée.

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

Alors que le taux de croissance annuel des volumes d'encours de crédits fut largement positif à partir de la fin 2011, il est demeuré relativement faible par la suite avant de s'inscrire en dessous de zéro en fin de période. L'évolution des variations mensuelles des encours demeure également plutôt morose, malgré un flux positif constaté depuis mai. 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. Par contre, les gros volumes se maintiennent à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009. Les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi s'appliquant aux entreprises globalement inchangés après un léger durcissement constaté au premier trimestre 2012. La demande s'est inscrite de nouveau en forte baisse au deuxième trimestre.

On peut donc conclure que le recul des crédits octroyés au secteur privé résident s'est poursuivi au deuxième trimestre, évolution qui découle en premier lieu d'une diminution continue des crédits octroyés aux AIF. Les encours de crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse continue, La progression annuelle s'est stabilisée au deuxième trimestre après une phase de baisse intervenue en juillet 2011. La progression des encours de crédits destinés aux entreprises établies au Luxembourg s'inscrit toujours à des niveaux relativement faibles, voire même négatifs depuis avril 2012. La plus récente enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les développements des crédits à l'habitat ainsi que des crédits octroyés aux SNF s'expliquent notamment par l'évolution de la demande.

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

Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème du mois de juin 2011 était de 1,25%, contre 1% un an plus tard, puis 0,75% à compter du 11 juillet 2012. Par ailleurs, 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 baissé de 7 points de base entre juin 2011 (2,09%) et juin 2012 (2,02%). Rappelons que le mois de février 2011 s'était caractérisé par l'observation la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique (en mars 2003) avec un taux de 1,81%, tandis que le taux du mois d'août 2008 était le taux enregistré le plus élevé, à 5,22%.

Entre juin 2011 et juin 2012, le coût des crédits à la consommation ayant un taux variable a augmenté, passant de 3,34% à 3,49%. 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, soit les crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans, le taux a baissé de 27 points de base, passant de 4,69% à 4,42%. En ce qui concerne les crédits à la consommation dont la période de fixation est supérieure à cinq ans, le taux est passé de 4,92% à 4,81% sur la même 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 diminuer entre juin 2011 (2,65%) et juin 2012 (1,89%) 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.

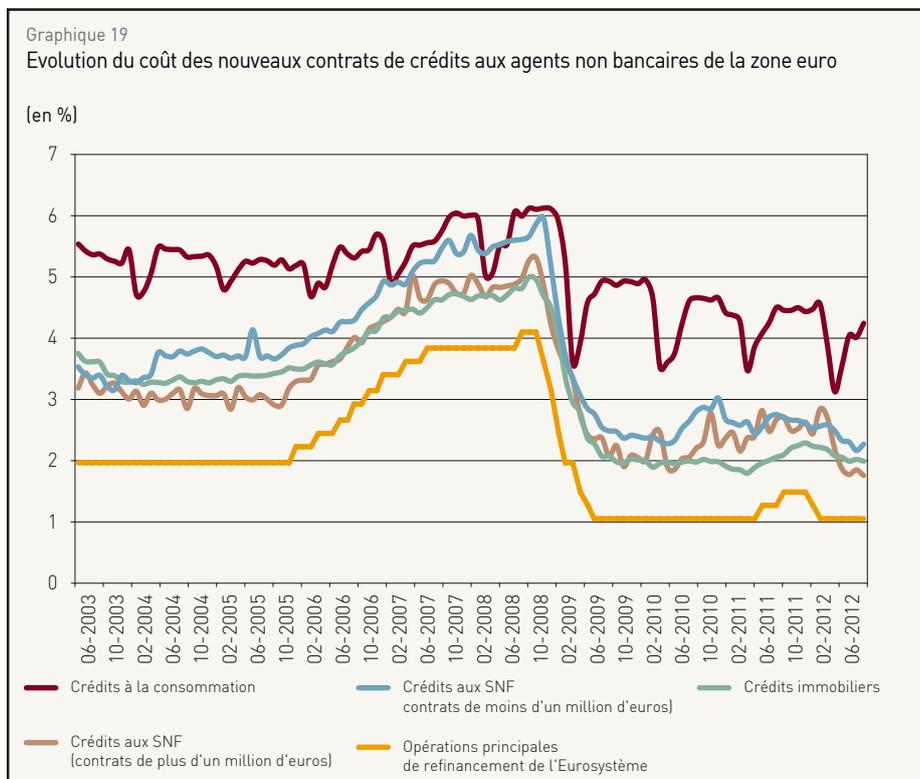
Concernant les nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières, pour des montants inférieurs à un million d'euros, les taux des contrats ayant un taux variable enregistrent une baisse de 51 points de base. Le taux correspondant est en effet passé de 2,83% en juin 2011 à 2,32% en juin 2012. Concernant les contrats dont la période de fixation du taux est comprise entre une année et cinq années, il convient de noter une baisse des taux sur la période de 50 points de base. De même, les contrats dont la période de fixation est supérieure à cinq ans enregistrent une baisse des taux, qui passent de 3,69% à 3,04% sur la période considérée.

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, à l'exception des contrats dont la fixation initiale du taux est d'une durée supérieure à 5 ans (0,46 points de base en plus sur la période).

Taux d'intérêts des dépôts en banque

La rémunération des dépôts des ménages est en baisse générale entre juin 2011 et juin 2012, 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 légère hausse pour les contrats dont la maturité initiale est supérieure à deux ans, dont les taux sont passés de 2,26% en juin 2011 à 3,13% en juin 2012. Par contre, pour les contrats ayant une



Source : BCL



Source : BCL

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

Sur base des chiffres provisoires, le résultat des établissements luxembourgeois à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger avant dépréciations, provisions et impôts s'élève à 2 550 millions d'euros au 30 juin 2012. Partant, le résultat se trouve en baisse de 12,3% entre juin 2011 et juin 2012 en raison d'un contexte marqué par la réduction du volume d'activité et la croissance permanente des frais généraux. Cela confirme l'évolution déjà constatée pour les premiers trois mois de 2012.

Tableau 12:

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

	Rubrique des débits et des crédits	06-2010	06-2011	06-2012	Variation en pourcent		Variation en termes bruts	
					06-2010 - 06-2011	06-2011 - 06-2012	06-2010 - 06-2011	06-2011 - 06-2012
1	Intérêts perçus	8 999	9 573	8 735	6,4	-8,8	574	- 838
2	Dividendes perçus	476	424	352	-10,9	-17,0	- 52	- 72
3	Intérêts bonifiés	6 536	7 080	6 207	8,3	-12,3	544	- 873
4	Marge sur intérêts	2 939	2 917	2 880	-0,7	-1,3	- 22	- 37
5	Revenus nets sur commissions	1 820	1 927	1 922	5,9	-0,3	107	- 5
6	Revenus nets sur opérations de change	156	44	76	-71,8	72,7	- 112	32
7	Autres revenus nets	- 216	325	108	250,5	-66,8	541	- 217
8	Revenus hors intérêts	1 760	2 296	2 106	30,5	-8,3	536	- 190
9	Produit bancaire	4 699	5 213	4 986	10,9	-4,4	514	- 227
10	Frais de personnel	1 290	1 254	1 300	-2,8	3,7	- 36	46
11	Frais d'exploitation	896	922	1 003	2,9	8,8	26	81
12	Frais de personnel et d'exploitation	2 186	2 176	2 303	-0,5	5,8	- 10	127
13	Amortissements sur immobilisé non financier	130	130	133	0,0	2,3	0	3
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	2 383	2 907	2 550	22,0	-12,3	524	- 357

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

Source : CSSF

Au niveau des revenus sur intérêts, les moindres possibilités de transformation d'échéances pèsent sur le niveau des intérêts perçus et bonifiés. Il convient également de noter qu'un montant important de la liquidité excédentaire des établissements de crédit luxembourgeois se retrouve auprès de la Banque centrale du Luxembourg. Plus en détail, l'engagement de la banque centrale en facilités de dépôts connaissait un encours de quelque 54 228 millions d'euros à la fin de juin 2012. Partant, les intérêts perçus baissent de 8,8%, soit 838 millions d'euros par rapport au 30 juin de l'année précédente pour afficher 8 735 millions d'euros dans la période sous analyse, alors que les intérêts bonifiés ont diminué de 873 millions d'euros ou 12,3% entre les 30 juin 2011 et 2012 et s'élèvent à 6 207 millions d'euros à la fin de juin 2012. Partant, sur base annuelle, la marge sur intérêts (dividendes compris) atteint 2 880 millions d'euros à la fin du deuxième trimestre 2012, soit une légère diminution de 37 millions d'euros (-1,3% en comparaison annuelle). Les produits de dividendes, inclus dans la marge sur intérêts, sont en recul de 17,0% - pour s'élever à 352 millions d'euros à la fin de juin 2012 - et pèsent

par conséquent sur la marge sur intérêts. Si l'on neutralise les revenus sur dividendes, la marge sur intérêts est en progression de 1,4% par rapport à juin 2011.

Quand aux revenus nets sur commissions, ils atteignent pratiquement le même niveau que l'année passée. Cette source de revenus récurrents affiche une perte de cinq millions d'euros soit 0,3% sur douze mois. Ainsi, les revenus nets sur commissions s'établissent à 1 922 millions d'euro à la fin de juin 2012 contre 1 927 millions d'euros au 30 juin de l'année passée.

Les autres revenus nets reflètent les variations de juste valeur des portefeuille-titres détenus par les banques. Ces revenus non-récurrents sont donc d'un caractère typiquement hétérogène et volatile. Au cours du premier semestre 2012, cette position enregistre une baisse de 217 millions d'euros sur un an et s'élève à 108 millions d'euros à la fin de juin 2012. La position nette se compose des pertes nettes de 56 banques, à raison de 360 millions d'euros, contre des revenus nets de 81 banques d'une valeur de 468 millions d'euros. A rappeler que les autres revenus nets reculaient encore en décembre 2011, pour afficher une perte nette de 404 millions d'euros. Ils atteignaient par ailleurs 175 millions d'euros à la fin de mars 2012. En effet, le deuxième trimestre a négativement contribué aux autres revenus nets.

Le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 4,4% en comparaison annuelle et s'élève à 4 986 millions d'euros au 30 juin 2012.

Du côté des frais généraux, on note une forte progression de 5,8% en comparaison annuelle. Ce chiffre se décompose en une hausse de 8,8% des frais d'exploitation (à 1 003 millions d'euro) provenant largement des investissements dans les systèmes informatiques et de 3,7% des frais de personnel (à 1 300 millions d'euro) à la fin du mois de juin 2012. Aussi, les coûts du personnel per capita connaissent - après élimination des effets statistiques - une hausse d'environ 3,4% par rapport à juin 2011.

L'impact de correction de valeurs au premier semestre 2012 est plus modéré qu'en 2011. En ce qui concerne plus particulièrement les dépréciations, elles s'inscrivent à 113 millions d'euros à la fin de juin 2012 contre 393 millions d'euros au 30 juin 2011 et 184 au 30 juin 2010. La constitution des provisions accuse 92 millions d'euros au 30 juin 2012 contre des reprises de provisions de 75 millions au 31 mars 2011 et des reprises de 11 millions d'euros au 31 mars 2010.

Partant, sous l'impulsion des évolutions décrites, le résultat après dépréciations et provisions nettes affiche 2 345 millions d'euros à la fin du mois de juin 2012 contre 2 589 millions d'euros au 30 juin 2011, soit une baisse de 244 millions d'euros ou - 9,4%. Après impôts, le résultat net s'élève à 1 986 millions d'euros à la fin du premier semestre 2012 (-142 millions d'euros ou -6,7% en comparaison annuelle).

Tableau 13:

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

	Rubrique des débits et des crédits	06-2011	09-2011	12-2011	03-2012	06-2012	06-2011 - 06-2012	
							Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	9 573	14 599	19 436	4 677	8 735	-8,8	- 838
2	Dividendes perçus	424	581	904	96	352	-17,0	- 72
3	Intérêts bonifiés	7 080	10 761	14 495	3 361	6 207	-12,3	- 873
4	Marge sur intérêts	2 917	4 419	5 845	1 412	2 880	-1,3	- 37
5	Revenus nets sur commissions	1 927	2 928	3 836	1 025	1 922	-0,3	- 5
6	Revenus nets sur opérations de change	44	141	92	78	76	72,7	32
7	Autres revenus nets	325	296	- 404	175	108	-66,8	- 217
8	Revenus hors intérêts	2 296	3 365	3 524	1 278	2 106	-8,3	- 190
9	Produit bancaire	5 213	7 784	9 369	2 690	4 986	-4,4	- 227
10	Frais de personnel	1 254	1 918	2 554	678	1 300	3,7	46
11	Frais d'exploitation	922	1 427	1 985	516	1 003	8,8	81
12	Frais de personnel et d'exploitation	2 176	3 345	4 539	1 194	2 303	5,8	127
13	Amortissements sur immobilisé non financier	130	199	273	68	133	2,3	3
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	2 907	4 240	4 557	1 428	2 550	-12,3	- 357

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

Source : CSSF

1.2.3.3 Les organismes de placement collectif

Au cours du premier semestre 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 sensible au cours des quatre premiers mois de l'année. Il a atteint son niveau historiquement le plus élevé à la fin du mois d'avril, pour ensuite diminuer en mai et repartir à la hausse en juin.

1.2.3.3.1 L'évolution en nombre

Le premier semestre de 2012 s'est caractérisé par un accroissement du nombre des fonds d'investissement, qui a augmenté de 22 unités entre décembre 2011 et juin 2012 pour s'établir, au 30 juin, à 3 867 entités. Cette hausse se décompose en une augmentation de 71 entités du nombre de fonds d'investissements spécialisés (FIS) combinée à une diminution de 49 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 total de compartiments a progressé de 113 unités au cours du semestre écoulé, passant de 13 294 à 13 407 unités entre fin décembre 2011 et fin juin 2012.

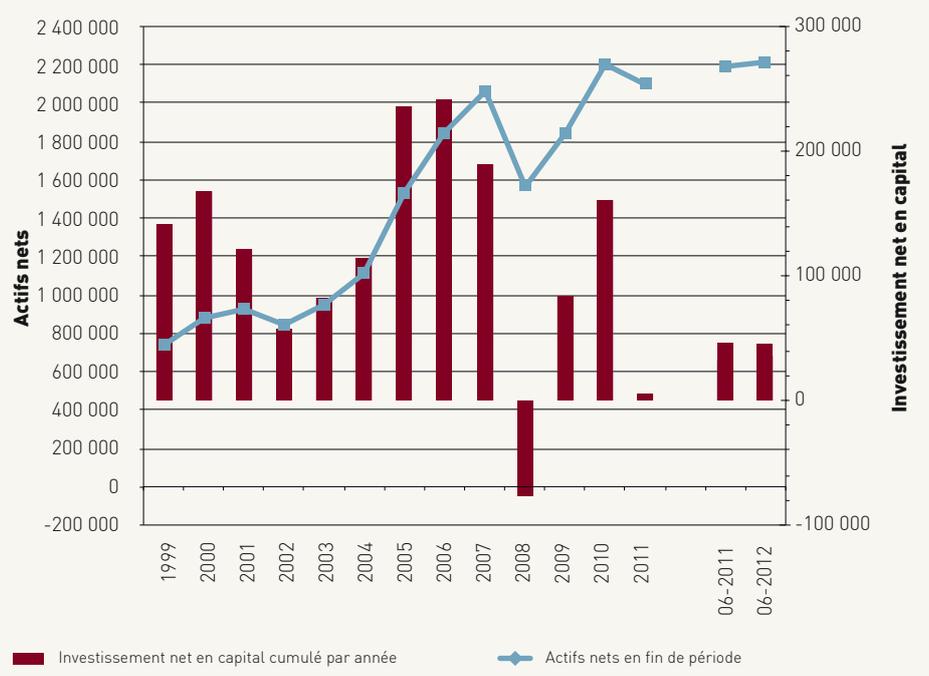
1.2.3.3.2 L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Au cours du premier semestre de 2012, les marchés financiers ont enregistré des performances plutôt positives, excepté en mars et en mai. En parallèle, le volume des investissements nets s'est établi à 43 milliards d'euros. Par conséquent, la valeur nette d'inventaire (VNI) observée à la fin du mois de juin s'est appréciée de plus de 6% par rapport au niveau observé fin décembre 2011.

Si l'on observe plus attentivement les évolutions récentes, il apparaît que les bonnes performances boursières du début de l'année ont attiré les investisseurs. Les investissements en capital ont été élevés en février-mars, et sont restés positifs en avril-mai. Toutefois, les perturbations sur les marchés financiers enregistrées en mars et surtout en mai semblent avoir exercé un impact négatif sur les apports en capital de juin.

Graphique 21

Evolution des actifs nets et de l'investissement net en capital des OPC
(en millions d'euros)



Source : CSSF

Tableau 14 :

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 ¹⁾²⁾	Variation des marchés financiers ²⁾³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	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	306	2 157 081	5 163	55 406	-26 946	-1,2	60 569	2,9
fév.	3 847	13 334	305	2 203 159	13 104	32 974	-5 039	-0,2	46 078	2,1
mars	3 866	13 343	300	2 217 206	18 102	-4 055	26 310	1,2	14 047	0,6
avril	3 872	13 368	299	2 225 600	4 362	4 032	30 192	1,4	8 394	0,4
mai	3 874	13 412	298	2 212 027	4 669	-18 242	-7 181	-0,3	-13 573	-0,6
juin	3 867	13 407	297	2 224 479	-2 081	14 533	39 480	1,8	12 452	0,6

¹⁾ L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.²⁾ Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2011 et 2012.³⁾ Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Source : CSSF

1.2.3.3.3 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 15:

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

	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
Reclassifications	41 679	8 232	26 163	1 236	7 111	-45 437
2012						
janv.	852 636	667 944	534 086	42 825	29 021	62 514
fév.	872 223	693 983	547 785	42 754	29 364	62 832
mars	885 305	694 399	552 196	42 075	28 630	62 438
avril	896 845	691 644	551 568	43 056	28 335	62 781
mai	911 495	656 391	544 575	43 254	27 582	62 853
juin	926 287	664 663	543 891	43 496	27 877	63 427

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' 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 38 983 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.

L'analyse des évolutions du total bilantaire des différentes catégories de fonds révèle qu'entre fin janvier et fin juin 2012, la catégorie de fonds qui a enregistré la plus forte progression est celle des fonds obligataires (+ 8,6%). Les actifs de ces fonds ont enregistré une progression mensuelle régulière au cours de cette période, qui peut s'expliquer entre autres par la baisse des taux d'intérêt, mais aussi par des investissements nets positifs et réguliers depuis le début de l'année.

Les fonds investis principalement en actions ont enregistré de très bonnes performances au premier trimestre, mais les évolutions des marchés boursiers en avril et surtout en mai ont fait infléchir cette tendance haussière. Malgré une légère reprise en juin, le niveau du total bilantaire fin juin est de 0,5% inférieur à ce qu'il était à la fin janvier.

Les actifs des fonds mixtes, quant à eux, ont suivi la même évolution, mais de manière moins contrastée. Ils ont enregistré une hausse au premier trimestre, suivie d'un recul progressif au second trimestre. Au total, le niveau des actifs fin juin est en augmentation de 1,8% par rapport au niveau de la fin janvier.

On note enfin que les actifs des fonds immobiliers et des autres fonds, qui s'étaient dépréciés entre janvier et mars 2012, sont repartis à la hausse au second trimestre. Le total bilantaire des 'hedge funds', après s'être accru en février, s'est progressivement affaibli au cours de la période mars-mai 2012, puis s'est légèrement repris en juin.

1.2.3.4 Les OPC monétaires

1.2.3.4.1 Le nombre de compartiments

En janvier 2012, le nombre de compartiments monétaires est tombé à 306 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.

Entre fin janvier et fin juin 2012, le nombre de compartiments monétaires a diminué de 9 unités, passant de 306 à 297. Abstraction faite du changement de définition, la diminution du nombre de compartiments monétaires, entamée fin 2009, s'est donc poursuivie.

1.2.3.4.2 La somme des bilans

En janvier 2012, le reclassement de certains OPC de la catégorie des fonds monétaires vers la catégorie des fonds non-monétaire s'est traduit par un transfert de 38 983 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 251 534 millions d'euros. Au cours des trois mois suivant, elle est nettement remontée, affichant 264 730 millions d'euros à la fin du mois de mai. En juin, le total des actifs s'est de nouveau rétracté, atteignant 250 609 millions.

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, février ou juin 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 au cours de la période mars-mai, les gestionnaires de patrimoine se tournent vers les OPC monétaires, dont les rendements sont limités mais constituent un placement peu risqué.

1.2.3.4.3 La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et d'un portefeuille de titres de créance dont la maturité moyenne n'excède pas 6 mois. De plus, ces titres de créances doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement 883/2011 de la BCE.

Fin juin 2012, le portefeuille de titres représentait 70,9% de l'actif, soit 177 760 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 26,6%, soit 66 678 millions d'euros. Au cours du deuxième trimestre de 2012, le montant des créances a nettement augmenté (+ 22,7%) au détriment de celui des titres (-7,3%). Cette évolution est également perceptible à un an d'écart, malgré le changement de définition intervenu en janvier.

Le poids relatif des créances affiche plutôt une tendance à la hausse depuis juin 2011, malgré des creux enregistrés certains mois, comme en mars 2012 (21,5%). Ce niveau reste en moyenne 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.

Tableau 16 :

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

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 06-2012
	06-2011	03-2012	06-2012	06-2011 - 06-2012		03-2012 - 06-2012		
				en mil- lions d'euros	en %	en mil- lions d'euros	en %	
Créances	49 647	54 364	66 678	17 031	34,3	12 314	22,7	26,6
Portefeuille titres	209 381	191 826	177 760	-31 621	-15,1	-14 066	-7,3	70,9
Autres actifs	5 970	6 216	6 171	201	3,4	- 45	-0,7	2,5
Total de l'actif	264 998	252 406	250 609	-14 389	-5,4	-1 797	-0,7	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Le portefeuille des titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se compose de titres émis par des établissements de crédit (91 168 millions d'euros au 30 juin 2012), de titres émis par le secteur public (51 201 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (34 737 millions d'euros).

Au cours du dernier trimestre, la diminution du volume des titres en portefeuille s'est concentrée sur les titres émis par les établissements bancaires (-12,5%), alors que les titres émis par les deux autres catégories d'émetteurs ne se tassaient que d'un peu plus de 1%.

En raison du changement de définition, les évolutions à un an d'écart doivent être analysées avec précaution. Toutefois, malgré ce changement, le montant des titres émis par le secteur public a augmenté, passant de 41 468 millions d'euros en juin 2011 à 51 201 millions d'euros en juin 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 à partir d'avril 2011 contribué à augmenter le portefeuille des OPC monétaires. Il est resté à un niveau élevé au cours de l'année 2012, dépassant la plupart du temps les 50 milliards d'euros. Cette augmentation s'est faite principalement au détriment des titres émis par le secteur bancaire. La part dans le portefeuille des titres émis par les autres secteurs, quant à elle, est restée plutôt stable au cours de l'année écoulée.

Tableau 17:

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie¹⁾

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2012/06
	2011/06	2012/03	2012/06	2011/06 - 2012/06		2012/03 - 2012/06		
				en mil- lions d'euros	en %	en mil- lions d'euros	en %	
Etablissements de crédit	129 809	104 145	91 168	-38 641	-29,8	-12 977	-12,5	51,5
Administrations publiques	41 468	51 796	51 201	9 733	23,5	-595	-1,1	28,9
Autres secteurs	37 270	35 230	34 737	-2 533	-6,8	-493	-1,4	19,6
Total	208 547	191 171	177 106	-31 441	-15,1	-14 065	-7,4	100,0

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Source : BCL

1.2.3.5 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 transports⁵⁹, 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.

Au premier trimestre 2012, le chiffre d'affaires (CA) dans le commerce de gros a enregistré une forte diminution (voir tableau), tandis que le commerce de détail faisait preuve d'une résistance certaine. En ce qui concerne les services, il est apparu que la croissance des CAs dans l'hôtellerie-restauration et le transport par eau conservait un certain dynamisme au début de l'année 2012. Les CAs dans les transports aérien et terrestre et les services auxiliaires des transports ont au contraire évolué négativement au premier trimestre 2012. Les statistiques du mois de mai tendent à confirmer les tendances qui se sont dessinées sur les trois premiers mois de l'année, à savoir une bonne résistance du commerce de détail, une bonne tenue dans le secteur du transport par eau et un recul dans le commerce de gros, le transport aérien et les services auxiliaires des transports.

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

⁵⁹ Le secteur des services auxiliaires des transports comprend (outre les services auxiliaires des transports terrestres, services auxiliaires des transports par eau, services auxiliaires des transports aériens et autres services auxiliaires des transports) la manutention, l'entreposage et le stockage.

qui prévalait en moyenne un an plus tôt sur la même période. Avec quelques 49 881 nouvelles immatriculations automobiles, le marché de l'automobile au 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 accusé un fléchissement en 2011 (-3,3%).

Les résultats disponibles pour les six premiers mois de l'année 2012 indiquent que les immatriculations automobiles, après avoir crû sur un an de 0,7% seulement au premier trimestre 2012 au Luxembourg, ont reculé de 0,2% au second trimestre 2012.

Tableau 18:

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

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

* En valeur.

¹⁾ VPC : ventes par correspondance

²⁾ 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 d'août 2012. Elle indique que l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg après correction des variations saisonnières a sensiblement reculé en août, atteignant ainsi son niveau le plus bas depuis janvier 2010. Toutes les composantes de l'indicateur de confiance ont évolué de manière défavorable ce mois-ci. Les anticipations des ménages concernant la situation économique générale au Luxembourg et le taux de chômage se sont nettement dégradées en août, tandis que celles relatives à leur situation financière et à leur capacité d'épargner se sont plus modérément détériorées.

Au final, cette dernière enquête n'a pas confirmé les résultats favorables qui étaient apparus avec les données du mois précédent (juillet 2012). Le sursaut de l'indicateur de confiance au mois de juillet a été plus que compensé par la baisse ultérieure. La confiance des consommateurs du Luxembourg, bien que relativement volatile au cours des mois passés, se situe en dessous de sa moyenne historique depuis septembre 2011.

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs se situe aussi en deçà de sa moyenne historique depuis août 2011.

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

Tableau 19:

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	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
	juin	-8	-21	48	-4	42
	juillet	-4	-19	44	0	48
	août	-9	-26	51	-3	46

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.

Source: BCL

Encadré 4 :

L'ACCÈS À LA PROPRIÉTÉ: RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE LU-HFCS

1. INTRODUCTION

Selon une récente étude, l'accès à la propriété a augmenté ces dernières décennies dans la plupart de pays de l'OCDE. Cette évolution est à mettre en relation avec le vieillissement de la population (Andrews et Caldera Sanchez, 2011), car en règle générale l'accès à la propriété tend à augmenter avec l'âge. D'autres facteurs, comme la libéralisation des marchés financiers, peuvent également expliquer l'accès croissant à la propriété. La diminution des apports en capital favorisée par la libéralisation financière permettrait notamment aux jeunes ménages d'accéder plus aisément à la propriété (par exemple Chiuri et Jappelli, 2003). La propriété immobilière fait partie de la richesse des ménages, dont elle constitue en général une part prépondérante. Ainsi elle exerce une influence déterminante sur décisions économiques des ménages. Le fait d'être propriétaire de sa résidence principale est souvent associé avec l'accumulation de richesse, de meilleurs comportements et résultats scolaires des enfants, des relations sociales plus nourries ou encore une réduction de la mobilité résidentielle (Andrews et Caldera Sanchez, 2011).

Dans ce contexte, l'encadré présente une brève analyse du patrimoine immobilier des ménages luxembourgeois. Une attention particulière est portée aux résidences principales des ménages, aux aspects redistributifs et aux facteurs qui déterminent l'accès à la propriété. Les données sont issues de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages résidant au Luxembourg (Luxembourg Household Finance and Consumption Survey », ou LU-HFCS). Il s'agit d'une enquête représentative des ménages résidents qui vise à compiler des informations détaillées sur les actifs et passifs des ménages. L'enquête a été menée par la BCL et par le CEPS/INSTEAD en 2010/2011.⁶⁰

2. LA RÉSIDENCE PRINCIPALE DES MÉNAGES

Selon les données issues de l'enquête LU-HFCS, la richesse réelle des ménages constitue 89% de leur richesse brute totale. La part la plus importante de la richesse réelle (58%) est attribuée à la valeur de la résidence principale. Ce chiffre reflète le pourcentage élevé des ménages propriétaires de leur résidence principale (67%). Ce dernier taux de propriété correspond d'ailleurs aux estimations de l'OCDE, qui révèlent qu'à l'instar de la plupart des pays de l'OCDE, le taux de propriété a augmenté au Luxembourg du début des années 1980 (environ 60%) aux années 2000 (de l'ordre de 70%) (OCDE, 2004). Une légère réduction se serait cependant manifestée au cours des années récentes, comme en témoigne un taux d'accès à la propriété de 72% en 1997 et de 69% seulement en 2004 (Andrews et Caldera Sanchez, 2011).

La valeur de la résidence principale représente en moyenne 65% des placements immobiliers des ménages, cette proportion variant cependant selon les quartiles de revenu. Ainsi, la part de la résidence principale dans le patrimoine immobilier total est moindre pour le quartile de revenu supérieur, comme l'indique le tableau 1.

Le tableau 1 présente notamment une distinction entre les ménages nationaux et étrangers. Les moyennes respectives de ces deux catégories sont extrêmement proches. Cependant, des différences substantielles se manifestent entre le 1^{er} et le 3^{ème} quartile de revenu, la part de la résidence principale au sein du patrimoine immobilier étant inférieure de 10 points de pourcentage pour les ménages nationaux du premier quartile de revenu. Par contre, pour le troisième quartile cette part est supérieure de 14 points de pourcentage. De plus, pour les étrangers la part se réduit de façon systématique avec le passage aux quartiles de revenu plus élevés.

⁶⁰ Pour une introduction et quelques résultats descriptifs basés sur les données préliminaires du LU-HFCS, voir Mathä, Porpiglia et Ziegelmeier (2012) et/ou Bulletin BCL 2012/1.

Tableau 1 :

**Valeur de la part des résidences principales dans le patrimoine immobilier des ménages
(en excluant la propriété en entreprises)**

Quartile de revenu	Total	National	Étranger
Q1 [< 60% du revenu médian]	74%	71%	81%
Q2	77%	77%	76%
Q3	76%	79%	65%
Q4	56%	56%	58%
Total	65%	65%	66%

Source: calculs BCL basés sur le l'enquête LU-HFCS 2010/2011. Les données sous-jacentes sont imputées et pondérées.

Comme déjà indiqué, le taux de possession de la résidence principale au Luxembourg s'établit en moyenne à 67% (Tableau 2). Ce taux est l'un des plus élevés au sein de la zone euro. En guise de comparaison, le taux de la zone euro est inférieur au taux luxembourgeois à raison de quelque 10 points de pourcentage.⁶¹ Au Luxembourg comme dans d'autres pays, ce pourcentage tend à varier en fonction de la structure démographique des ménages. Comme le montre le tableau 2, les célibataires sont moins susceptibles d'être propriétaires de leur résidence principale et le taux de possession de la résidence principale augmente clairement avec l'âge du ménage. Ces résultats sont robustes d'un pays à l'autre (Chiuri et Jappelli, 2003; Andrews et Caldera Sanchez, 2011). Le critère de l'éducation joue également un rôle fondamental, dans la mesure où les ménages n'ayant reçu aucune éducation formelle ou seulement une éducation primaire présentent généralement des taux de propriété inférieurs aux autres ménages. Enfin, les ménages étrangers sont deux fois plus susceptibles d'être locataires que les ménages luxembourgeois.

Il apparaît par ailleurs que les transferts intergénérationnels ou les dons financiers sont de nature à favoriser l'accès à la propriété. En effet, les ménages ayant reçu de tels transferts ou dons tendent à présenter un taux de propriété supérieur de quelques 29 points de pourcentage aux autres ménages. Selon Chiuri et Jappelli (2003), ces ménages peuvent utiliser les transferts intergénérationnels pour payer des acomptes ou servir de garantie. Enfin, il existe une relation positive et significative entre l'accès à la propriété de la résidence principale d'une part et le revenu brut du ménage d'autre part.

61 Voir ECB Statistical DataWarehouse: Structural Housing Indicator Statistics (ESCB).

Tableau 2 :

Taux de propriété de la résidence principale, valeurs correspondantes et déterminants

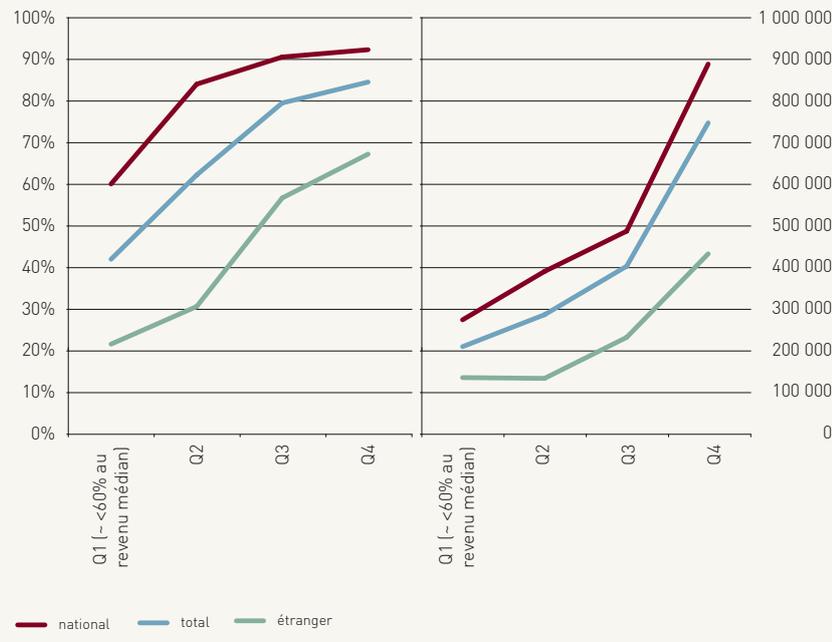
	Taux de possession	Valeur RPM*		RPM valeur hypothécaire*		Part de la population	Taille du sous-groupe
		moyenne	médiane	moyenne	médiane		
Taille du ménage							
1	55.9%	247,678	250,000	39,162	0	30.0%	55,932
2	74.8%	454,002	400,000	34,875	0	28.0%	52,203
3	68.2%	540,437	400,000	70,933	0	17.0%	31,695
4	70.8%	477,281	474,496	91,027	0	16.0%	29,830
5	71.8%	455,018	450,000	79,606	15000	9.0%	16,780
Classe d'âge							
16-29	39.6%	155,619	0	75,202	0	9.1%	16,943
30-39	58.3%	333,871	270,000	122,143	12000	18.3%	34,098
40-49	62.0%	420,825	350,000	68,245	0	27.1%	50,469
50-59	69.6%	422,163	370,000	31,821	0	18.0%	33,573
60-69	84.4%	588,687	500,000	5,708	0	12.5%	23,355
70-100	86.3%	477,592	450,000	8,049	0	15.0%	28,001
Nationalité							
luxembourgeois	83.0%	530,148	450,000	58,266	0	62.1%	115,726
étranger	41.1%	214,993	0	50,449	0	37.9%	70,714
Education (ISCED)							
pas formel ou primaire	52.8%	265,374	200,000	22,957	0	24.2%	45,106
secondaire inférieur	72.7%	398,944	350,000	55,331	0	11.4%	21,236
secondaire supérieur et supérieur non-universitaire	72.4%	396,829	400,000	51,753	0	38.3%	71,430
universitaire	70.2%	569,940	450,000	90,327	0	26.1%	48,669
Statut d'emploi							
employés	61.5%	373,727	328,491	82,826	0	56.1%	104,623
travailleurs indépendants	54.2%	564,638	300,000	68,549	0	5.8%	10,793
retraités	83.9%	498,665	500,000	8,604	0	24.3%	45,375
Quartile de revenu							
Q1 [~<60% du revenu médian]	42.2%	207,235	0	11,891	0	24.7%	45,998
Q2	62.3%	285,245	300,000	44,516	0	24.9%	46,485
Q3	79.5%	403,228	430,000	73,178	0	24.8%	46,194
Q4	84.5%	747,872	600,000	91,808	0	25.6%	47,763
Transferts intergénérationnels/cadeaux							
non	58.7%	355,660	290,000	60,732	0	71.1%	132,572
oui	87.8%	545,696	500,000	41,951	0	28.9%	53,868
Total	67.1%	410,615	360,000	55,301	0	100.0%	186,440

* inconditionnel

Source: calculs BCL basés sur l'enquête LU-HFCS 2010/2011. Les données sous-jacentes sont imputées et pondérées. RPM=Résidence principale des ménages.

Graphique 1

Taux de possession de la résidence principale et valeurs correspondantes par quartiles de revenu



Source: calculs BCL basés sur le LU-HFCS 2010/2011. Les données sous-jacentes sont imputées et pondérées.

La valeur moyenne de la résidence principale augmente de façon continue à travers les quartiles de revenu brut total des ménages (Graphique 1). Dans le 1^{er} quartile de revenu et pour l'ensemble des ménages résidents, la valeur moyenne s'élève à €207 000. Elle augmente ensuite graduellement jusqu'à €748 000. Les ménages nationaux déclarent une valeur moyenne systématiquement plus élevée que celle des ménages étrangers.

3. QUELLES CARACTÉRISTIQUES DU MÉNAGE FAVORISENT L'ACCÈS À LA PROPRIÉTÉ ?

L'analyse économétrique permet de quantifier l'influence de diverses caractéristiques du chef du ménage sur la probabilité d'être propriétaire de sa résidence principale. Nous estimons un modèle Probit afin d'analyser l'effet simultané de plusieurs caractéristiques du ménage. L'effet du revenu est représenté par quatre variables binaires identifiant chacune un quartile de revenu différent. Une autre variable binaire identifie les ménages étrangers, avec une influence supposée négative sur la probabilité d'être propriétaire. Le niveau d'éducation est capturé par trois variables binaires indiquant l'absence d'éducation formelle ou primaire, un niveau d'enseignement secondaire inférieur ou un niveau d'enseignement secondaire supérieur. Le niveau d'enseignement tertiaire est utilisé comme catégorie de référence. D'autres caractéristiques du chef de ménage sont également considérées, comme l'âge, le sexe, l'état matrimonial, le nombre d'enfants à charge ou encore l'emploi.

Un examen des aspects distributifs des taux de possession de la résidence principale à travers les différents quartiles de revenu révèle d'autres différences entre les ménages. Alors que les ménages luxembourgeois ont en moyenne deux fois plus de chance d'être propriétaires de leur résidence principale (83% contre 41% pour les ménages étrangers), ce ratio tend à évoluer en fonction du niveau de revenu (graphique 1). Dans le 1^{er} quartile de revenu brut total, 41% seulement des ménages résidant au Luxembourg sont propriétaires de leur résidence principale. De surcroît, au sein de cette catégorie de revenu les ménages luxembourgeois ont trois fois plus de chance d'être propriétaires de leur résidence principale que les ménages étrangers (60% par rapport à 22% respectivement). Dans le 2^{ème} quartile, la part respective des ménages luxembourgeois et étrangers qui possèdent une résidence principale

Le modèle Probit permet de prédire correctement 80% des cas. Les résultats, qui sont synthétisés dans le tableau 3, corroborent les observations faites dans la partie descriptive de cet encadré. Ainsi, il apparaît que le taux de propriété de la résidence principale augmente avec le revenu et avec l'âge. Des résultats similaires ont également été signalés par Andrews et Caldera Sanchez (2011) pour un certain nombre de pays de l'OCDE, dont le Luxembourg. Le fait de recevoir des transferts intergénérationnels ou des dons financiers exerce un effet positif sur l'accès à la propriété, comme le laissait présager la partie descriptive du présent encadré. La probabilité de possession augmenterait à raison de 9% en cas de transfert ou don de ce type.

Tableau 3 :

Estimation probit de la probabilité d'être propriétaire de sa résidence principale

	dy/dx	err.std.
Étranger (d)	-0.252	0.026
Quartile de revenu 1 (d)	réf.	réf.
Quartile de revenu 2 (d)	0.144	0.041
Quartile de revenu 3 (d)	0.257	0.042
Quartile de revenu 4 (d)	0.293	0.049
Sexe féminin (d)	0.087	0.030
Age <=29 (d)	-0.130	0.053
Age 30-39 (d)	-0.032	0.040
Age 40-49 (d)	réf.	réf.
Age 50-59 (d)	0.008	0.044
Age 60-69 (d)	0.109	0.056
Age >=70 (d)	0.118	0.067
Célibataire (d)	-0.123	0.041
Marié/mariée (d)	réf.	réf.
Veuf/veuve (d)	0.045	0.073
Divorcé/divorcée (d)	-0.147	0.045
Nombre d' enfants	-0.003	0.017
Pas d'éducation formelle ou éducation primaire	-0.053	0.046
Cycle inférieur d'éducation secondaire	-0.010	0.053
Education secondaire supérieure et supérieur non-universitaire	0.014	0.038
Education universitaire	réf.	réf.
Travailleurs indépendants (d)	-0.100	0.045
Transferts intergénérationnels/cadeaux (d)	0.091	0.034
Pseudo moyenne R2	0.300	
Correctement classés	80.4%	

Source: calculs BCL basés sur l'enquête LU-HFCS 2010/2011 ; nombre d'observations=950. Nous rapportons la moyenne des effets marginaux (dy/dx) pour tous les facteurs explicatifs et les écarts-types respectifs (std. err.), sur la base d'une estimation des variables probit pondérées. Les effets marginaux et les erreurs types sont calculés en utilisant 5 ensembles de données imputées et combinées selon la règle de Rubin (Rubin, 1987, 1996). Le terme (d) indique le changement d'une variable « dummy » de 0 à 1. Le terme RÉF. indique la catégorie de référence lorsque différentes variables binaires sont utilisées.

D'autres caractéristiques exercent en revanche une incidence négative, par exemple le fait d'être célibataire, de sexe masculin, divorcé(e), travailleur indépendant ou étranger. Ces résultats correspondent aux attentes. Par exemple, il peut sembler plus difficile pour un célibataire d'épargner pour le paiement d'un apport en capital ou d'accéder à un prêt hypothécaire, car le risque de défaillance ne peut être étalé sur plusieurs membres du ménage. Le coefficient négatif

des travailleurs indépendants suggère que ces travailleurs éprouvent également plus de difficultés à obtenir un prêt hypothécaire, ce qui peut s'expliquer par des revenus plus volatils et moins susceptibles de bénéficier de garanties. Cependant, pour les travailleurs indépendants qui sont déjà propriétaires de leur résidence principale, la valeur moyenne de cette dernière tend à être nettement plus élevée (cela résulte d'une analyse Heckman non montrée). Le coefficient négatif pour les ménages étrangers signale de possibles contraintes de crédit, des possibilités d'épargne inférieures ou l'absence d'un garant pour un prêt hypothécaire.

Le nombre d'enfants à charge et le niveau de scolarité n'ont pas d'effet statistiquement significatif (vraisemblablement à cause d'une corrélation avec le niveau de revenu). Si on exclut les variables liées au revenu, la probabilité de devenir propriétaire augmente avec le niveau d'instruction.

4. REMARQUES FINALES

Cet encadré utilise les données de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages résidant au Luxembourg (LU-HFCS) pour analyser les facteurs qui incitent les ménages à investir dans l'immobilier, en particulier pour devenir propriétaire de leur résidence principale. La valeur de la résidence principale représente la composante majeure du patrimoine immobilier des ménages résidents, ainsi que de leur richesse réelle. C'est surtout vrai pour les ménages à revenu faible ou moyen. Une régression multivariée confirme les résultats trouvés pour d'autres pays de l'OCDE : la probabilité d'être propriétaire de sa résidence principale est liée aux caractéristiques des ménages, telles que le niveau de revenu brut, l'âge, l'état matrimonial, le statut d'étranger du chef de ménage et aussi la présence de transferts intergénérationnels ou de dons financiers reçus.

5. RÉFÉRENCES

Andrews, D. et A. Caldera Sanchez (2011): Drivers of homeownership rates in selected OECD countries. OECD Economics Department Working Papers No. 849.

BCL (2012): *Bulletin* 2012-01. Banque centrale du Luxembourg.

Chiuria, M.C., et T. Jappelli (2003): Financial market imperfections and home ownership: A comparative study. *European Economic Review* 47: 857-875.

Mathä, T.Y., A. Porpiglia et M. Ziegelmeier (2012): The Luxembourg Household Finance and Consumption Survey: Introduction and results. BCL WP 73.

OECD (2004): *OECD Economic Outlook*. Paris, OECD.

Rubin, D. B. (1987, 2004): *Multiple Imputation for Nonresponse in Surveys*. 1st and 2nd ed., New York, J. Wiley & Sons.

Rubin, D. B. (1996): Multiple imputation after 18+ years (with discussion). *Journal of the American Statistical Association* 91: 473-489.

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en juillet 2012 n'apporte aucune révision aux données publiées en avril 2012. En fait, il apparaît qu'en général les comptes annuels ne sont pas révisés lors de la publication du mois de juillet mais seulement lors de celles du mois d'octobre et d'avril.

Rappelons que la progression du PIB réel avait été estimée à 1,6% sur l'ensemble de l'année 2011 et qu'à l'exception des stocks, l'ensemble des composantes de la demande ont évolué favorablement. La demande intérieure a progressé de 4,7%, essentiellement sous l'effet d'une forte progression de la formation brute de capital fixe et de la consommation publique, mais cette bonne performance a été contrebalancée par une diminution sensible des exportations nettes en raison d'une progression sensiblement plus faible des exportations que celle des importations.

Tableau 20:

Croissance annuelle du PIB réel et des composantes de la demande

	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

Comptes trimestriels

La récente publication des comptes nationaux trimestriels fait apparaître qu'au premier trimestre de 2012, l'activité économique aurait affiché une sensible contraction, de -1,5% par rapport au trimestre précédent, tandis que sur base annuelle la progression aurait été nulle.

Ces développements impliquent qu'à la fin du premier trimestre 2012 l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2012 est nettement négatif, puisqu'il s'établit à -0,6%.

Par ailleurs, notons que les estimations relatives aux trimestres précédents ont été légèrement révisées, ce qui se traduit par les modifications suivantes du profil de la croissance annuelle: 2,5% au lieu de 1,9% pour le 3^{ème} trimestre 2011 et 1% au lieu de 0,8% pour le 4^{ème} trimestre. Les données relatives aux deux premiers trimestres n'ont quant à elles pas été révisées.

La forte contraction de l'activité économique au premier trimestre s'explique par un repli de l'ensemble des postes de la demande. En premier lieu, les exportations s'affichent en retrait de 1,7% sur un trimestre, ce qui est comparable avec ce qui avait déjà été enregistré au dernier trimestre de 2011. Mais contrairement à ce qui avait alors été observé, l'évolution de la demande intérieure n'a pas permis de contrebalancer l'effet négatif de la chute des exportations sur la croissance économique globale. En effet, au cours de ce premier trimestre les dépenses de consommation privées ont baissé de 0,7%, celles des administrations publiques de 1,3% et la formation brute de capital fixe est en recul de 2,0% sur base trimestrielle (contre une croissance de respectivement 0,6%, 0,7% et 9,4% au trimestre précédent).

Tableau 21 :

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012
Consommation privée	0.7	0.4	0.6	-0.7	2.2	1.6	1.9	1.0
Consommation publique	1.0	0.7	0.7	-1.3	2.7	2.5	3.0	1.2
Formation brute de capital fixe	3.8	8.3	9.4	-2.0	-10.7	17.6	21.9	20.5
Exportations	1.0	0.8	-1.6	-1.7	1.5	4.2	-1.5	-1.5
Importations	0.2	4.4	-4.0	1.2	-1.1	9.3	1.5	1.6
PIB réel	-0.3	1.7	0.1	-1.5	0.7	2.5	1.0	0.0
Emploi salarié	0.9	0.6	0.5	0.4	2.8	2.8	2.7	2.3
Emploi total	0.8	0.6	0.4	0.5	2.8	2.7	2.6	2.3
Rémunération moyenne par salarié	-0.6	0.6	1.6	-0.2	1.9	1.2	1.9	1.4
Productivité du travail	-1.1	1.1	-0.3	-1.9	-2.0	-0.3	-1.5	-2.3
Coût unitaire du travail	0.5	-0.5	2.0	1.8	4.0	1.5	3.5	3.8

Remarque: les données relatives à l'emploi et par conséquent les indicateurs afférents sont ajustés pour les variations saisonnières
Source : Statec, calculs BCL (aux erreurs d'arrondi près)

Notons encore que la dernière version de la comptabilité nationale fait état d'une légère décélération de la croissance en rythme annuel de la rémunération par tête au cours du premier trimestre 2012 (1,4% contre 1,9% le trimestre précédent et 4,0% au cours du même trimestre de 2011). D'un autre côté, la tendance négative se poursuit en ce qui concerne la productivité du travail, en raison du ralentissement marqué de l'activité économique qui a été observé alors que dans le même laps de temps la progression de l'emploi est restée relativement dynamique, en dépit de la décélération enregistrée au cours des derniers mois. Par conséquent, la progression annuelle des coûts salariaux unitaires s'est à nouveau accentuée au premier trimestre 2012, celle-ci s'affichant à 3,8%.

En ce qui concerne la croissance sectorielle, le fait le plus marquant au cours de ce premier trimestre est sans conteste la très nette contraction sur base trimestrielle de l'activité dans le secteur des services financiers (-7,6%). Etant donné que la progression de l'activité avait déjà été négative dans ce secteur au cours des trois trimestres précédents, il en résulte que la contraction de l'activité est de 11,6% sur un an. Il convient par ailleurs de noter que l'activité dans les secteurs « commerce, transports et communications » et de la construction s'est contractée sur base trimestrielle de, respectivement, 2,8% et 1,2% alors que la progression de l'activité dans ces secteurs au cours des trimestres précédents avait été globalement positive. Enfin, l'activité dans l'industrie a affiché un repli de l'ordre de 3% sur un an, ce qui donne à nouveau une image moins pessimiste que ce qui ressort des données sur la production industrielle enregistrant quant à elle une contraction nettement plus sévère au cours de la même période (de l'ordre de -6%).

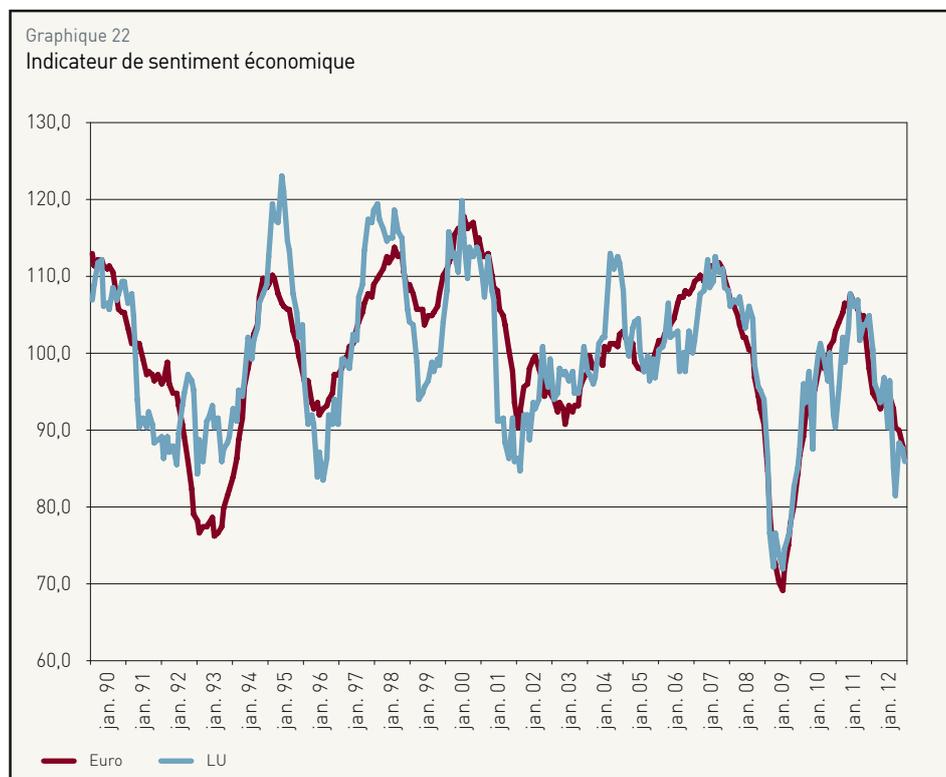
Tableau 22 :

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012
Agriculture, chasse et pêche	-4,7	-4,7	0,3	2,7	-0,9	-5,4	-4,8	-6,5
Industrie y compris énergie	-0,7	-0,2	-5,4	3,3	6,2	5,4	-1,3	-3,1
Construction	-2,2	0,5	1,5	-1,2	2,0	1,0	3,6	-1,5
Commerce, transports et communications	3,3	1,7	1,6	-2,8	4,7	6,3	5,3	3,8
Services financiers	-2,1	-0,1	-2,2	-7,6	-5,8	-4,5	-6,4	-11,6
Services immobiliers, de location et aux entreprises	0,9	3,8	0,1	1,1	4,0	7,5	2,6	6,0
Autres activités de services	0,9	0,4	0,9	1,2	2,2	1,5	1,9	3,4

1.2.6 Retour sur les projections de l'été 2012

Les plus récentes prévisions macroéconomiques de la BcL, datant de juin 2012 (voir Bulletin BcL de juin), présageaient pour l'année 2012 une progression du PIB en volume comprise entre 0,7% et 1,3%. La croissance anticipée pour 2013 se situait entre 1,4% et 3,4% tandis qu'elle s'établissait entre 2,3% et 4,3% pour l'année 2014. Ce scénario intégrait une quasi-stagnation de l'activité durant la première moitié de l'année 2012 et un relèvement très progressif de la croissance économique par la suite pour retrouver lors des années 2013 et 2014 un sentier de croissance normalisé demeurant en deçà de l'évolution historique luxembourgeoise. Cette projection était basée sur l'hypothèse de l'abaissement du potentiel de croissance résultant notamment des ajustements structurels dans le secteur financier.



Source : Commission européenne

Depuis juin dernier, force est de constater que les nouvelles informations économiques et financières rendues disponibles témoignent d'une dégradation plus forte qu'anticipé du climat économique ambiant, impliquant que la croissance économique moyenne en 2012 pourrait être en deçà des attentes.

D'une part, la plus récente publication des comptes nationaux, parue début juillet, fait état d'une dégradation beaucoup plus sévère qu'anticipé de la situation économique au premier trimestre de 2012. En effet, d'après celle-ci le PIB réel aurait reculé de 1,5% en rythme trimestriel avec notamment une contraction abrupte de l'activité dans le secteur des services financiers (-7,6%). Par conséquent, l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2012 est largement négatif à la fin de ce premier trimestre, à raison de -0,6%.

D'autre part, la plupart des données relatives à l'activité économique observée au cours du deuxième trimestre de 2012 font état d'une situation conjoncturelle dégradée. Ainsi, la production industrielle s'inscrit en fort repli sur un an (-5,7% au second trimestre 2012 par rapport à la même période de 2011), ainsi que l'activité dans le secteur de la construction (-6,2% sur la même période). Les données provisoires indiquent également que l'activité dans le commerce de gros et le transport aérien était en contraction en avril et mai 2012. En ce qui concerne le secteur financier, les dernières données disponibles relatives aux comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois font état d'une réduction des profits avant dépréciations, provisions et impôts de plus de 12% sur un an en juin 2012.

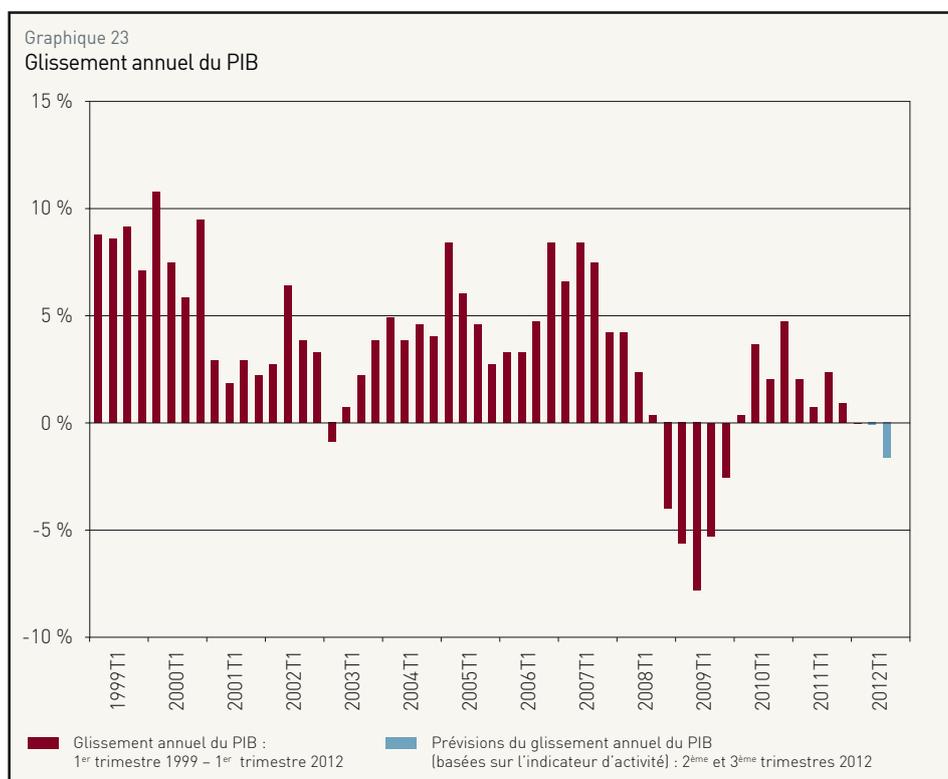
Par ailleurs, les résultats d'enquêtes réalisées dans les secteurs industriel et de la construction, après s'être sensiblement détériorés lors du deuxième trimestre de 2012, se sont à nouveau dégradés en

juillet. De plus, l'indicateur de sentiment économique publié par la Commission européenne s'est encore replié en juillet et en août (voir le graphique 23) et ce, aussi bien pour le Luxembourg (de 88,3 points en juin à 85,9 en août) que pour la zone euro (de 89,9 à 86,1), ceux-ci se trouvant à des niveaux largement en deçà de leur moyenne historique. Notons toutefois que dans le cas du Luxembourg, les résultats de cet indicateur doivent être interprétés avec prudence étant donné qu'il ne couvre pas l'ensemble des secteurs d'activité (les services et le commerce de détail n'étant pas inclus).

Tenant compte dans une large mesure de ces récents développements économiques et financiers, l'indicateur d'activité compilé par la BcL anticipe une nouvelle contraction du PIB luxembourgeois au deuxième trimestre de 2012, de l'ordre de -0,4% sur base trimestrielle, ainsi qu'une stagnation lors du troisième trimestre. Selon cette conjoncture, l'acquis de croissance à l'issue du troisième trimestre serait de -0,9%, ce qui paraît nettement plus pessimiste que les projections établies lors de l'exercice de juin 2012.

Notons toutefois que les résultats basés sur l'indicateur d'activité doivent être interprétés avec prudence. En effet, ceux-ci découlent principalement de la contraction particulièrement prononcée de l'activité au premier trimestre de 2012 telle que renseignée par la version des comptes nationaux trimestriels publiée récemment par le Statec, elle-même s'expliquant en grande partie par le recul de l'activité dans le secteur des services financiers. Rappelons qu'il est traditionnellement difficile d'estimer précisément la valeur ajoutée dans ce secteur et que les données sont souvent sujettes à révision. A ce propos, signalons simplement que sur la même période, les données relatives au produit bancaire des établissements

de crédit luxembourgeois affichent un repli plus limité que celui de la valeur ajoutée dans le secteur des services financiers et que par ailleurs le repli est essentiellement imputable à une diminution des autres revenus nets, incluant notamment les effets de juste valeur. Tout en prenant garde de ne pas emprunter de raccourci trop facile, il convient donc de ne pas sous-estimer la probabilité que la prochaine publication des comptes nationaux en octobre donne lieu à une révision à la hausse de l'activité mesurée dans le secteur financier, impliquant automatiquement une révision dans le même sens des chiffres du PIB relatifs au premier trimestre 2012. Si c'est le cas, l'acquis de croissance à la fin du troisième trimestre basé sur les résultats de l'indicateur d'activité pourrait être substantiellement revu à la hausse en raison d'un effet de seuil moins négatif en début d'année.



Sources : STATEC, calculs BCL

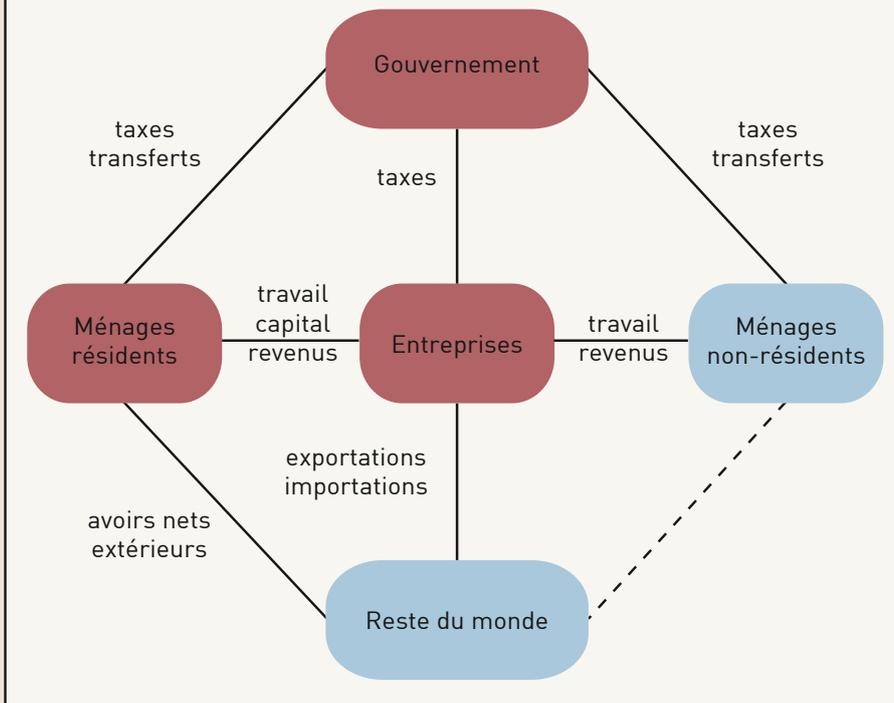
Encadré 5:

LOLA 2.0 : UN MODÈLE D'ÉQUILIBRE GÉNÉRAL POUR ANALYSER L'ÉCONOMIE LUXEMBOURGEOISE

L'approche méthodologique actuellement privilégiée pour l'analyse de problèmes de politique macroéconomique est celle des modèles d'équilibre général dynamiques. L'équilibre général signifie que tous les marchés sont liés entre eux, ce qui est indispensable si l'on veut appréhender les effets de chocs/politiques structurel(le)s dans leur ensemble. L'aspect intertemporel est tout aussi important puisque 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. Ces modèles sont à interpréter comme des représentations stylisées (maquettes) du fonctionnement de l'économie. Ils sont construits à partir de représentations cohérentes et rigoureuses des mécanismes de marché et du comportement des agents économiques, fondées sur la théorie microéconomique. Hormis quelques cas particuliers hyper simplifiés, les propriétés et implications de ces modélisations de la réalité économique peuvent rarement être étudiées en termes analytiques généraux. Typiquement, les maquettes sont "calibrées" et leurs propriétés étudiées par simulations numériques, en veillant à spécifier et calibrer le modèle initial (scénario de base) de façon à reproduire des caractéristiques bien établies de l'économie considérée. Les effets de politiques économiques ou autres modifications de l'environnement économique sont simulés en élaborant des variantes du scénario de base. Le modèle LOLA 2.0 représente l'économie luxembourgeoise et se conforme à cette approche d'équilibre général dynamique. Il vise principalement à étudier tant les effets de chocs structurels comme les chocs de démographie, que les effets de politiques structurelles telles qu'une réforme des pensions.

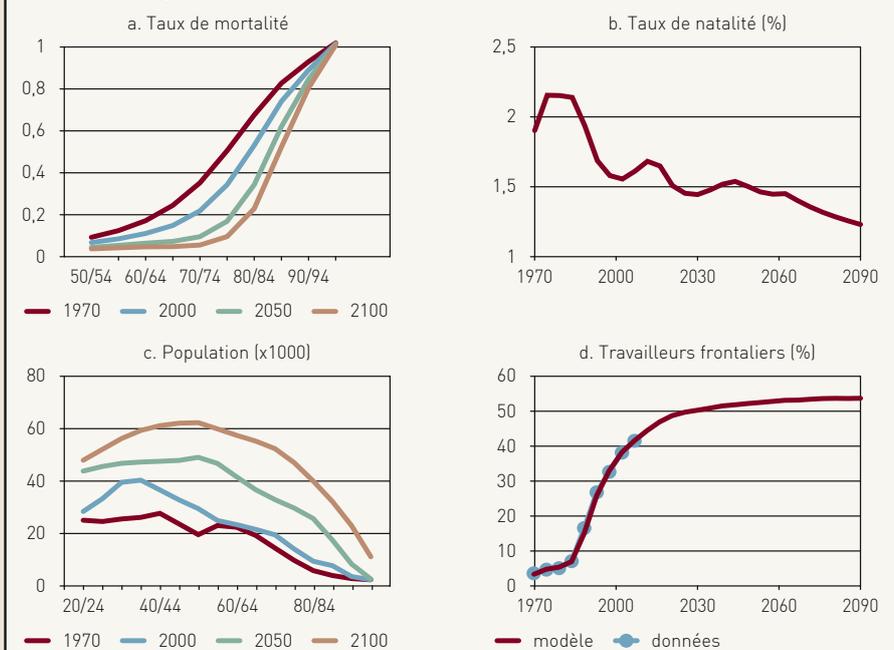
Outre l'aspect d'équilibre général dynamique, le modèle LOLA 2.0 présente cinq caractéristiques principales. Premièrement, c'est un modèle à générations imbriquées. Cela signifie que plusieurs générations (travailleurs jeunes, travailleurs moins jeunes, retraités, ...) avec des situations différentes coexistent à chaque instant. Cela introduit un cycle de vie et permet, entre autres, d'étudier des problématiques comme le financement des pensions. Plus précisément, dans LOLA, la vie d'un individu (de 20 ans à 99 ans) est divisée en 16 périodes. Une période représente donc 5 ans. Deuxièmement, pour modéliser le marché du travail, nous suivons l'approche Diamond-Mortensen-Pissarides, qui représente explicitement les comportements de demande et d'offre de travail, les processus de formation des salaires et leurs impacts sur les probabilités d'embauche. Pratiquement, cela nous permet d'introduire des notions comme le chômage involontaire ou encore les postes vacants et donc d'avoir une représentation du marché du travail assez réaliste. Troisièmement, l'emploi n'est pas uniquement résident mais il est aussi frontalier. Ces travailleurs frontaliers peuvent avoir des productivités différentes de celles des travailleurs résidents, de même que des pouvoirs de négociation (des salaires) différents. Quatrièmement, l'économie est ouverte, dans la lignée des travaux de Obstfeld-Rogoff. Cela génère une dynamique de la balance courante, qui elle-même dépend des chocs étrangers, de notre compétitivité et de nos préférences. Cinquièmement, le modèle comporte un système de pension par répartition ("pay as you go") mais une pension complémentaire peut être financée par l'épargne individuelle. Outre les pensions, le gouvernement doit également financer les prépensions, les allocations de chômage et les autres dépenses publiques. Toutes ces dépenses sont, en partie ou non, financées par différentes taxes sur le travail, le capital et la consommation. Tout déséquilibre du solde primaire se répercute sur le niveau de la dette publique. La figure 1 représente de manière schématique les différents agents du modèle ainsi que les liens qui les unissent.

Graphique 1
Connexions entre les différents agents



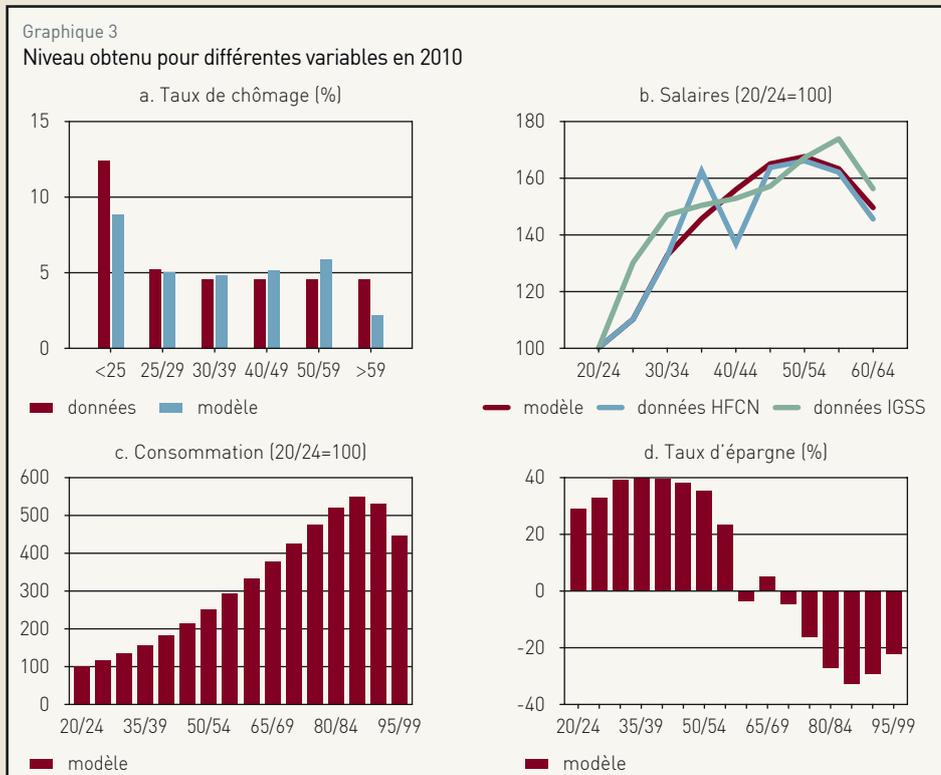
De plus, dans un souci de réalisme, nous introduisons dans notre modèle les évolutions démographiques réalisées et attendues (probabilités de passage d'une génération à une autre, taux de natalité, immigration et frontaliers) entre 1970 et 2100. En d'autres termes, la taille de la population par âge évolue au cours du temps selon les dernières projections démographiques disponibles. La figure 2 montre l'évolution des ces différents inputs.

Graphique 2
Evolutions démographiques entre 1970 et 2100



Sources : Statec, INSEE, Nations-Unies et calculs BCL. Le taux de mortalité est défini comme la probabilité, à un âge donné, de décéder au cours des cinq années suivantes.

Nous supposons également que la productivité du travail augmente de manière continue. Nous fixons cette amélioration de productivité afin d'obtenir une croissance potentielle annuelle moyenne de l'ordre de 2% entre 2015 et 2060, ce qui est comparable au chiffre du rapport de l'Ageing Working Group (Commission Européenne, 2012). Enfin, ce modèle est calibré, c'est-à-dire que des valeurs sont données à tous les paramètres restants 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. La figure 3 et le tableau 1 illustrent le niveau de différentes variables en 2010.



Sources : Statec, IGSS, HFCN (Household Finance and Consumption Network), calculs BCL.

Tableau 1 :

Niveau obtenu pour différentes variables en 2010 (en pourcent)

Indicateur	Données	Modèle	Indicateur	Données	Modèle
Taux d'activité [55-64]	53	52	Taux de chômage	5,5	5,5
Dépenses pensions (% PIB)	9,2	9,2	Consommation (% PIB)	32	37
Déficit Primaire (% PIB)	0,9	0,4	Consommation publique (% PIB)	16	16
Dette publique (% PIB)	19	19	Investissement (% PIB)	16	29
Avoirs nets extérieurs (% PIB)	89	94	Balance Commerciale (% PIB)	35	18

Sources : Statec, BCL, calculs BCL.

A titre d'illustration, nous utilisons le modèle LOLA afin d'analyser et de comprendre les effets à moyen et long terme que les évolutions démographiques (vieillesse de la population et importance des frontaliers) pourraient avoir sur l'économie du Luxembourg. Ces effets ont déjà été expliqués en détail dans l'Encadré « Chocs structurels et évolution projetée de l'économie luxembourgeoise : que nous apprend le modèle d'équilibre général LOLA ? » du Bulletin BCL 2012-2 et nous nous contentons de les résumer ici. D'ici 2100, on remarque une baisse continue du taux de croissance potentielle 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, à cause du vieillissement de la population, tant résidente que frontalière et d'un alourdissement progressif et non négligeable des dépenses de pensions. Ensuite, nous analysons la

récente réforme des pensions proposée par le gouvernement. Nous montrons qu'elle va dans le bon sens mais qu'elle est insuffisante au vu de l'ampleur du problème qui nous attend. Pour plus de détails sur les effets de cette réforme des pensions, on peut également se référer à l'Encadré « Réformes des pensions au Luxembourg : évaluation du projet de loi avec le modèle d'équilibre général LOLA » du Bulletin BCL 2012-2.

Par définition, un modèle, aussi bon soit-il, ne parviendra jamais à reproduire parfaitement une économie. Le développement de LOLA doit donc être vu comme un processus continu dont chaque nouvelle version vise à améliorer la précédente (voir ci-dessous). Par rapport à la version LOLA 1.0, la version 2.0 a ajouté une génération supplémentaire, détaillé la partie finances publiques, affiné et rafraîchi la calibration et surtout introduit une dynamique de la balance courante dans la lignée des travaux de Obstfeld-Rogoff. Ce modèle sera encore développé dans le futur. Dans un premier temps, nous voudrions réduire la durée d'une période de 5 à 1 an. Cela n'aura aucun effet sur nos conclusions mais devrait permettre de rendre nos résultats plus "lisibles". Dans un deuxième temps, nous aimerions ajouter un secteur productif dans notre modèle afin de pouvoir distinguer le secteur des services (dont le secteur financier) du secteur manufacturier. Enfin dans un troisième temps, la taille de l'offre de travail frontalière potentielle pourrait être représentée par une relation économétrique estimée plutôt que d'être complètement exogène.⁶²

RÉFÉRENCES TECHNIQUES

Comme déjà expliqué ci-dessus, le développement du modèle LOLA résulte d'un processus continu. Pour une vue des différentes versions ainsi que pour tous les détails techniques, on peut se référer aux références suivantes :

Pierrard, O. and H. Sneessens (2009). LOLA 1.0 : Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis. BCL Working Paper 36.

De la Croix, D., O. Pierrard, and H. Sneessens (2010). Aging and pensions in general equilibrium : Labour market imperfections matter. Forthcoming in the *Journal of Economic Dynamics and Control*.

Marchiori, L., O. Pierrard, and H. Sneessens (2011). Demography, capital flows and unemployment. IZA Working Paper 6094.

Marchiori, L. and O. Pierrard (2012). LOLA 2.0 : Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis. BCL Working Paper 76.

62 L'offre de travail frontalière pourrait par exemple dépendre de variables comme la croissance de l'emploi ou la croissance des salaires au Luxembourg.

1.2.7 Le commerce extérieur

Le déficit du commerce extérieur a poursuivi son aggravation en atteignant 3,7 milliards d'euros au premier semestre de 2012 (+35% par rapport au même semestre de 2011), après avoir déjà atteint un niveau record de 6,6 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. 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). Cette tendance s'est renforcée sur les deux premiers trimestres de 2012, avec de surcroît des contractions successives de 7% et de 10% pour les exportations. Soutenues par l'acquisition de deux nouveaux avions, les importations se sont en revanche accrues successivement de 6,5% et de 3% sur les deux premiers trimestres de 2012.

Les indices moyens des prix montrent aussi une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation qui, avec un taux de croissance de 5% en 2011 et de 2% au premier trimestre 2012, ont progressé à un rythme inférieur aux prix à l'importation (+9% en 2011 et +3% au premier trimestre 2012). En conséquence, les termes de l'échange ont en moyenne poursuivi leur détérioration (-1% au premier trimestre 2012, après -4% en 2011), 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 au premier trimestre 2012, ils montrent une hausse légère pour les volumes à l'importation (+2%) et une importante chute (-9%) des volumes à l'exportation.

Sur les deux premiers trimestres de 2012, les exportations luxembourgeoises se sont contractées dans presque toutes les catégories de biens exportés. Les produits sidérurgiques, principale composante des exportations luxembourgeoises, ont subi un net ralentissement de leur croissance depuis le troisième trimestre 2011 (10% sur toute l'année 2011, contre 26% en 2010) qui s'est même avérée négative au dernier trimestre 2011 (-2%). Sur les deux premiers trimestres 2012, suite au ralentissement prononcé de l'activité économique dans la zone euro, les exportations de produits sidérurgiques ont accentué leur rythme de contraction, enregistrant des baisses respectives de 15% et de 17%. 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 semestre de 2012. Les livraisons vers l'Asie ont progressé d'environ 11% sur toute l'année 2011 et de 34% au premier semestre de 2012. Celles à destination d'Amérique (États-Unis essentiellement) ont par contre largement baissé (-31%) au premier semestre 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 26% au premier semestre de 2012. De même, avec des taux de croissance de 22% sur toute l'année 2011 et de 34% au premier semestre de 2012, les importations de matériel de transport (avions et satellite) ont largement contribué au creusement du déficit commercial. 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 légèrement au premier semestre de 2012. Sous l'effet notamment d'acquisition d'avions évoqués ci-dessus, les importations en provenance des États-Unis se sont une nouvelle fois accrues largement au premier semestre de 2012, après la forte progression de 2011.

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%
1 ^{er} trim.	2 515,2	9,7%	3 698,9	8,1%	-1 183,7	4,8%
2 ^e trim.	2 801,4	28,3%	4 509,6	35,8%	-1 708,2	50,2%
3 ^e trim.	2 685,8	11,2%	3 830,0	16,2%	-1 144,3	29,9%
4 ^e 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%
1 ^{er} trim.	3 151,4	25,3%	4 392,3	18,7%	-1 240,9	4,8%
2 ^e trim.	3 064,5	9,4%	4 555,9	1,0%	-1 491,3	-12,7%
3 ^e trim.	3 003,2	11,8%	4 736,5	23,7%	-1 733,3	51,5%
4 ^e trim.	2 809,7	1,0%	4 914,0	12,1%	-2 104,3	31,5%
2012						
1 ^{er} trim.	2 928,9	-7,1%	4 676,0	6,5%	-1 747,1	40,8%
2 ^e trim.	2 768,1	-9,7%	4 705,0	3,3%	-1 936,9	29,9%

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 914 millions d'euros au premier trimestre de 2012, soit une baisse de 26% par rapport au même trimestre de 2011. Cette chute de l'excédent courant est survenue sur fond d'évolutions largement divergentes dans les principaux soldes partiels. Sous l'effet d'une contraction sensible des exportations de biens, le déficit commercial s'est aggravé au premier trimestre de 2012. Sur la même période, le surplus des services est en léger recul, tandis que les déficits des revenus et des transferts courants se sont quelque peu résorbés.

Dans la balance des marchandises, l'importante hausse (+42%) du déficit, qui a totalisé 1,5 milliard d'euros au premier trimestre 2012, résulte d'une part d'une forte contraction des exportations de biens (voir section ci-dessus) et d'autre part d'une hausse des achats nets d'or non-monnaire. L'excédent de la balance des services s'est légèrement détérioré (-1,3%), atteignant 6 milliards d'euros

au premier trimestre 2012. Dans les différentes catégories de services, des évolutions négatives ont été observées dans les surplus de services financiers (-6% à 4 milliards), de voyages et de communications. Après le ralentissement progressif de leur croissance observée sur les deux premiers trimestres de 2011, les exportations nettes de services financiers ont subi une croissance négative sur trois trimestres successifs (-5% au 3^{ème} trimestre 2011, -11% au 4^{ème} trimestre 2011 et -6% au 1^{er} trimestre 2012). Cette croissance négative est notamment le résultat de l'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Les surplus des autres services, en particulier la publicité et les autres services aux entreprises (audit et conseil), ont en revanche connu une évolution positive.

Le solde négatif des opérations de répartition (revenus et transferts courants) s'est globalement réduit de 5% à 3,5 milliards au premier trimestre 2012. Si le déficit structurel de la rémunération des salariés frontaliers a continué à s'accroître (+5% à 1,7 milliard d'euros), celui du revenu des investissements s'est contracté de 12% à 1,6 milliard sous l'effet d'une embellie de la marge d'intérêts. Quant à la résorption du déficit des transferts courants (-27% à 151 millions d'euros), elle s'explique par une hausse du surplus des administrations publiques vis-à-vis du reste du monde (impôts et cotisations sociales) et par une légère baisse des versements nets de la BCL à l'Eurosystème dans le cadre de la redistribution du revenu monétaire.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs et de portefeuille ont enregistré respectivement des entrées nettes de 12 milliards et de 56 milliards d'euros au premier trimestre 2012. Ces entrées nettes ont été entièrement compensées par des sorties nettes dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques) de sorte que le solde du compte financier est resté quasiment équilibré au premier trimestre 2012.

Les entrées nettes de 56 milliards au titre d'investissements de portefeuille proviennent d'une hausse des placements nets des non-résidents dans les titres luxembourgeois. Cette hausse a concerné à la fois les titres de participation et les titres de dette, qui ont ainsi enregistré des entrées nettes respectives de 40 milliards et de 16 milliards d'euros. Les non-résidents ont ainsi réalisé des achats nets de 49 milliards d'euros de titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) au premier trimestre 2012 contre 35 milliards sur la même période de 2011. Notons toutefois qu'il y a eu des retraits nets de 40 milliards sur la seconde moitié de 2011. En ce qui concerne les titres de créance, les non-résidents ont investi 67 milliards dans les titres luxembourgeois (correspondant en grande partie aux émissions obligataires du Fonds Européen de Stabilité Financière). De leur côté, les résidents ont légèrement réduit les achats d'actions étrangères (9 milliards d'euros au premier trimestre 2012, contre 11 milliards au même trimestre de 2011). Ils ont en revanche accru leurs placements dans les titres étrangers de créance (50 milliards au premier trimestre 2012, contre 24 milliards sur la même période de 2011).

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les sorties nettes de 68 milliards sont liées en grande partie à une hausse des avoirs nets des autres secteurs et accessoirement à une hausse des avoirs de la BCL envers l'Eurosystème (correspondant à la hausse du solde TARGET).

Tableau 24 :

Balance des paiements du Luxembourg

Unité ¹⁾ : Million EUR	2011 T1			2012 T1		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	44 391	43 161	1 230	49 500	48 585	914
Marchandises	3 552	4 583	-1 031	3 173	4 635	-1 462
Services	13 191	7 229	5 962	13 013	7 127	5 885
Revenus	26 364	29 858	-3 493	31 953	35 310	-3 358
Transferts courants	1 283	1 491	-208	1 362	1 513	-151
COMPTE DE CAPITAL	12	49	-36	13	70	-57
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER ²⁾			-1 116			-307
Investissements directs ³⁾	-31 138	33 145	2 007	-26 705	38 613	11 907
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-26 588	38 018	11 431	-18 421	48 463	30 042
Autres opérations, Prêts intragroupes	-4 551	-4 874	-9 424	-8 284	-9 850	-18 134
Investissements de portefeuille	-34 609	33 765	-845	-59 212	115 514	56 302
Titres de participation	-10 981	34 594	23 613	-8 979	48 823	39 843
Titres de créance	-23 629	-829	-24 458	-50 233	66 692	16 459
Produits financiers dérivés			5			-156
Autres investissements	-65 406	63 136	-2 270	-79 869	11 535	-68 334
Avoirs de réserve			-13			-26
ERREURS ET OMISSIONS			-78			-551

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

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

Source : BCL/STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au dernier trimestre de 2011, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont progressé de 185 milliards d'euros, pour atteindre 5 364 milliards d'euros à la fin du premier trimestre de 2012. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger se sont accrus de 183 milliards, une hausse légèrement inférieure à celle des avoirs extérieurs, en s'établissant à 5 326 milliards d'euros à fin mars 2012. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi améliorée de 2 milliards en s'établissant à 38 milliards d'euros à fin mars 2012 contre 36 milliards à fin décembre 2011. Cette amélioration de la position extérieure résulte d'un effet positif de valorisation qui a davantage affecté les avoirs que les engagements financiers extérieurs (voir le tableau ci-dessous).

Dans les différentes composantes de la position extérieure, les soldes créditeurs sur investissements directs et sur produits dérivés se sont accrus respectivement de 2 milliards et de 5 milliards d'euros. L'excédent des autres investissements a progressé de 58 milliards à 397 milliards d'euros. Le déficit d'investissements de portefeuille s'est quant à lui aggravé de 63 milliards en atteignant 385 milliards fin mars 2012.

Dans les encours d'investissements de portefeuille, les titres étrangers détenus par les résidents ont subi une hausse de valeur de 50 milliards induite par le rebond des marchés boursiers observé durant le premier trimestre 2012. Cet effet de valorisation favorable s'ajoute à un effet-flux positif (sorties des capitaux à concurrence de 59 milliards), augmentant ainsi l'encours de titres détenus par les résidents

à 2 131 milliards d'euros fin mars 2012 contre 2 021 milliards fin décembre 2011. Du côté des engagements, les titres luxembourgeois ont également subi un effet-flux positif pour les titres de créance (achats nets de 67 milliards) et pour les titres de participation (achats nets de 49 milliards). Les effets de valorisation ont également été positifs pour les titres luxembourgeois (+57 milliards), accroissant ainsi la valeur de l'encours d'engagements de portefeuille à 2 516 milliards fin mars 2012, contre 2 343 milliards fin décembre 2011. Dans l'ensemble, les effets-flux et les effets positifs de valorisation ont davantage affecté les titres luxembourgeois (+172 milliards) que les titres étrangers (+109 milliards), contribuant ainsi à la hausse (+63 milliards) du déficit total sur les valeurs mobilières.

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) s'est accrue de 58 milliards, à 397 milliards fin mars 2012. Cet accroissement résulte d'un effet flux largement positif, compensé partiellement par un effet négatif de change. A la fin du premier trimestre 2012, la position créditrice de toutes les institutions financières monétaires s'établit à 168 milliards, dont 115 milliards correspondent à la contribution de la BCL (solde TARGET).

Finalement, la dette extérieure brute du Luxembourg, qui recense uniquement les engagements financiers exigibles, s'établit à 1 637 milliards d'euros fin mars 2012 (environ 3500% du PIB), en légère hausse, de 47 milliards, par rapport à fin décembre 2011. La créance extérieure nette, qui correspond à la différence entre l'encours d'avoirs financiers exigibles et l'encours d'engagements exigibles, augmente dans des proportions supérieures pour atteindre 1 454 milliards fin mars 2012.

Tableau 25:

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

	Encours à fin 2011Q4 ²⁾	Flux de balance de paiement ¹⁾	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ¹⁾	Encours à fin 2012Q1 ²⁾
Position extérieure nette	36,5	0,2	1,5	38,2
Avoirs extérieurs bruts	5 179,0	161,2	24,1	5 364,2
Engagements extérieurs bruts	5 142,5	161,0	22,6	5 326,1
Investissements directs	8,4	-11,9	13,5	10,0
Luxembourgeois à l'étranger	1 654,0	26,7	-1,4	1 679,3
Etrangers au Luxembourg	1 645,6	38,6	-14,9	1 669,3
Investissements de portefeuille	-322,2	-56,3	-6,7	-385,2
Titres étrangers	2 021,2	59,2	50,2	2 130,7
Titres de participation	786,6	9,0	57,0	852,5
Titres de créance	1 234,7	50,2	-6,8	1 278,1
Titres luxembourgeois	2 343,4	115,5	56,9	2 515,8
Titres de participation	2 010,7	48,8	63,8	2 123,4
Titres de créance	332,7	66,7	-6,9	392,4
Produits dérivés	9,9	8,6	-3,3	15,1
Créances	57,6	4,2	-6,8	55,1
Engagements	47,8	-4,4	-3,4	39,9
Autres investissements	339,6	68,2	-10,4	397,4
Créances	1 445,4	79,5	-26,4	1 498,4
Engagements	1 105,8	11,2	-16,0	1 101,0
Avoirs de réserve	0,8	0,0	-0,0	0,8

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

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

Source: BCL

Encadré 6 :

TITRES DE CRÉANCE ÉMIS PAR L'ÉTAT LUXEMBOURGEOIS : VENTILATIONS SECTORIELLE ET GÉOGRAPHIQUE DES DÉTENTEURS

Depuis 2009, l'Etat a fait trois émissions obligataires pour un montant nominal total de 5 milliards d'euros. L'objet du présent encadré est de présenter, pour chacune des trois émissions, la structure des détenteurs et notamment la partie des émissions détenue par les investisseurs non-résidents fin mars 2012.

Si la première émission de l'Etat luxembourgeois s'est adressée au grand-public, les deuxième et troisième émissions visaient plutôt les investisseurs institutionnels. Cette stratégie explique les structures divergentes des investisseurs.

Ainsi, pour la première émission grand-public de 2009, selon les informations disponibles fin mars 2012, 46% du total de l'émission en valeur nominale a été détenue par des contreparties non-résidentes, 23% par des ménages résidents et 23% par des sociétés financières résidentes.

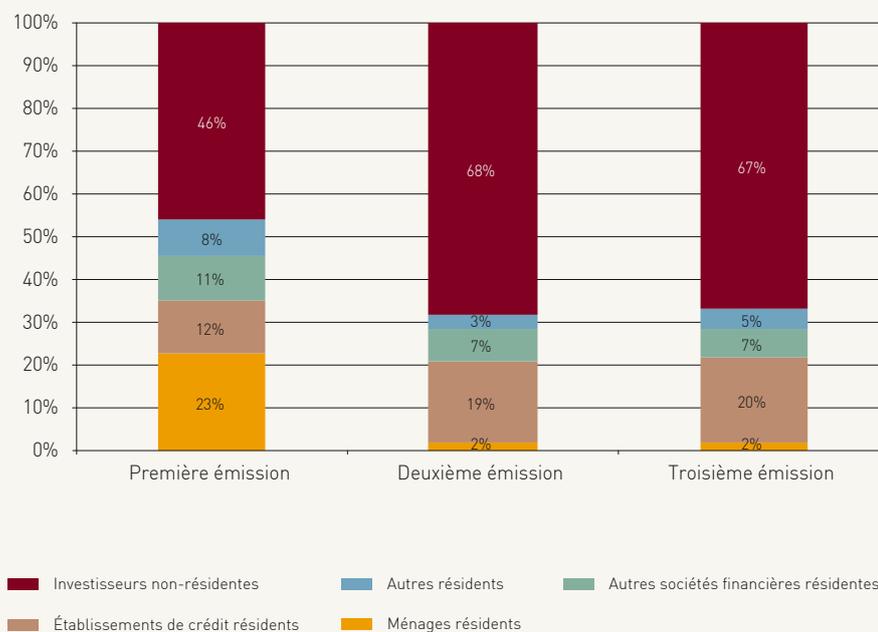
Selon les données disponibles en mars 2012, la deuxième émission de 2010, qui visait les institutionnels, était détenue à 68% par des non-résidents et 26% des sociétés financières du Luxembourg. La quote-part détenue par des ménages résidents était marginale.

Concernant la troisième émission de mars 2012, la répartition est identique avec 67% de détenteurs non-résidents et 27% de sociétés financières résidentes.

Selon le communiqué de presse du 12 mars 2010 de la Trésorerie de l'État, les principaux pays étrangers détenteurs pour cette troisième émission de titres étaient l'Allemagne (22%), la France (6%) et le Royaume-Uni (6%).

Au total, fin mars 2012, 59,2% de la valeur nominale de la dette émises sous forme de titre de créance par l'Etat luxembourgeois est détenu par des investisseurs étrangers. Ce pourcentage relativement élevé est toutefois comparable

Graphique 1
Ventilations géographique et sectorielle des détenteurs des titres émis par l'Etat luxembourgeois (situation fin mars 2012)



Source : BCL

aux situations observées en France, en Belgique et dans la zone euro. Ainsi, en France, le taux de détention des titres de la dette publique par les non-résidents est de 65% fin 2011 (Cfr Banque de France, Rapport annuel 2011, p.46). Pour la Belgique, la part détenue à l'étranger des obligations linéaires émises par l'État belge est de 50% fin 2011 (Cfr Banque nationale de Belgique, Bulletin statistique 2012-II, p.137). Finalement, dans la zone euro, les non-résidents sont les principaux détenteurs de la dette publique, pour 52,1% fin 2010 (Cfr Banque centrale européenne, Occasional paper series No 132 – The size and composition of government debt in the euro area, Octobre 2011, p.36).

1.2.10 Les comptes financiers

Le terme générique 'comptes financiers' englobe les comptes de patrimoine, les transactions en termes d'actifs et passifs 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 domestiques⁶³ et du reste du monde. Ces actifs et passifs sont répartis par instrument financier⁶⁴. 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 et des sociétés non-financières. Les évolutions conjoncturelles récentes des autres secteurs sont analysées en détail dans d'autres parties de la présente publication.

63 Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM), sociétés financières, sociétés non financières et administrations publiques.

64 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.

Tableau 26:

Evolution du patrimoine financier net des ménages luxembourgeois ¹⁾²⁾

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

	12-2009	12-2010	12-2011	Transac-tions	Autres variations	03-2012
Actifs financiers	54 493	56 398	57 011	1 147	778	58 935
Numéraire et dépôts	26 397	27 934	29 102	777	15	29 893
Titres autres qu'actions	7 781	7 854	5 933	287	88	6 308
Crédits	279	276	265	-6	-0	259
Actions et autres participations	14 366	12 781	13 718	51	317	14 087
Provisions techniques d'assurance	5 670	7 552	7 992	38	359	8 389
Passifs financiers	19 788	21 087	23 024	72	4	23 100
Crédits	19 788	21 087	23 024	72	4	23 100
dont: Court terme (moins d'un an)	1 143	868	899	56	2	957
dont: Long terme (plus d'un an)	18 646	20 219	22 125	16	2	22 143
Patrimoine financier net	34 704	35 311	33 987	1 074	775	35 836

¹⁾ Y inclus les institutions sans but lucratif au service des ménages²⁾ 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.

Source: STATEC / BCL

Les actifs des ménages luxembourgeois sont majoritairement composés de numéraire et dépôts (51% du total fin mars 2012) et d'actions et autres participations (24%). Le trimestre sous revue s'est caractérisé par des investissements nets positifs dans quasiment toutes les catégories d'actifs, principalement les dépôts (777 millions d'euros) et les titres autres qu'actions (287 millions d'euros). De plus, la plupart des catégories d'actifs ont enregistré des effets de prix et de change favorables. C'est particulièrement le cas des actions et autres participations et des provisions d'assurance. Au final, les avoirs totaux ont augmenté, passant de 57 011 millions d'euros en décembre 2011 à 58 935 millions d'euros en mars 2012.

Les engagements des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent la majorité. Au cours du premier trimestre de 2012, 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 1 074 millions d'euros à la fin du mois de mars 2012. Elle a été renforcée par un effet de marché favorable de 775 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net s'est inscrit en nette progression au premier trimestre de 2012. Il s'est élevé à 35 836 millions d'euros, contre 33 987 millions d'euros à la fin du trimestre précédent.

Tableau 27 :

Evolution des actifs et passifs financiers des sociétés non financières luxembourgeoises ¹⁾

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

	12-2009	12-2010	12-2011	Transac- tions	Autres variations	03-2012
Actifs financiers	n.a.	n.a.	416 965	4 577	-1 064	420 477
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	86 007	91 554	94 100	2 005	-167	95 937
Titres autres qu'actions	7 254	2 445	3 166	2	77	3 245
Crédits	32 631	25 104	32 705	390	25	33 120
Actions et autres participations	n.a.	n.a.	282 393	2 365	-952	283 806
dont: Actions cotées	3 129	2 038	1 210	-153	125	1 182
dont: Actions non cotées et autres participations	n.a.	n.a.	279 832	2 504	-1 119	281 217
dont: Parts d'OPC	2 735	2 041	1 351	13	42	1 406
Autres	2 686	3 686	4 601	-185	-47	4 369
Passifs financiers	n.a.	n.a.	446 892	8 734	269	455 895
Numéraire et dépôts	1 611	1 783	1 581	1	-0	1 581
Titres autres qu'actions	13 825	16 974	18 154	3 816	19	21 989
Crédits	80 621	72 986	56 633	-36	285	56 881
Actions et autres participations	n.a.	n.a.	346 236	4 049	-34	350 251
dont: Actions cotées	71 319	73 118	51 442	0	1 911	53 353
dont: Actions non cotées et autres participations	n.a.	n.a.	294 794	4 049	-1 945	296 898
Autres comptes à payer	26 323	21 691	24 289	904	-0	25 193
Patrimoine net financier	n.a.	n.a.	-29 927	-4 157	-1 334	-35 418

¹⁾ 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.

Source : STATEC / BCL

Les sociétés non financières détiennent des avoirs principalement sous la forme de participations (67% du total des avoirs à la fin mars 2012) et de dépôts (23%). L'analyse de l'évolution récente des actifs financiers révèle un accroissement des investissements financiers en termes de dépôts (2 005 millions d'euros), titres à revenus variables (2 365 millions d'euros) et crédits accordés (390 millions d'euros). A l'instar de ce qui est constaté dans le cas des ménages, les effets de marché se sont avérés globalement positifs pour les titres, excepté pour les participations non cotées, qui enregistrent des effets de prix très négatifs. Au total, les actifs se sont malgré tout accrus, pour atteindre 420 477 millions en mars 2012.

Du côté des engagements, les sociétés non financières luxembourgeoises se financent principalement par l'émission d'actions et de participations (77% du total du passif à la fin mars 2012), et par l'emprunt (12%). L'émission d'obligations, qui ne représente que 5% des engagements, est un instrument de financement moins utilisé. Toutefois, au cours du premier trimestre de 2012, les émissions de titres autres qu'actions ont bien progressé (+ 3 816 millions d'euros), de même que les émissions de participations non cotées. Par contre, il n'y a pas eu de nouvelle cotation en bourse. Les effets de marché ont eu un impact plutôt positif, excepté dans le cas des participations non cotées. Au total, les engagements se sont accrus de 2,0% entre décembre 2011 et mars 2012, pour atteindre 455 895 millions d'euros.

En conséquence de tous les mouvements décrits ci-dessus, les sociétés non financières ont clôturé le premier trimestre de l'année 2012 avec un déficit financier de 4 157 millions d'euros, qui s'est accompagné d'un effet de prix et de taux de change défavorable (puisque plus fortement négatif du côté de l'actif) de 1 334 millions d'euros. Ces effets combinés ont conduit à une détérioration de la valeur nette du patrimoine financier, qui s'élevait fin mars à - 35 418 millions d'euros.

1.2.11 Les finances publiques

Le Ministère des Finances a diffusé le 20 juillet 2012 un état des lieux de l'évolution des finances de l'Administration centrale au cours du premier semestre de 2012. Cet état des lieux est synthétisé dans le tableau ci-joint, qui a été élaboré par les autorités en conformité avec le système comptable européen SEC 95.

Le tableau ci-dessous suggère que la situation budgétaire de l'Administration centrale s'est nettement dégradée au cours des six premiers mois de 2012 par rapport à la période correspondante de 2011. Cette détérioration résulte d'une croissance atone des recettes, qui affichent une augmentation de seulement 0,4% par rapport au premier semestre de 2011. Quant aux dépenses, elles augmentent de 8,5% sur la même période. Il en résulterait donc un déficit de l'Administration centrale de 415,4 millions d'euros au cours des six premiers mois de 2012, à comparer avec un surplus de 77,9 millions d'euros au cours des mêmes mois de 2011.

Tableau 28:

Evolution des dépenses et des recettes de l'Administration centrale (SEC 95)

	Situation fin juin			
	2011	2012	variation	
			en millions	en %
Dépenses				
1. Consommation intermédiaire	408,6	449,1	+40,5	+9,9%
2. Formation de capital fixe	419,9	419,2	-0,7	-0,2%
3. Rémunération des salariés	1 172,2	1 244,0	+71,9	+6,1%
4. Subventions (Services publics d'autobus, logement,...)	319,7	337,6	+17,8	+5,6%
5. Revenus de la propriété (intérêts débiteurs)	9,2	14,5	+5,3	+58,0%
6. Prestations sociales autres qu'en nature (Chômage, RMG,...)	530,4	598,5	+68,1	+12,8%
7. Prestations sociales en nature	32,0	20,9	-11,1	-34,6%
8. Autres transferts courants (Pensions, Maladie, Famille, Communes)	3 070,7	3 342,8	+272,0	+8,9%
9. Transferts en capital	165,1	207,7	+42,6	+25,8%
10. Corrections sur actifs non financiers non produits	-12,7	1,2	+14,0	-109,6%
Dépenses totales	6 115,1	6 635,5	+520,4	+8,5%
Recettes				
11. Impôts sur la production	2 498,4	2 591,2	+92,9	+3,7%
12. Impôts courants sur le revenu	2 936,2	2 880,2	-56,0	-1,9%
13. Autres recettes	758,4	748,7	-9,7	-1,3%
Recettes totales	6 192,9	6 220,1	+27,1	+0,4%
Solde	77,9	-415,4	-	-

Source : Ministère des Finances.

Le solde des Administrations publiques, regroupant l'Administration centrale, les Administrations locales et la sécurité sociale, est certes plus favorable que celui de l'Administration centrale, à la faveur des excédents récurrents de la sécurité sociale.

Il n'est resté pas moins que la situation des Administrations publiques devient plus préoccupante d'année en année, comme le laissaient déjà augurer les projections de juin 2012 de la BCL. En effet, la BCL projetait alors un déficit de 640 millions d'euros pour l'année 2012, soit un déficit plus important que celui enregistré les trois années précédentes.

Plusieurs remarques peuvent être faites à la lumière des chiffres présentés par le Ministère des Finances. En premier lieu, le déficit observé durant les six premiers mois de l'année 2012 confirme la mauvaise performance de l'économie luxembourgeoise dans son ensemble.

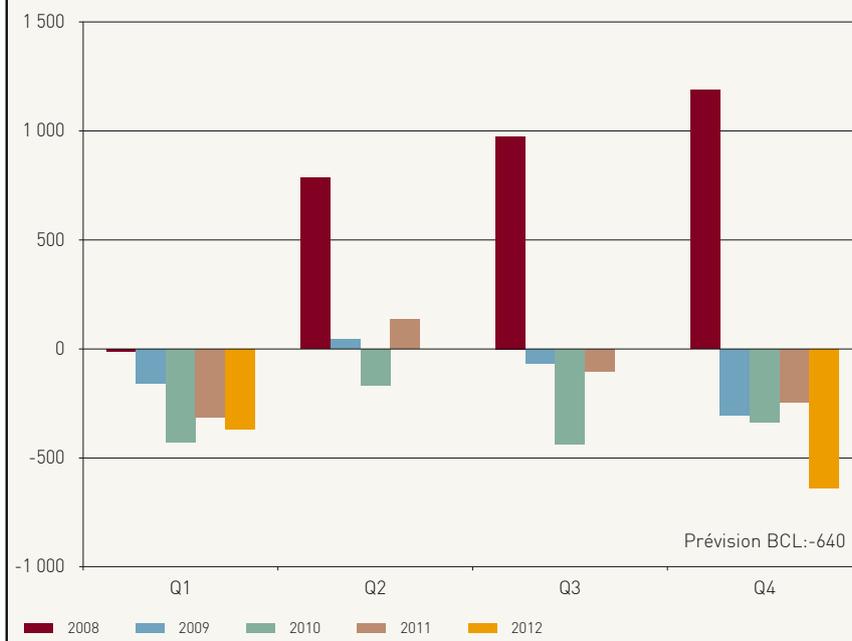
Les dépenses de l'Administration centrale ont ainsi augmenté de quelque 8,5% au premier semestre par rapport à la période correspondante de 2011, soit un rythme plus élevé qu'annoncé lors de l'établissement du projet de budget 2012 (dépenses en hausse de 7,8% en 2012 par rapport au budget voté en 2011). Les transferts courants (pensions, maladie, famille et communes), les prestations sociales en espèces (chômage, RMG) et la rémunération des salariés ont enregistré des hausses de respectivement 8,9%, 12,8% et 6,1% par rapport au premier semestre de l'année 2011. La forte hausse des prestations sociales en espèces peut s'expliquer par l'augmentation du nombre de demandeurs d'emploi indemnisés ou bénéficiant d'une mesure pour l'emploi ainsi que par une croissance du chômage partiel.

Les recettes, par contre, n'ont progressé que de 0,4% par rapport au premier semestre 2011, soit une hausse beaucoup moins forte qu'escomptée dans le budget 2012. Cette très faible croissance des recettes traduit le ralentissement de l'activité économique et le contexte morose sur les marchés financiers en raison de la crise de la dette souveraine.

Dans ce contexte économique, les recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités et les revenus de capitaux ont ainsi baissé de respectivement 13,2% et 21,6% par rapport à la même période de 2011. La baisse des marchés boursiers explique également la diminution de 7,8% des recettes de la taxe d'abonnement due sur les actifs des fonds d'investissement. Ces baisses ont pu être compensées en partie par une hausse du produit de l'impôt sur les traitements et salaires des personnes physiques (+2,5%), de l'impôt sur la fortune (+23%) et des accises sur les huiles minérales (+13,9%).

Quant à la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), elle n'a enregistré qu'une très faible hausse de 0,3% dans son ensemble, soit une quasi-stagnation d'une année à l'autre. La situation est d'autant plus préoccupante que ces recettes de TVA englobent les recettes liées au commerce électronique, qui ont progressé de manière très soutenue durant les six premiers mois de 2012 (+ 40 millions d'euros). Or en vertu d'un changement dans la législation d'origine européenne (« VAT package »), ces recettes liées au

Graphique 24
Evolution trimestrielle des soldes des Administrations publiques
(SEC 95 en données cumulées)



Sources : Eurostat, calculs BCL

commerce électronique seront amenées à disparaître graduellement de 2015 à 2019, entraînant par la même occasion un manque à gagner pour l'Etat d'environ 600 millions d'euros par année.

S'il est encore trop tôt pour tirer des conclusions concernant l'exercice budgétaire de 2012, force est de constater que les chiffres sont en ligne avec les estimations faites par la BCL lors de ses projections de juin 2012. La BCL tablait alors sur un déficit de l'Administration centrale pour 2012 de l'ordre de 1,4 milliard d'euros. Outre une croissance économique révisée à la baisse, le compte de l'Administration centrale accuse normalement un déficit élevé au cours du second semestre, de sorte que le déficit prévu devrait être atteint à la fin de l'année 2012.

Afin de remédier à la dégradation des finances publiques, le gouvernement a annoncé le 8 mai 2012 un paquet de mesures de consolidation budgétaire équivalant à environ un pourcent du PIB. Ces mesures ne devraient entrer en vigueur qu'en janvier 2013, lorsque ces dernières auront été intégrées dans le nouveau projet de budget, ce dernier devant être déposé devant la Chambre des Députés au début octobre. A la lumière des derniers chiffres concernant l'évolution des recettes et dépenses, il semble évident que ces mesures ne suffiront pas à ramener le solde de l'Administration publique en équilibre à l'horizon de 2014, tel que défini dans les objectifs du gouvernement. L'équilibre budgétaire est un objectif primordial pour le gouvernement, afin de converger vers l'objectif budgétaire à moyen terme recommandé par la Commission Européenne à l'issue du semestre européen. Une situation budgétaire saine est nécessaire pour faire face aux dépenses liées au vieillissement qui pèseront sur les finances publiques dans les prochaines années.

Outre la BCL, la Commission européenne tire aussi la sonnette d'alarme en ce qui concerne la dégradation des finances publiques luxembourgeoises et le peu d'entrain affiché par les autorités pour redresser la situation. A l'occasion de la revue des Programmes de Stabilité et de Convergence (PSC) publiée en juin, dans le cadre du semestre européen, la Commission européenne pointe le Luxembourg comme l'un des plus mauvais élèves européens en ce qui concerne les indicateurs mentionnés dans son rapport: manque de mesures de consolidation budgétaire ambitieuses, dépassement de la limite autorisée en ce qui concerne les dépenses publiques⁶⁵, dette publique en hausse alors que les autres pays européens s'efforcent de réduire leur taux d'endettement et enfin un indicateur de soutenabilité à long terme étant le plus mauvais parmi les 27 pays de l'Union Européenne⁶⁶.

En ce qui concerne le maintien de finances publiques saines, rappelons que la BCL recommande d'atteindre un surplus structurel de l'ordre de 1,15% du PIB, cet objectif devant être couplé avec une réforme ambitieuse du système de pension de manière à assurer la soutenabilité à terme des finances publiques. Le récent rapport du Groupe de travail « Vieillissement » de la Commission européenne confirme la nécessité absolue d'une grande vigilance en la matière. En effet, selon ce rapport, les dépenses liées au vieillissement (incluant les dépenses de pension, de soins de santé, de dépendance, d'éducation et de chômage) représenteraient près 30% du PIB à l'horizon 2060, contre moins de 20% en 2010.

Quant aux dépenses liées aux pensions, elles seraient le moteur principal de cette augmentation, les dépenses en question étant, à politique inchangée, appelées à atteindre 18,6% du PIB en 2060 contre 9,2% du PIB en 2010.

⁶⁵ Dans le cadre de la réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance mise en place dans le « six-pack », les pays n'ayant pas atteint leur objectif à moyen terme (OMT) sont contraints d'observer un taux de croissance des dépenses publiques (déduction faite des charges d'intérêts, des mesures discrétionnaires en matière de recettes, de la composante conjoncturelle des dépenses de chômage et des dépenses afférentes aux programmes européens financés au moyen de fonds européens) inférieur au taux de croissance potentiel à moyen terme de l'économie. Pour le Luxembourg, le taux de croissance des dépenses observé dépasserait la limite autorisée d'un taux de progression égal à environ 1% du PIB.

⁶⁶ Indicateur mettant en relief l'écart par rapport au solde primaire nécessaire pour stabiliser la dette publique et pour assurer le financement des dépenses liées au vieillissement. Concernant cet indicateur, le Luxembourg est le pays pour lequel la position est la plus vulnérable, avec un besoin de consolidation budgétaire estimé à environ 10% du PIB.

Le déficit structurel des Administrations publiques devrait être de l'ordre de 2% du PIB en 2015, compte tenu notamment du déclin programmé des recettes de « TVA électronique ». Il est évident à la lecture de ces chiffres qu'un important effort de consolidation budgétaire s'impose.

1.2.12 Le patrimoine financier des Administrations publiques

Tableau 29 :

Evolution des actifs et passifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises ¹⁾

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

	12-2009	12-2010	12-2011	Transac- tions	Autres variations	03-2012
Actifs financiers	29 318	31 779	30 577	1 005	566	32 148
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	3 903	5 325	4 831	329	0	5 160
Titres autres qu'actions	698	216	253	-20	0	233
Crédits	886	864	960	119	-0	1 079
Actions et autres participations	19 015	20 010	19 492	316	566	20 373
Autres comptes à recevoir	4 810	5 365	5 042	261	-0	5 304
Passifs financiers	8 461	11 015	11 538	1 303	2	12 843
Numéraire et dépôts	194	207	221	6	0	227
Titres autres qu'actions à long terme	2 090	4 131	4 296	1 000	2	5 297
Crédits	3 627	3 752	3 843	203	-0	4 046
Autres comptes à payer	2 550	2 925	3 178	94	0	3 273
Patrimoine net financier	20 857	20 764	19 040	-298	564	19 305

¹⁾ 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.

Source : STATEC / BCL

Les actifs et passifs financiers de l'ensemble des Administrations publiques luxembourgeoises (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 (63% 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 dans différentes sociétés financières et non-financières.

Au cours du trimestre sous revue, les avoirs totaux des administrations publiques se sont nettement accrus. D'une part, cette croissance est due aux effets de marché positifs enregistrés sur le portefeuille d'actions et participations (566 millions d'euros). D'autre part, des transactions positives ont été enregistrées pour presque tous les instruments. En particulier, la sécurité sociale a effectué des achats nets de parts d'OPC. Par ailleurs, le montant des dépôts a augmenté, notamment dans le chef de la sécurité sociale et des administrations locales. Notons encore l'accroissement des crédits accordés au reste du monde, qui résulte de la participation du Luxembourg aux opérations de soutien aux pays en difficulté de la zone euro. Au total, les actifs sont passés de 30 577 millions d'euros fin décembre 2011 à 32 148 millions d'euros fin mars 2012.

Du côté des engagements, les administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres et le crédit auprès d'institutions bancaires locales. Le poste "numéraire et dépôts" enregistre la contrepartie des pièces de monnaie émises par l'Etat (227 millions d'euros fin mars 2012). Au cours du trimestre sous revue, l'Etat a en outre émis une nouvelle obligation pour un montant de 1 milliard d'euro. Ce titre à 10 ans, émis le 12 mars 2012, paie un coupon de 2,25%. Par ailleurs, le montant des emprunts a également augmenté pour partie en raison des opérations de soutien aux pays de la zone euro réalisées par le FESF (Fonds européen de stabilité financière), dont les dettes sont réparties entre les pays participant au mécanisme.

Au final, le solde des comptes financiers des administrations publiques a enregistré un déficit de 298 millions d'euros, qui se conjugue à des effets de prix et de cours de change favorables s'élevant à 564 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net a augmenté de 1,4% pour atteindre 19 305 millions d'euros fin mars 2012.

Encadré 7 :

LA TAILLE DES COMMUNES LUXEMBOURGEOISES

INTRODUCTION

L'accord gouvernemental 2009-2014 indique que «*Le gouvernement s'engage à redessiner le paysage communal afin de permettre aux collectivités locales d'assumer pleinement les responsabilités qui seront les leurs dans le cadre de la nouvelle répartition des compétences. Il sera redessiné avec le concours actif du Sylvicol qui a été associé à la démarche de préparation du Ministre de l'Intérieur. Le seuil des 3 000 habitants qui constitue la masse critique pour assurer le bon fonctionnement des communes autonomes de notre siècle continuera à servir de base de discussion en milieu rural alors qu'en milieu rurbain et urbain ce seuil pourra être modulé en conséquence*»⁶⁷.

De tels réaménagements s'imposent d'autant plus qu'au Luxembourg, la taille moyenne des communes est réduite. Le graphique suivant montre que la population moyenne des communes luxembourgeoises était de 4 328 habitants en 2010, soit un nombre relativement faible par rapport à la grande majorité des pays de l'Union Européenne. Ce chiffre atteint 56 000 personnes en Lituanie et au Danemark, ce dernier pays n'ayant pu afficher un tel niveau que grâce aux récentes réformes de ses Administrations locales. Les deux partenaires du Luxembourg au sein du Benelux, la Belgique et les Pays-Bas, affichent pour leur part une population moyenne par commune d'environ 18 000 et 40 000 personnes, respectivement⁶⁸.

En 2010, le Luxembourg comptait 116 communes, dont 12 avaient la dénomination de ville⁶⁹ d'après l'article 1^{er} de la loi communale du 13 décembre 1988.

⁶⁷ Coalition Gouvernementale 2009-2014 (2009), *Programme gouvernemental 2009-2014*, Luxembourg.

⁶⁸ Il convient de noter que les disparités internationales identifiées résultent de deux facteurs principaux : une efficacité divergente dans la gestion des missions communales et surtout des divergences institutionnelles (distribution différente des missions entre sous-secteurs des administrations publiques, définition différente des pouvoirs locaux). Une très grande prudence s'impose donc lorsque des comparaisons internationales sont effectuées.

⁶⁹ Luxembourg, Diekirch, Differdange, Dudelange, Echternach, Esch-sur-Alzette, Ettelbruck, Grevenmacher, Remich, Rumelange, Vianden et Wiltz.

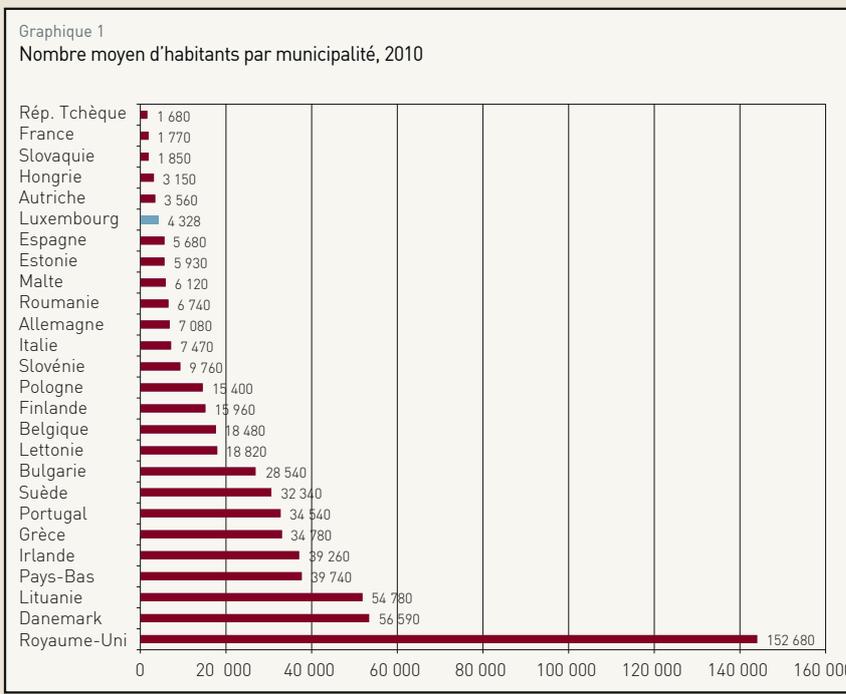
Avant 2011, chaque commune disposait de son propre office social. Depuis le 1^{er} janvier 2011, les communes ont regroupé leurs offices sociaux en 30 offices suivant la nouvelle loi, chacun desservant une population d'au moins 6 000 habitants. Au 1^{er} janvier 2012, le nombre de communes a été ramené à 106 suite à 6 fusions.

La taille moyenne des communes au 1^{er} janvier 2010 était d'environ 4 328 habitants et la ville la plus peuplée du pays est Luxembourg, avec 90 848 habitants. Après les six fusions précitées, la taille moyenne augmente quelque peu en 2012.

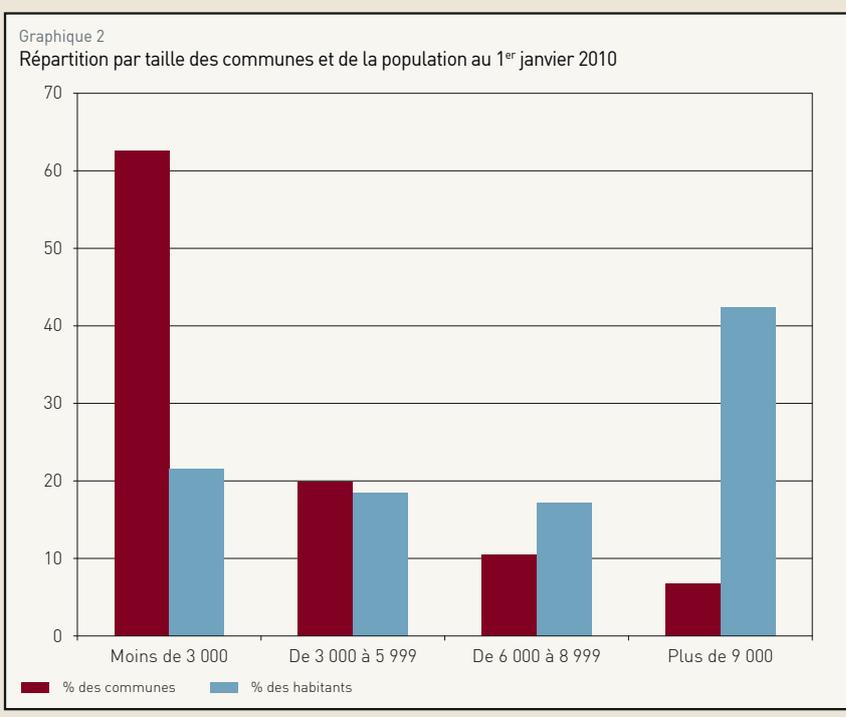
Le graphique suivant montre la grande diversité de taille démographique des communes. La moitié des communes luxembourgeoises comptent moins de 2 000 habitants et représentent 15% de la population du pays alors que la seule Ville de Luxembourg représente 18% à elle seule de la population totale.

La question de la taille des communes se pose avec une acuité particulière dans un tel contexte. La suite de l'encadré analyse la taille des communes luxembourgeoises minimisant le niveau de dépenses par habitant.

Plusieurs éléments donnent à penser que le niveau des dépenses communales par habitant devrait être plus élevé que la moyenne pour les entités relativement peu peuplées ainsi que pour les entités très fortement peuplées.



Source: Dexia, Statec, calculs BCL.



Source : Statec

En effet, les petites entités souffrent du fait que la production de bon nombre de services publics exige la mise en œuvre d'un équipement minimal (coût fixe), de sorte que le coût moyen des premières unités consommées de ces services est élevé et décroît au fur et à mesure qu'augmente la quantité consommée de ce bien.

D'un autre côté, lorsque la taille des communes est plus importante, certains coûts spécifiques peuvent apparaître, par exemple les coûts de maintien de l'ordre public liés aux éventuels désagréments inhérents à une forte promiscuité des habitants (problèmes de voisinage, tapage nocturne,...). De plus, on peut supposer que pour les très grandes agglomérations des difficultés de gestion et d'organisation peuvent apparaître, ce qui en langage économique s'apparente à un phénomène de « déséconomies » d'échelle. Par conséquent, les dépenses par habitant se conforment à « une courbe en U » puisqu'à une phase d'économies d'échelle succède une phase de déséconomies. L'enjeu consiste dès lors à identifier la taille démographique correspondant au point minimal de cette courbe.

Dans cet encadré nous tentons précisément de déterminer, sur base des données se rapportant aux différentes communes luxembourgeoises, la taille de la population qui permet de minimiser les dépenses par habitant. A cette fin, nous nous basons sur les résultats de l'estimation d'un modèle économétrique dans lequel les dépenses par habitant des différentes communes sont expliquées par la taille de la population ainsi que par une série d'autres caractéristiques sensées influencer les dépenses.

Il est clair qu'à travers l'exercice présenté dans cet encadré, on ne prétend pas pouvoir déterminer quelle est la taille « efficace » des communes. En effet, étant donné que le nombre de services offerts à la population devient plus élevé et varié au fur et à mesure de l'accroissement de la population, il est difficile de comparer les dépenses des communes plus petites avec celle des plus grandes. En réalité, on devrait observer plusieurs « paliers » de niveau de population « efficace » au fur et à mesure que le nombre de services offerts augmente. Il est également très vraisemblable que le niveau efficace de population soit différent en fonction du type de la commune (par exemple communes rurales vs. communes urbaines). Notons par ailleurs qu'une commune donnée peut contracter des dépenses plus importantes simplement parce qu'elle fournit des services de meilleure qualité. Or, nous ne disposons pas de données sur la qualité des services. Etant donné qu'il influence vraisemblablement les préférences des habitants, le revenu moyen serait une variable intéressante pour tenir compte de cet effet. Toutefois, cette information n'est pas disponible au niveau communal.

En gardant à l'esprit les réserves formulées précédemment, les résultats de notre analyse, recoupés avec d'autres informations, pourraient utilement alimenter le débat récurrent sur l'éventuel regroupement des communes.

LES DONNÉES PRÉSIDANT À L'ANALYSE EMPIRIQUE

La variable expliquée est la dépense obligatoire par habitant contractée par chaque commune⁷⁰ en 2009. Il y avait au total 116 communes à cette date mais comme les données manquent pour la commune de Bettborn, l'échantillon se limite à 115 observations.

⁷⁰ Ce sont toutes les dépenses pour missions obligatoires : les dépenses d'administration, d'ordre public, des services d'incendie, d'enseignement, d'hygiène publique, pour l'entretien des cimetières, des canalisations et des stations d'épuration, pour l'enlèvement des ordures, les conduites d'eau et l'infrastructure routière.

Les variables explicatives dont nous disposons sont les suivantes :

- La *population (pop)* : nombre d'habitants tel que mesuré en 2009.
- La *superficie totale (surftot)* : superficie totale mesurée en hectares.
- La *superficie verte (surfv)* : superficie verte mesurée en hectares.
- Le *taux de chômage (Ch)* : taux de chômage (en %) tel qu'observé en 2009.
- Le *taux de criminalité (Crim)* : nombre de crimes par habitant observé en 2003.
- La *population en emploi (Emp)* : nombre de personnes occupant un emploi.
- La présence d'un *centre de développement et d'attractivité (CDA)* : variable prenant la valeur 1 si il y a un centre de ce type sur le territoire de la commune et 0 dans le cas contraire.
- La *situation géographique* : le territoire luxembourgeois a été découpé arbitrairement en 13 entités géographiques, afin de tester s'il existe des différences structurelles entre les communes en fonction de leur localisation. Nous avons créé une variable binaire pour chacune de ces entités. Pour une entité donnée, la variable créée prend la valeur 1 si la commune appartient à cette entité et 0 dans le cas contraire⁷¹.
- La *participation à un syndicat de communes* : il existe toute une série de syndicats regroupant plusieurs communes et visant à partager les frais liés à la gestion de divers biens publics tels que les crèches, les écoles ou les hôpitaux. En tout, il y a une septantaine de syndicats répertoriés et chacun d'eux gère une ou plusieurs activités. Nous avons créé autant de variables binaires qu'il y a de domaines d'activité distincts. Pour un domaine donné, la variable créée prend la valeur 1 pour les communes qui participent à un syndicat actif dans la gestion de cette activité et la valeur 0 pour les communes qui n'y participent pas. Il y a en tout 26 variables binaires ainsi créées.

LES RÉSULTATS

Le modèle de départ, possédant une forme générale et incluant l'ensemble des variables précitées, est le suivant :

$$\log \text{Dep}_i = \alpha + \sum_j \beta_j \log X_{j_i} + \sum_j \gamma_j (\log X_{j_i})^2 + \sum_k \delta_k Z_{k_i} + \varepsilon_i, \quad (1)$$

où i fait référence à la commune (de 1 à 115), les variables X_j sont les 6 variables explicatives continues (j compris entre 1 et 6), les variables Z_k sont les 40 variables binaires (26 liées aux activités des syndicats, 1 au zoning d'activité et 13 à l'appartenance à une entité géographique) et ε_i est un terme d'erreur aléatoire.

A partir des résultats de l'estimation du modèle (1) une série de simplifications ont été opérées dans le but de dégager le modèle le plus parcimonieux.

71 Ces 13 entités correspondent aux 12 cantons administratifs auxquels on a rajouté une variable spécifique pour la ville de Luxembourg afin de pouvoir distinguer cette dernière des autres communes du canton, appelées « Luxembourg-campagne ».

Voici le modèle final obtenu à la suite de cette procédure (voir tableau 1 pour des résultats plus détaillés⁷²) :

$$\log Dep_i = 10,21 - 0,89 \log Pop_i + 0,05 (\log Pop_i)^2 + 0,06 Crem_i - 0,07 Hop_i - 0,05 Info_i + 0,06 Pisc_i + 0,11 Clerv_i + 0,23 Wiltz_i + 0,11 Vianden_i + 0,01 Ch_i + 0,37 \log SurfTot_i - 0,28 \log SurfV_i + \epsilon_i, \quad (2)$$

Voici les principaux enseignements économiques que l'on peut en retirer :

- *L'appartenance aux syndicats* : l'effet des ces différentes variables sur la dépense moyenne est dans la grande majorité des cas statistiquement insignifiant ou, dans le cas contraire, d'ampleur très réduite.

- *La position géographique* : Seules trois des variables binaires tenant compte de la position géographique sont significatives. Ainsi, une commune qui appartient au canton de *Clervaux* ou à celui de *Vianden* (resp. *Wiltz*) a une dépense moyenne par habitant de l'ordre de 11% supérieure (resp. 25%) à celle d'une commune semblable appartenant à un autre canton. Dans le cas de *Clervaux*, remarquons que l'ensemble des communes de ce canton (8 au total) appartiennent à un syndicat gérant une *maison de retraite* et que ce sont les seules communes de l'échantillon qui sont dans ce cas. Il est dès lors mécaniquement impossible de distinguer entre l'effet d'appartenance au canton et l'effet de l'appartenance à ce syndicat.

- *Le taux de chômage* : L'effet du taux de chômage sur la dépense moyenne par habitant est positif et statistiquement significatif. Ainsi, pour toute augmentation de 1% du taux de chômage, la dépense par habitant augmente de 1%.

- *La superficie totale* : l'effet est positif et significatif. Lorsque la superficie augmente de 1%, cela induit un surcoût d'un peu moins de 0,4% pour la commune.

- *La superficie verte* : cette variable a un effet négatif et significatif sur le niveau de dépense par habitant. Afin de l'illustrer il est plus facile de se baser sur un exemple chiffré. Ainsi, la prévision des dépenses par habitant donnée par le modèle pour une commune qui possède les valeurs moyennes observées dans l'échantillon pour chaque caractéristique est de l'ordre de 1 340 euros. La prévision du modèle pour une commune identique à la précédente, à ceci près qu'elle possède une superficie verte supérieure de 10%, est de seulement 1 300 euros par habitant.

L'observation la plus pertinente du point de vue de cet encadré est *la population*. Comme attendu, l'effet sur la dépense par habitant est non linéaire, avec un niveau de la population à dépense minimale de l'ordre de 6700 habitants. Notons qu'un degré d'incertitude, inhérent à toute démarche statistique, entoure l'estimation de ce seuil. Dans le cas présent, en considérant la procédure standard visant à établir un intervalle de confiance à 90%, on peut avancer qu'il est très vraisemblable que le seuil de population dit « à dépense minimale » se situe dans une fourchette comprise entre 4 000 et 11 000 habitants. S'il est difficile d'inférer un quelconque enseignement pour les communes se trouvant au dessus de ce seuil, on peut raisonnablement tirer comme conclusion de ce résultat qu'une taille de population inférieure à 4 000 personnes paraît être relativement « inefficace », dans la mesure où la dépense moyenne contractée par ces communes est plus élevée alors qu'il est difficile de croire que l'offre de service y est plus importante.

Notons que les autres variables disponibles, notamment la présence d'un centre de développement et d'attractivité, n'apportent pas d'informations supplémentaires par rapport aux variables incluses dans le modèle final et que par conséquent celles-ci ne semblent pas avoir une influence significative sur les dépenses moyennes.

⁷² Ce modèle a un pouvoir prédictif relativement bon par rapport aux standards de la littérature empirique traitant ce genre de données et il passe très bien les différents tests traditionnels de mauvaise spécification.

Enfin, signalons qu'il aurait été intéressant d'inclure la dimension temporelle dans l'analyse afin de voir comment évolue la performance des communes au fil du temps. Néanmoins, les informations disponibles actuellement sont trop limitées pour ce type d'analyse.

Tableau 1 :

Résultats de l'estimation du modèle

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
C	10,21	0,60	17,01
Log Pop	-0,89	0,14	-6,42
(Log Pop) ²	0,05	0,01	5,72
Crem	0,06	0,03	2,08
Hop	-0,07	0,04	-1,87
Info	-0,05	0,03	-1,72
Pisc	0,06	0,03	2,46
Clerv	0,11	0,04	2,46
Wiltz	0,23	0,04	5,57
Vianden	0,11	0,07	1,68
Ch	0,01	0,01	2,27
Log SurfV	-0,28	0,15	-1,82
Log SurfTot	0,37	0,17	2,17
R ²	0,64		
Ramsey1 F(1 101)	0,11 [0,74]		
Ramsey2 F(2 100)	0,52 [0,60]		
White Chi ² (67)	50,77 [0,93]		

Source : Statec, Ministère de l'Intérieur, calculs BCL.

En guise de conclusions, la taille des communes luxembourgeoises semble assez faible en comparaison internationale. Les autorités luxembourgeoises ont d'ailleurs entrepris dans ce domaine une réforme territoriale visant à réduire le nombre de communes, visant à atteindre 71 communes en 2017 (seuil de 3 000 habitants).

L'analyse synthétisée dans le présent encadré tend à corroborer la nécessité d'un regroupement des activités communales. Malgré la prudence qui s'impose dans l'interprétation des résultats, la taille « optimale », à savoir celle minimisant le niveau de dépenses par habitant, semble se situer entre 4 000 et 11 000 habitants (avec un intervalle de confiance de 90%).

Il est intéressant de constater que la limite inférieure de l'intervalle précité excède le seuil de 3 000 habitants, qui joue un rôle pivot dans les initiatives des autorités. On ne saurait mieux souligner la nécessité de mener à bien, voire d'accélérer, l'indispensable réforme territoriale.