

2 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

1. Zone euro : Evolutions économiques récentes	28
2. Origines du creux conjoncturel	29
3. Prévisions de croissance pour 2012	30
3.1 Luxembourg : Evolutions conjoncturelles	30
3.2 Risques pour la stabilité financière	31

L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

1. ZONE EURO : ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES RÉCENTES

Le climat conjoncturel dans la zone euro s'est continuellement dégradé au cours du second semestre de l'année 2011 et les perspectives de croissance économique à court terme demeurent assez sombres, même si la situation semble s'être stabilisée depuis le début de l'année 2012.

L'activité économique s'est en effet contractée de 0,3% au dernier trimestre de l'année 2011 par rapport au trimestre précédent, après avoir quasiment stagné au troisième trimestre. La faiblesse de l'activité sur l'ensemble du second semestre de 2011 s'est accompagnée d'une dégradation marquée de la situation sur le marché du travail. Ainsi, l'évolution de l'emploi s'est affichée en contraction lors de chacun des troisième et quatrième trimestres de 2011, à hauteur de -0,2% en rythme trimestriel, tandis que le taux de chômage n'a cessé d'augmenter au cours des derniers mois pour s'établir en février 2012 à un record historique de 10,8% (contre 10% en février 2011). Par ailleurs, même si les résultats des enquêtes réalisées par la Commission européenne (ESI) se sont légèrement améliorés au cours des premiers mois de l'année 2012, l'indicateur synthétique reste à un niveau largement en deçà de sa moyenne historique (graphique 2.1), signalant que le climat conjoncturel demeure morose en ce début d'année. L'indice PMI composite, après être repassé en janvier 2012 brièvement au-delà des 50 points²⁷ (50,4) pour la première fois depuis août 2011, est redescendu depuis lors, s'établissant en mars largement en deçà de ce seuil (48,7).



Sources : Commission européenne, calculs BCL

Néanmoins, la présence de diverses poches de croissance au niveau mondial permet de penser que l'économie de la zone euro ne devrait pas connaître de nouvel épisode dépressionnaire semblable à celui observé au tournant des années 2008-2009. En effet, d'un côté, les développements économiques récents aux Etats-Unis ont été plus positifs que prévus. L'économie américaine a pu rebondir ces derniers mois à la faveur d'un apaisement des incertitudes sur le front budgétaire depuis l'été et grâce à des exportations soutenues par l'affaiblissement du dollar. D'un autre côté, si l'on avait pu craindre un moment un risque d'effondrement de certaines économies émergentes en situation de

²⁷ Rappelons que 50 représente le seuil critique de cet indicateur, en dessous duquel il renseigne une contraction de l'activité économique.

surchauffe, force est de constater que jusqu'à présent ces craintes se sont avérées infondées et que la dynamique de croissance est restée globalement robuste dans la plupart de ces économies. Pour se convaincre de la bonne tenue de la conjoncture au niveau mondial, il suffit de constater que le cours du baril de pétrole n'a cessé de se renforcer globalement depuis l'été, malgré les perspectives de croissance économique de plus en plus sombres en zone euro. Si une partie de ce mouvement s'explique par des craintes de rupture d'approvisionnement liées aux tensions géopolitiques touchant plusieurs pays du Moyen Orient, cela témoigne également du renforcement constant de la demande adressée par les économies émergentes. Etant donné la dépréciation de l'euro observée ces derniers mois, l'activité économique en zone euro devrait pouvoir bénéficier à l'avenir du maintien de la bonne dynamique de croissance à l'échelle mondiale, en particulier dans les économies qui, à l'instar de l'Allemagne, reposent sur une base industrielle solide et sont largement tournées vers l'extérieur. Dès lors, si les faiblesses sous-jacentes de l'économie européenne continuent à s'amenuiser, la reprise pourrait progressivement se dessiner dans le courant de l'année 2012. Bien entendu, il ne faut pas perdre de vue que la hausse du prix du pétrole représente en soi un risque potentiel pour la croissance économique mondiale et tout particulièrement pour la croissance en zone euro, qui devrait rester fragile.

2. ORIGINES DU CREUX CONJONCTUREL

La dégradation conjoncturelle observée depuis l'été 2011 trouve principalement son origine dans le climat d'incertitude très prononcée qui a paralysé l'ensemble des agents économiques, dans un contexte d'évolution très lente du processus de rétablissement des bilans des Etats et des institutions bancaires.

Au lendemain de la crise économique et financière de 2008-2009, il est apparu progressivement de plus en plus clairement que la croissance potentielle de la plupart des économies avancées serait durablement affectée²⁸. Dans ce contexte, la soutenabilité budgétaire de certaines économies a été remise en question par les investisseurs. Ces craintes se sont traduites par une augmentation sensible des taux d'intérêt sur les obligations souveraines des pays en proie aux difficultés les plus sévères. En outre, la chute associée de la valeur des obligations publiques jugées les plus risquées a fortement pesé sur les institutions bancaires européennes les plus exposées, alors même que la situation du secteur bancaire était toujours fragilisée par les répercussions de la crise de 2008-2009. Il s'en est suivi un resserrement conséquent des conditions d'octroi du crédit bancaire qui a eu des répercussions significatives sur l'activité réelle au sein de la zone euro, étant donné qu'il s'agit d'un canal de financement primordial pour les investissements des entreprises européennes. En outre, l'incertitude entourant la situation budgétaire et la situation financière des banques a affecté sensiblement la confiance de l'ensemble des agents économiques privés, ce qui a également pesé sur l'évolution de l'activité économique. Tous ces développements ont contraint les gouvernements des pays les plus endettés à mettre en place des mesures d'austérité parfois conséquentes. Cependant, jusqu'à présent l'effet de ces mesures sur la confiance s'est avéré très limité et ce pour plusieurs raisons. D'une part, la réduction des déficits publics décidée simultanément dans un grand nombre d'économies qui sont fortement interconnectées tend à peser sur la croissance économique globale à court terme, ce qui rend automatiquement les ajustements budgétaires plus délicats. D'autre part, la situation budgétaire de plusieurs Etats européens était tellement dégradée que des craintes de plus en plus vives se sont manifestées quant à la probabilité de survenance d'un défaut de paiement, alors que dans le même

²⁸ Voir par exemple "From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?" IMF(2009), *World Economic Outlook*, Avril et "Impact of the current economic and financial crisis on potential output", Commission européenne (2009), *Occasional Papers* N. 49, Juin.

temps les décideurs européens éprouvaient de grandes difficultés à se mettre d'accord sur la mise en place d'un mécanisme crédible de soutien aux pays affectés.

La très forte interdépendance qui existe entre la santé financière des établissements bancaires et celle des Etats, les liens ténus entre les développements de la sphère financière et de la sphère dite réelle de l'économie, ainsi que la relative lenteur pour la mise en place d'un mécanisme financier européen fiable et nécessaire pour contenir la crise et sa propagation, permettent de comprendre la nature de la spirale récessive dans laquelle l'économie européenne s'est enfoncée à partir de l'été 2011.

3. PRÉVISIONS DE CROISSANCE POUR 2012

Dans ce contexte, il n'est pas étonnant de constater que les principales institutions internationales ont établi des prévisions négatives pour la croissance économique en 2012 dans la zone euro, à l'exception de l'OCDE qui se démarque par des prévisions beaucoup moins pessimistes (tableau 2.1). Notons par ailleurs que la plupart de ces institutions mentionnent une intensification des risques planant sur leurs prévisions, avec une prédominance des risques à la baisse.

Tableau 2.1

Prévisions de croissance au sein de la zone euro

	2012	2013	DATE
FMI	-0,3	0,9	Avril
CE	-0,3	-	Février
OCDE	0,6	1,7	Mars
Eurosystem	-0,1	1,1	Mars

3.1 LUXEMBOURG : ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

Il n'est guère étonnant de constater que la dégradation économique et financière observée au niveau européen a des répercussions néfastes sur la situation économique au Luxembourg. Ainsi, d'après la publication récente des comptes nationaux trimestriels, il apparaît que l'activité économique affiche une progression de seulement 0,8% sur un an au quatrième trimestre de 2011. En outre, les dernières données d'enquête sont peu réjouissantes pour les perspectives de croissance à court terme. En effet, l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la BCL, après avoir atteint un creux en novembre 2011, a affiché un redressement très lent par la suite et demeure en mars à un niveau largement inférieur à sa moyenne historique (graphique 2.2). En outre, l'indicateur de conjoncture du Statec réalisé auprès des industriels s'est montré très erratique au cours des derniers mois. En calculant la moyenne mobile de cet indice sur les 12 derniers mois, on remarque que la tendance sous-jacente va clairement dans le sens d'une dégradation du climat conjoncturel depuis plusieurs mois (graphique 2.2). Dans ce contexte économique peu porteur, la situation du marché du travail semble avoir commencé à se dégrader récemment. En effet, le nombre de personnes inscrites à l'ADEM en février 2012 était plus de 10% supérieur au niveau observé en février 2011.

Le ralentissement conjoncturel au Luxembourg, dans les circonstances actuelles, s'explique par les caractéristiques structurelles très spécifiques de l'économie.

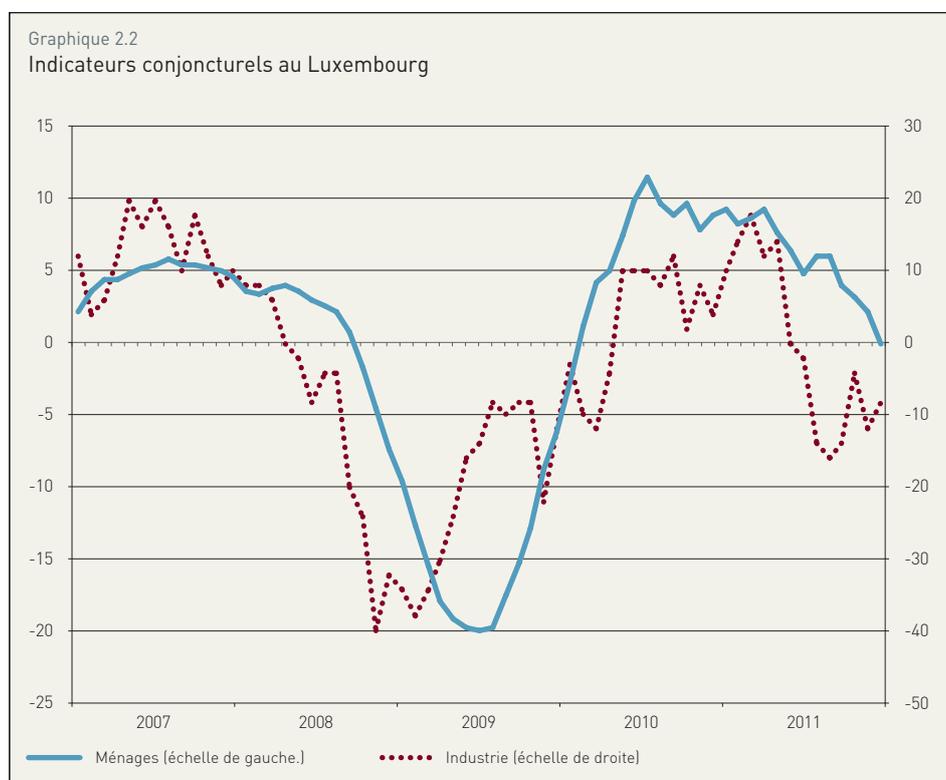
D'une part, étant donné son degré d'ouverture très élevé et le fait que ses principaux partenaires commerciaux se trouvent au sein de la zone Euro, l'économie luxembourgeoise est sensiblement affectée par la dégradation conjoncturelle européenne.

D'autre part, la dimension financière constitue une caractéristique essentielle de la crise actuelle (baisse des valorisations boursières, augmentation de la régulation, incertitude entourant la mise en place d'une taxation accrue à l'échelle européenne...), ce qui est potentiellement dommageable à l'économie luxembourgeoise étant donné sa forte dépendance à l'égard du secteur financier. Ceci est d'autant plus vrai qu'on observe historiquement une corrélation forte entre l'évolution de l'activité dans le secteur financier et celle du PIB domestique.

Une analyse statistique plus fine menée récemment au sein de la BCL²⁹ a mis clairement en évidence des effets d'entraînement de l'évolution de l'activité dans le secteur financier sur l'activité au sein des autres secteurs de l'économie. Or, il ressort des statistiques les plus récentes qu'à la fin décembre 2011, le patrimoine global net des organismes de placement collectif et des fonds d'investissement spécialisés s'affichait en diminution de 4,7% sur une base annuelle. En outre, le compte de pertes et de profits des banques luxembourgeoises à la fin du quatrième trimestre 2011 fait état d'une contraction du résultat net de près de 25% par rapport à l'année précédente. Notons cependant que la raison de cette contraction sensible réside moins dans un repli du produit bancaire, qui reste limité (-2,0%), que dans la très nette hausse des dépréciations nettes, dont l'augmentation se monte à plus de 1 000 millions d'euros sur un an.

3.2 RISQUES POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Malgré le creux conjoncturel qui devrait se prolonger durant la première partie de l'année 2012, il y a de bonnes raisons de penser que les risques de voir se développer une spirale récessive reposant sur les interactions entre les problèmes liés aux dettes souveraines, la santé des institutions bancaires et



Sources : Statec, BCL

²⁹ Guarda, Paolo et Rouabah, Abdelaziz, "Sectoral output growth and dynamic conditional correlations", présentation lors de la conférence intitulée Banking Productivity and Growth organisée dans le cadre du projet Perfilux, Luxembourg, 28-29 mars 2011.



la sphère réelle de l'économie demeurent plus réduits dans l'économie luxembourgeoise que dans bon nombre d'autres économies européennes.

D'un côté, les bilans des institutions bancaires luxembourgeoises ne sont pas soumis aux mêmes pressions que ceux de leurs homologues européennes. D'une part, l'exposition des banques luxembourgeoises aux obligations émises par les Etats grecs et portugais, qui sont jugés les plus fragiles à l'heure actuelle, demeure relativement limitée dans une perspective européenne. D'autre part, les banques luxembourgeoises sont peu exposées au risque d'une éventuelle dégradation de l'économie domestique. Ainsi, le total des prêts hypothécaires domestiques, en pourcentage des fonds propres des banques luxembourgeoises, est nettement plus faible que la moyenne européenne (100% contre 180%). Notons d'ailleurs que malgré la dégradation observée globalement dans le secteur financier à l'échelle européenne, les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi des crédits réalisée au sein de l'Euro système (Bank Lending Survey) montrent que les banques luxembourgeoises ont durci les conditions du crédit dans une bien moindre mesure que leurs consœurs européennes et que la crise de la dette n'a pas vraiment eu d'impact sur ces conditions, contrairement à ce qui est renseigné par leurs homologues européennes³⁰.

Etant donné le degré d'internationalisation élevé des banques domestiques, on pourrait toutefois craindre qu'un retournement conjoncturel observé au niveau européen soit davantage néfaste pour leur santé financière. Cette hypothèse est confirmée par une étude récente de la BCL³¹ montrant, à travers une série de tests de résistance appliqués aux banques domestiques, que celles-ci sont nettement plus vulnérables face à un choc négatif affectant le PIB de la zone euro que face à un choc identique affectant le PIB luxembourgeois. Cependant, l'étude montre aussi que l'impact d'un choc sur le PIB européen, même d'ampleur sévère, demeure d'importance relativement limitée sur les besoins en capital des établissements de crédit luxembourgeois.

D'un autre côté, par rapport à la situation rencontrée dans d'autres pays de la zone euro, l'activité économique au Luxembourg dépend proportionnellement moins du crédit bancaire, ce qui y rendrait les effets néfastes d'un rationnement du crédit moins sévères. En effet, la structure de l'économie luxembourgeoise est très particulière, avec une demande domestique privée relativement réduite par rapport à la moyenne européenne. En outre, d'après une publication récente du Statec³² reprenant les résultats d'une enquête menée par Eurostat auprès des PME à l'échelle européenne, les entreprises luxembourgeoises ont recours au financement bancaire dans une bien moindre mesure que ce qui est observé dans d'autres pays européens, notamment en France.

Toutefois, la prudence s'impose malgré tout dans les circonstances actuelles.

En effet, l'exposition des banques luxembourgeoises aux obligations d'autres Etats à fort taux d'endettement est assez élevée. Ainsi, dans une perspective européenne, l'exposition totale des banques luxembourgeoises aux dettes de l'Italie, de l'Espagne et de la Belgique apparaît importante au regard du PIB national (50%). Exprimée en pourcentage des fonds propres, l'exposition redevient plus raisonnable mais reste néanmoins dans la moyenne haute au niveau européen (graphique 2.3)³³.

30 Voir le Bulletin BCL, 2012/1, pp. 53-56.

31 Rouabah, Abdelaziz et Theal, John, "Stress Testing: The Impact of Shocks on the Capital Needs of the Luxembourg Banking Sector", BCL, Working Paper n°47, Août 2010.

32 « L'accès au financement des PME luxembourgeoises en 2010 », STATEC, Bulletin n° 3-11.

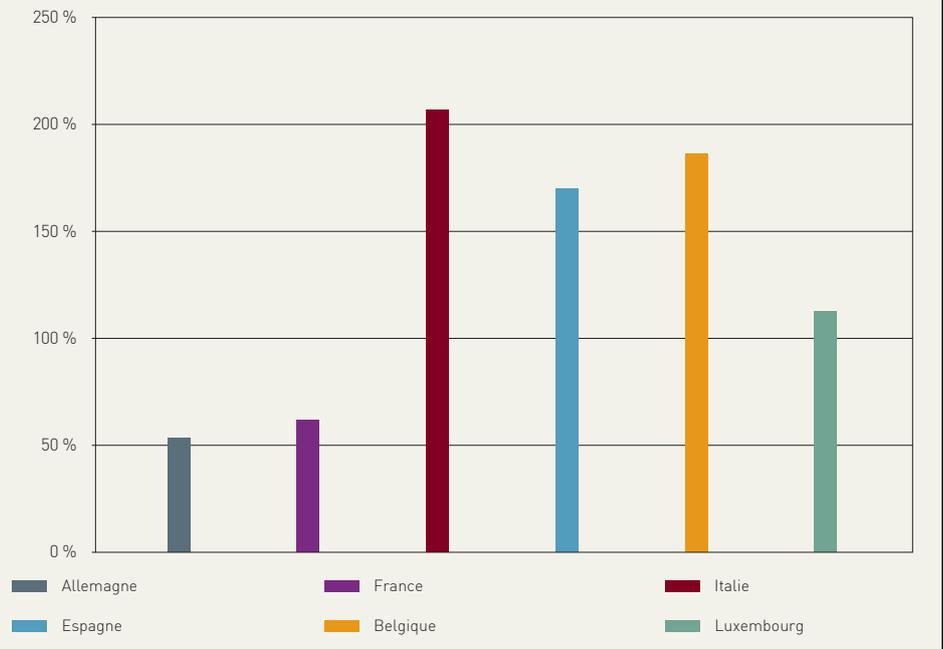
33 Les données pour le Luxembourg couvrent l'ensemble des banques domestiques et représentent la situation telle qu'elle apparaissait à la fin 2011 tandis que les données pour les autres pays européens se basent uniquement sur l'échantillon des banques couverte par l'Autorité Bancaire Européenne ayant été soumises aux tests de résistance européens dans le courant de l'année 2011 (voir Perspectives Economiques de l'OCDE, Volume 2011/2, p.56). Ces données sont par conséquent antérieures aux données luxembourgeoises.

Par ailleurs, les crédits hypothécaires accordés aux résidents sont concentrés aux mains d'un nombre très limité de banques domestiques (5 banques détiennent plus de 85% des crédits). En cas de retournement brusque du marché immobilier, cette forte concentration pourrait être à la source de difficultés pour les établissements concernés. Or, il se trouve qu'actuellement plusieurs facteurs de risque sont susceptibles d'alimenter l'évolution du marché immobilier. En effet, la hausse des prix a été très soutenue lors de la décennie écoulée. En parallèle, l'endettement des ménages a fortement augmenté durant cette période dans une perspective européenne (graphique 2.4), à tel point que le passif financier par ménage est à présent deux fois plus élevé que la moyenne européenne (graphique 2.5).

De plus, il apparaît que la durée moyenne des emprunts hypothécaires s'est progressivement allongée lors des dernières années. Ainsi, d'après les résultats d'une enquête qui remonte à l'année 2007 menée auprès des cinq principales banques présentes sur le marché hypothécaire luxembourgeois³⁴, la moitié des emprunts hypothécaires étaient contractés pour une durée au moins égale à 25 ans et il semblerait que cette proportion ait eu tendance à s'accroître depuis lors. Si l'on s'en réfère aux indicateurs de déséquilibre traditionnels (graphique 2.6), il semble que les ménages éprouvent de plus en plus de difficultés pour devenir propriétaires de leur logement.

Graphique 2.3

La part dans les fonds propres des expositions des établissements de crédit par pays au risque souverain (Italie, Espagne, Belgique)



Sources : OCDE, BCL

Graphique 2.4

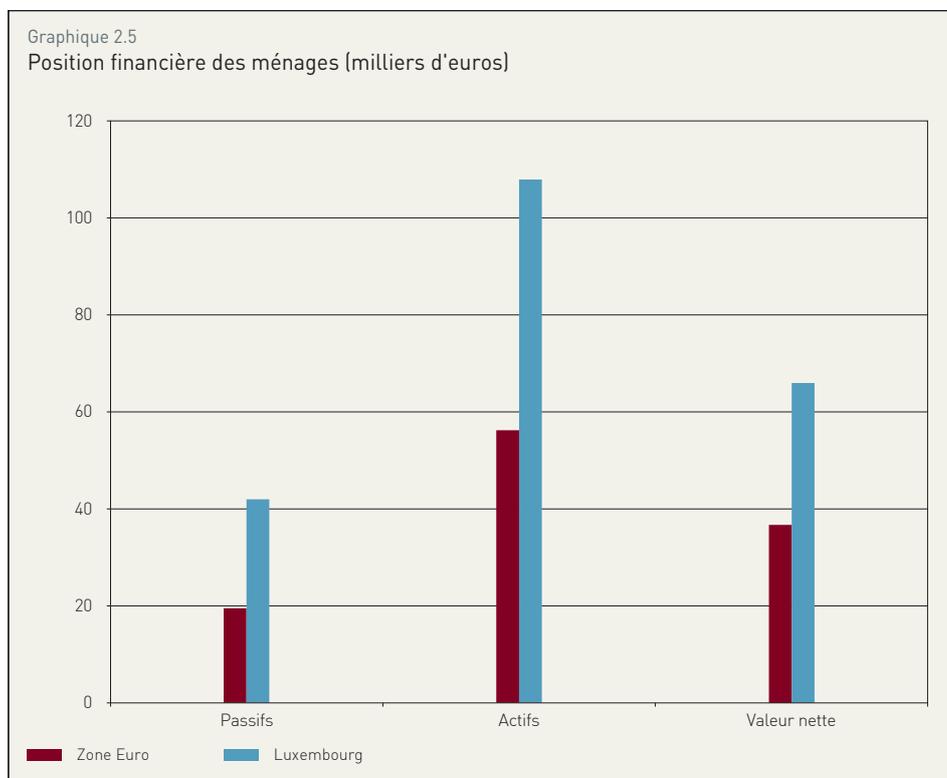
Evolution des emprunts hypothécaires (variation annuelle)



Sources : BCE, calculs BCL

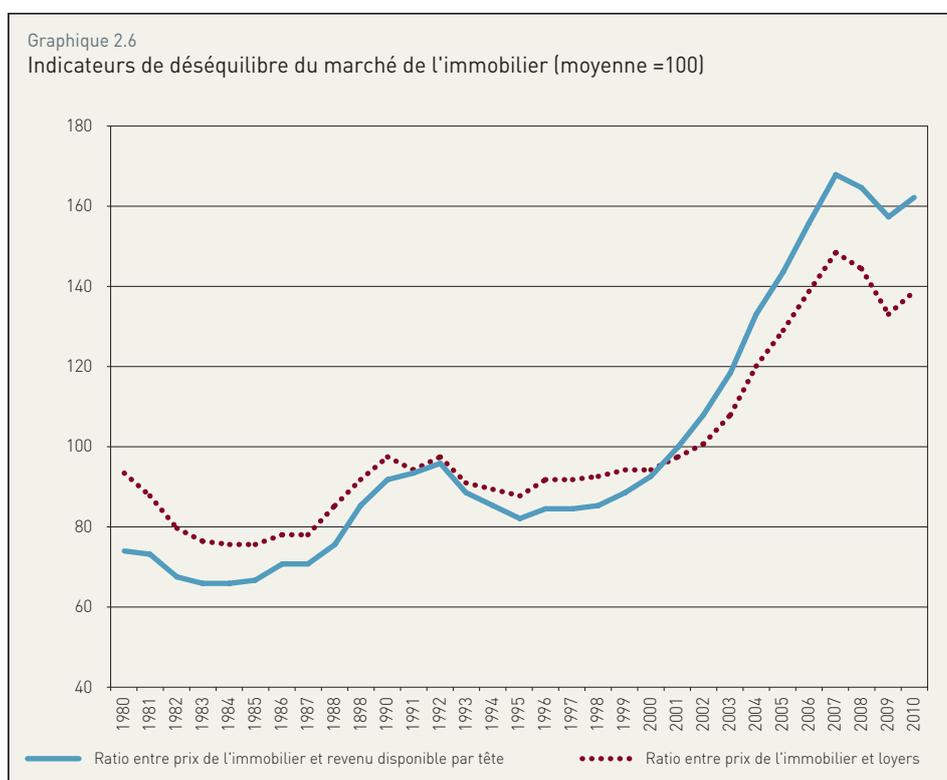
34 Structural Issues Report on Housing Finance, 2007

Graphique 2.5
Position financière des ménages (milliers d'euros)



Sources : Eurostat, calculs BCL

Graphique 2.6
Indicateurs de déséquilibre du marché de l'immobilier (moyenne =100)



Sources : Statec, BCL

En outre, l'enquête SILC-EU réalisée par Eurostat révèle que les difficultés financières des ménages liées au coût de leur logement sont relativement élevées au Luxembourg dans une perspective européenne (graphique 2.7). Dans ce contexte, le fait que la plupart des crédits hypothécaires des ménages luxembourgeois soient assortis d'un taux d'intérêt variable pose des risques d'insolvabilité de certains ménages en cas de remontée trop forte des taux sur le marché monétaire. En outre, si un tel développement devait à l'avenir engendrer un repli des prix immobiliers, il y a un risque réel de voir apparaître un effet richesse négatif qui pèserait sur les dépenses de consommation des ménages étant donné la forte prépondérance des actifs immobiliers dans leur richesse totale (voir *infra*).

Néanmoins, replacer ces observations dans le contexte très spécifique de l'économie luxembourgeoise permet de les relativiser.

Tout d'abord, aux dettes élevées des ménages correspondent des actifs financiers qui sont également beaucoup plus importants qu'en zone Euro tandis qu'exprimé en pourcentage du revenu disponible, l'endettement des ménages est comparable à la moyenne européenne. De plus, selon une publication récente du Statec³⁵ reprenant les résultats d'une enquête sur la richesse des ménages luxembourgeois dans une perspective européenne (Luxembourg Wealth Study), les actifs financiers des ménages luxembourgeois ne constituent qu'une très faible partie de leur richesse totale, puisque 90% de celle-ci est constituée

35 Regards sur le patrimoine des ménages, Statec, avril 2011.

de biens immobiliers. En outre, il apparaît dans cette étude que la richesse totale des ménages luxembourgeois est très élevée en comparaison internationale. Bien entendu, cela tient en partie au niveau relativement plus élevé des prix immobiliers mais également au nombre plus important de propriétaires que dans les autres pays. Notons encore que la dette des ménages représente une plus faible proportion de la valeur de la résidence principale que dans les autres pays.

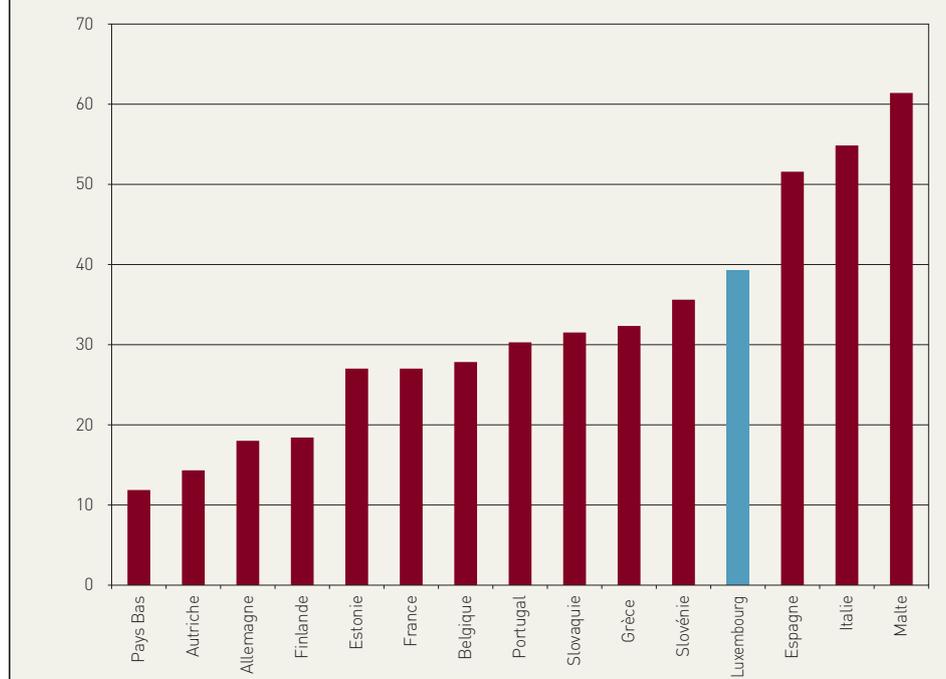
Ensuite, une analyse statistique récente menée à la BCL³⁶ tend à montrer que les prix immobiliers ne paraissent pas trop largement surévalués au regard de leurs fondamentaux économiques. Ainsi, les résultats d'une estimation économétrique de la relation historique entre les prix réels de l'immobilier d'une part et le PIB réel ainsi que le taux d'intérêt réel à court

terme, d'autre part, semblent indiquer que les prix se trouvaient à la fin de l'année 2010 à un niveau de 5 à 10% supérieur à leur valeur d'équilibre. Par ailleurs, il ne faut pas perdre de vue que le développement d'autres facteurs non pris en compte dans l'analyse a très probablement contribué à la croissance vigoureuse des prix durant la période. La dernière décennie a en effet été caractérisée par une croissance démographique très forte, une offre de logements demeurant limitée par la législation contraignante et un système fiscal en vigueur encourageant fortement l'accès à la propriété par le biais de l'endettement. En outre, la surface et la qualité des logements ne sont pas prises en compte par l'indice historique mesurant l'évolution des prix immobiliers³⁷. Dans la mesure où les informations disponibles vont dans le sens d'une augmentation de la surface habitable et de la qualité des logements au cours des dernières années, l'indicateur traditionnel pourrait surestimer la hausse réelle des prix de l'immobilier au Luxembourg.

Enfin, en ce qui concerne les risques liés à la proportion élevée de crédits à taux variables, rappelons qu'une part importante des crédits ont été souscrits à une période où les taux d'intérêt étaient largement supérieurs au taux en vigueur actuellement ce qui laisse de la marge aux ménages pour absorber la charge supplémentaire résultant d'une augmentation de ces taux à l'avenir.

Graphique 2.7

Part des ménages ayant de lourdes charges financières liées au logement



Sources : Enquête SILC-EU, Eurostat

³⁶ Cette analyse a donné lieu à la publication d'un encadré dans le Bulletin 2011, n°3, pp. 37-44.

³⁷ Un indice des prix immobiliers tenant compte de la surface et de la qualité des logements est publié par le STATEC. Néanmoins, cet indice ne concerne que les appartements (et non les maisons) et le recul historique de la série est très limité, puisqu'il ne remonte que jusqu'en 2007.



En résumé, on peut raisonnablement considérer que les risques pour la stabilité financière dans l'économie luxembourgeoise demeurent maîtrisables au regard de ce qui est observé dans bon nombre d'autres économies européennes. Toutefois, la vigilance reste de mise, notamment en raison de la forte concentration des crédits hypothécaires domestiques aux mains d'un nombre restreint d'institutions, ce qui pourrait engendrer des répercussions importantes en cas de retournement brusque et sévère du marché immobilier.

