

**1 L'ENVIRONNEMENT MACROECOMIQUE INTERNATIONAL**

- |   |    |
|---|----|
| 1. Contexte économique international        | 14 |
| 2. Evolutions conjoncturelles au Luxembourg | 17 |

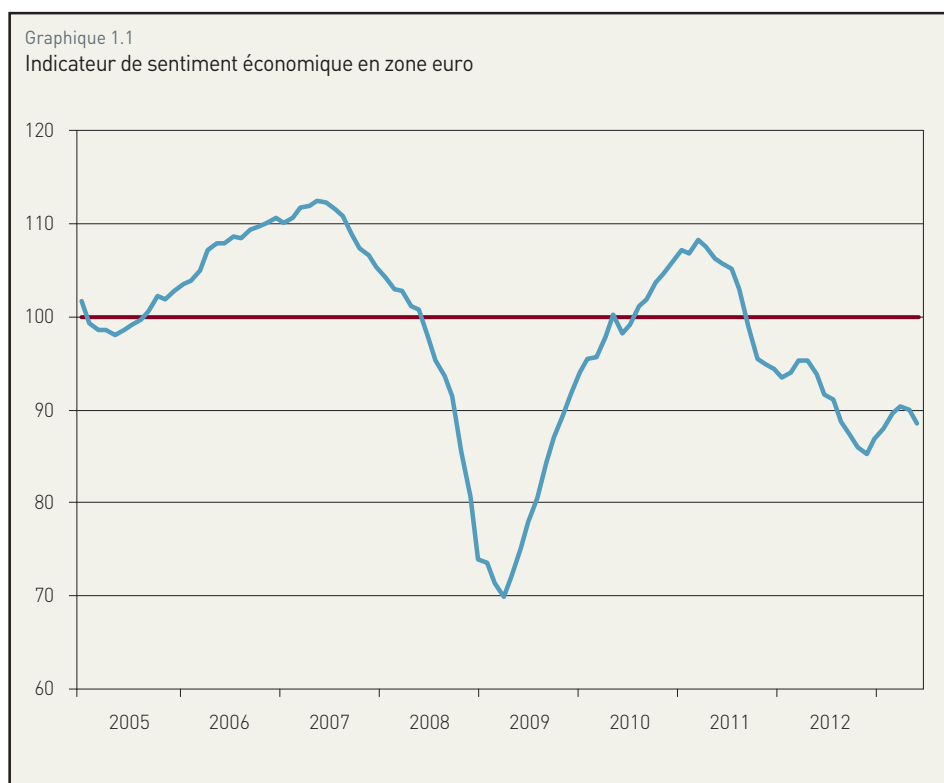
## L'ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE INTERNATIONAL

### 1. CONTEXTE ÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

L'activité économique en zone euro s'est contractée de 0,6% au quatrième trimestre de l'année 2012, après avoir déjà affiché un repli de 0,1% au troisième trimestre, de 0,2% au deuxième et une stagnation au premier trimestre. Par rapport au quatrième trimestre de 2011, l'activité économique est en contraction de 0,9%. Après avoir subi une dégradation quasi continue durant une bonne partie de l'année 2012, les résultats des enquêtes réalisées par la commission européenne (ESI) ont affiché une amélioration sensible à partir du mois de novembre 2012, laissant progressivement apparaître les prémices d'une reprise économique (graphique 1). Toutefois, l'indicateur synthétique s'est à nouveau replié tout récemment et demeure en avril 2013 à un niveau sensiblement en deçà de sa moyenne de longue période, signalant que le climat conjoncturel demeure morose. En outre, l'indice PMI composite, après avoir affiché un léger rebond en début d'année 2013, est à nouveau retombé en avril à 46,7 points, signalant que l'activité économique était probablement à nouveau en contraction en ce début de deuxième trimestre<sup>1</sup>.

L'évolution récente des indicateurs semble indiquer que la phase de détérioration de la situation économique est arrivée à son terme. Cette stabilisation récente du climat conjoncturel s'inscrit dans un contexte d'apaisement des tensions sur les marchés financiers découlant en partie des décisions de

politique monétaire mais également des avancées sur le front des réformes structurelles dans les économies de la zone euro. D'une part, on remarque en effet que l'annonce faite durant l'été dernier par la BCE de la mise à disposition potentielle d'instruments de politiques monétaires exceptionnels aux économies en difficulté (*Outright Monetary Transactions*, mieux connus sous le nom de « OMT ») a donné lieu dans les semaines qui ont suivi à une nette décrue des rendements sur les obligations souveraines italiennes et espagnoles, qui avaient été fortement mises à mal les mois précédents. En outre, les principaux indices boursiers se sont nettement redressés lors des derniers mois, en grande partie en raison de l'augmentation de la liquidité à l'échelle mondiale. D'autre part, il apparaît que les déséquilibres macroéconomiques parmi les économies de la



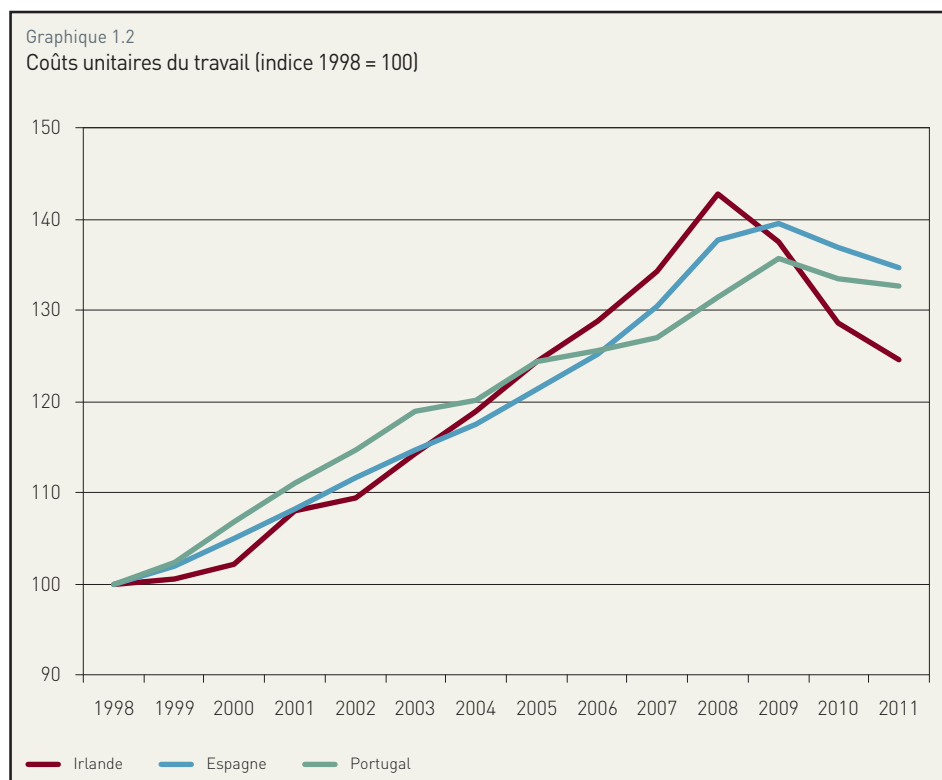
Sources : Commission Européenne, calculs BCL

1 Rappelons que le seuil séparant les zones d'expansion et de contraction de l'activité se situe à 50 points.

zone euro ont eu tendance à s'amenuiser ces derniers temps, grâce notamment à la mise en place de réformes structurelles dans les économies les plus fragiles. Ainsi la dérive des coûts unitaires du travail dans les économies les plus fragiles a été en partie corrigée (graphique 1.2) et les déséquilibres des balances commerciales se sont amenuisés (graphique 1.3).

Par ailleurs, plus récemment d'autres développements ont également contribué à l'apaisement sur les marchés. D'un côté, les discussions à la fin de l'année 2012 autour du projet de la création d'un organe commun de supervision bancaire, prémisses d'une véritable union bancaire européenne, ont permis de rassurer quelque peu les investisseurs quant à l'affaiblissement futur de l'interaction entre les risques des établissements bancaires et les risques souverains des pays hôtes. Cet élément est d'une importance capitale car, comme cela a été reconnu par de nombreux auteurs<sup>2</sup>, l'interaction négative entre la santé financière des banques et celle des Etats constitue un facteur explicatif déterminant de la spirale récessive dans laquelle l'économie européenne s'est enfoncée à partir de l'été 2011. D'un autre côté, avec le report de l'échéance concernant l'entrée en vigueur automatique de mesures budgétaires restrictives aux Etats-Unis (« fiscal cliff »), le pire a été évité pour l'économie américaine et, par ricochet, pour l'économie mondiale. Rappelons que le risque qui planait lors des dernières semaines de 2012 était de voir l'économie américaine subir à partir du début de 2013 une cure drastique d'austérité matérialisée par des réductions de dépenses et des hausses d'impôts

pour un montant total de près de 5% du PIB. Un accord temporaire, valable jusqu'au début du mois de mars 2013, a été conclu in extremis le 1er janvier 2013 permettant une décrue des craintes de récession aux Etats-Unis en tout début d'année<sup>3</sup>. En outre, il apparaît que malgré les craintes qui avaient pu être formulées à l'égard de la situation dans certaines économies émergentes, la dynamique de croissance est demeurée 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 s'est globalement stabilisé à un haut niveau au cours des derniers mois, malgré le climat récessif qui touche la zone euro depuis plusieurs trimestres, ce qui témoigne en partie du renforcement constant de la demande adressée par les économies émergentes.

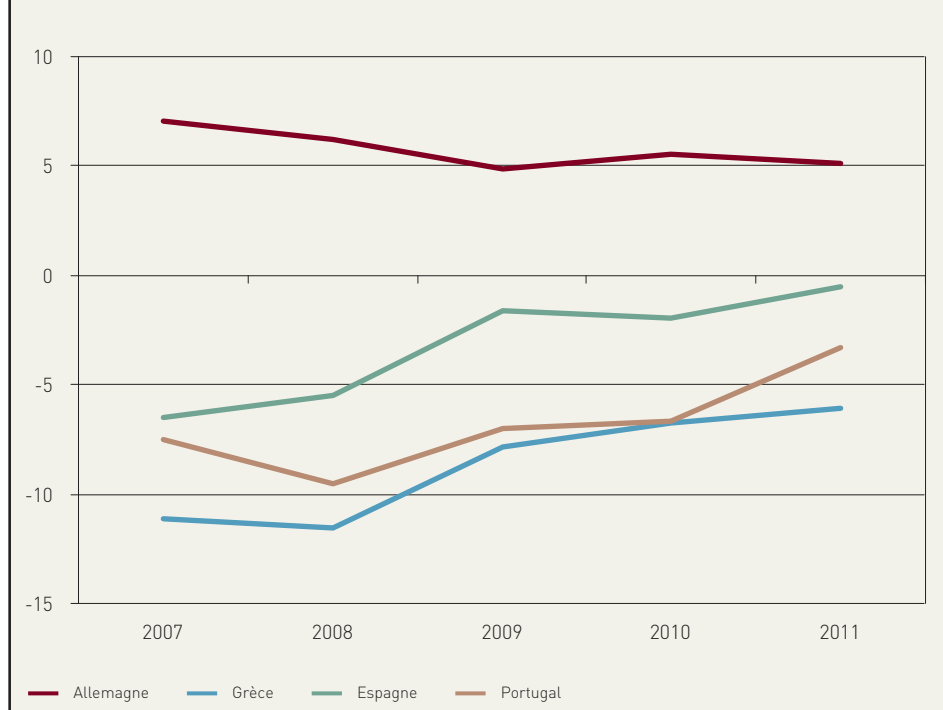


2 Voir par exemple : « L'histoire de deux excès : le lien entre risques de crédit du secteur financier et des emprunteurs souverains », V. Acharya, I. Drechsler et P. Schnabl ; et « Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro », S. Merler et J. Pisani-Ferry, parus tous deux dans la revue de la stabilité financière n°16, avril 2012, Banque de France.

3 Signalons néanmoins que cet accord temporaire n'a pas été reconduit et en conséquence, depuis mars 2013, des coupes budgétaires automatiques se sont appliquées à l'économie américaine. Il reste encore à voir quelles seront les effets de ces restrictions budgétaires sur la consommation des ménages américains.

Graphique 1.3

## Balance commerciale (% du PIB)



Sources : Eurostat, calculs BCL

Dans ce contexte, l'activité économique en zone euro devrait pouvoir bénéficier à l'avenir du maintien de la bonne dynamique de croissance à l'échelle mondiale. Ce serait en particulier le cas des économies qui en son sein sont largement tournées vers l'extérieur et reposent sur une base industrielle solide, à l'instar de l'Allemagne. En outre, si les réformes structurelles dans les économies en difficulté continuent à porter leurs fruits, la reprise de la demande intérieure pourrait progressivement s'opérer dans le courant de l'année 2013 à la faveur du rétablissement de la confiance des agents privés.

Néanmoins, la croissance en zone euro devrait rester fragile dans les prochains trimestres et la reprise serait particulièrement lente au regard des épisodes passés de sortie de crise économique. Les projections macroéconomiques de la zone euro établies récemment

par l'Eurosystème laissent d'ailleurs augurer qu'après une stabilisation de l'activité au cours du premier semestre de 2013, la reprise ne serait par la suite que très progressive. Le taux de croissance annuel moyen en 2013 demeurerait d'ailleurs sensiblement négatif (fourchette de prévision de -0,9% à -0,1%), en raison d'un acquis de croissance particulièrement défavorable présent en fin d'année 2012. En 2014, l'Eurosystème entrevoit une croissance positive mais demeurant faible dans une perspective historique (fourchette de 0 à +2,0%).

Nous sommes en effet au lendemain d'une crise économique qui s'est accompagnée d'une crise bancaire et financière. Or, il apparaît historiquement que les phases de reprises consécutives à ce genre de crise sont caractérisées par des rythmes de croissance particulièrement faibles en raison de la lenteur du processus de rééquilibrage des bilans de l'ensemble des agents économiques. En particulier, la situation du secteur bancaire européen, même si elle s'est améliorée par rapport à ce qui était observé durant la phase aigüe de la crise, n'en demeure pas moins fragile. Les résultats de la dernière enquête sur la distribution du crédit réalisée au sein de l'Eurosystème<sup>4</sup> témoignent d'ailleurs d'un maintien de conditions du crédit globalement restrictives, ce qui pèse sur l'activité réelle en zone euro étant donné l'importance du financement bancaire pour les investissements des entreprises. Les banques sont particulièrement peu enclines à ouvrir les vannes du crédit en raison des sombres perspectives qu'elles entrevoient concernant l'activité économique.

4 The Euro area bank lending survey, 4<sup>th</sup> quarter of 2012, janvier 2013, BCE.

En outre, au lendemain de la crise économique et financière de 2008-2009, la soutenabilité budgétaire de certaines économies a été remise en question par les investisseurs, notamment lorsqu'il est apparu de plus en plus clairement que la croissance potentielle de la plupart des économies avancées serait durablement affectée. Par conséquent, les taux d'intérêt sur les obligations souveraines des pays en proie aux difficultés les plus sévères sont montés en flèche et les gouvernements de ces pays ont été très vite contraints de mettre en place des mesures d'austérité conséquentes. Si des modifications structurelles des finances publiques semblent inévitables, notamment afin d'assurer la pérennité des modèles sociaux européens, force est de constater que les effets à court terme de ces mesures se sont avérés assez néfastes pour la croissance économique, en partie en raison de l'aspect simultané de ces mesures qui touchent un grand nombre d'économies fortement interconnectées. Etant donné que le processus d'assainissement des finances publiques est appelé à se poursuivre, cet élément devrait continuer à peser sur la croissance économique globale dans les trimestres à venir.

Par ailleurs, la situation sur le front de l'emploi en zone euro reste particulièrement inquiétante, ce qui continuera à freiner de manière conséquente la dynamique de reprise de la demande intérieure à l'avenir. En effet, les difficultés économiques au sein de la zone se sont accompagnées d'une hausse quasi ininterrompue du taux de chômage depuis de nombreux mois, celui-ci se atteignant en zone euro un record historique de 11,9% en janvier 2013.

## 2. EVOLUTIONS CONJONCTURELLES AU LUXEMBOURG

Etant donné sa très large ouverture, le poids important du secteur financier dans son économie<sup>5</sup> et la prépondérance des économies de la zone euro dans ses marchés à l'exportation, il est logique de constater que la situation conjoncturelle au Luxembourg se soit détériorée au cours des derniers mois. Il apparaît en effet que le PIB en volume n'a affiché qu'une très faible progression sur l'ensemble de l'année 2012 (+0,3%) et le niveau toujours faible auquel se situent les principaux indicateurs de confiance (graphique 4) signale que les perspectives à court terme de l'économie luxembourgeoise demeurent moroses. Le moral déprimé des agents privés influence en effet l'évolution de la demande intérieure, comme en témoigne la progression anémique au quatrième trimestre de 2012 de la consommation des ménages et surtout de la formation brute de capital de respectivement +0,6% et +0,4% sur un an. Dans ce contexte économique peu porteur, la situation du marché du travail s'est sensiblement détériorée au cours des derniers trimestres. En effet, la croissance de l'emploi en rythme trimestriel, même si elle reste positive, s'est essouffée et le nombre de personnes inscrites à l'ADEM affiche en mars 2013 une hausse de près de 14% sur un an.

### *Risques pour la stabilité financière*

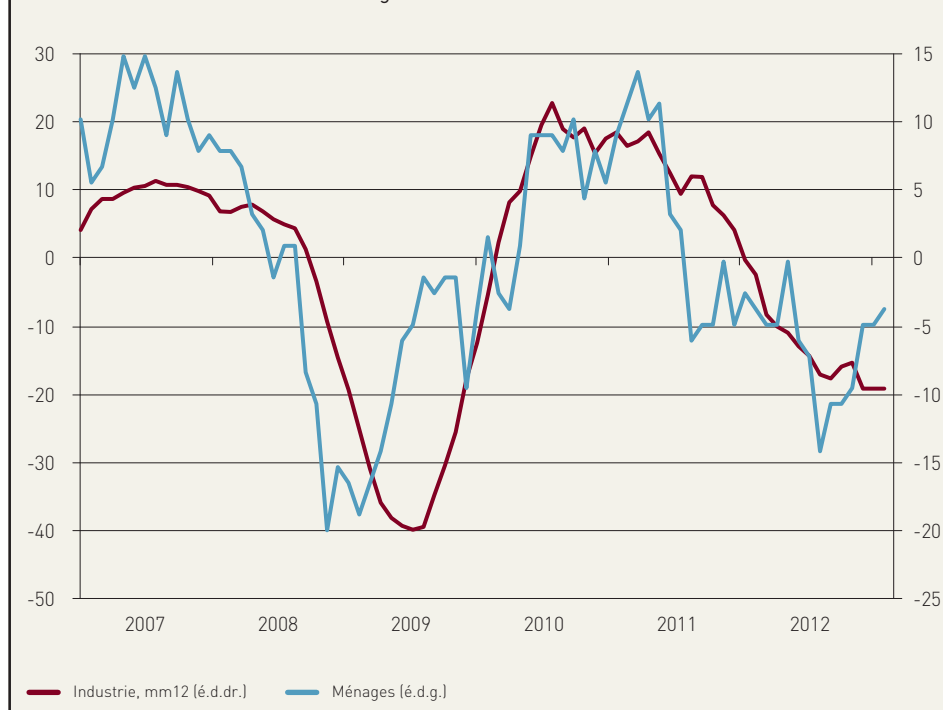
En dépit de ces sombres perspectives, les risques pour la stabilité financière dans l'économie luxembourgeoise demeurent contenus au regard de la situation qui est rencontrée dans les pays européens en proie aux plus lourdes difficultés.

Cela tient notamment au fait que les établissements bancaires luxembourgeois ne sont pas soumis aux mêmes pressions que leurs homologues européens. D'une part, l'exposition des banques

5 Une analyse statistique réalisée au sein de la BCL 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. Voir à ce sujet : 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.

Graphique 1.4

## Indicateurs de confiance au Luxembourg



Sources : Statec, BCL

luxembourgeoises aux obligations émises par les Etats 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, avec par exemple le total des prêts hypothécaires domestiques par rapport aux fonds propres qui est nettement plus faible qu'en moyenne dans la zone euro. D'ailleurs, il apparaît d'après les résultats les plus récents de l'enquête sur les conditions d'octroi des crédits réalisée au sein de l'Euro système (Bank Lending Survey) que les banques luxembourgeoises ont eu tendance à maintenir des conditions du crédit pour les entreprises moins restrictives que leurs homologues européennes au cours des derniers trimestres (voir Encadré 3.1: « L'enquête Trimestrielle sur la Distribution du Crédit Bancaire »), ce qui atteste de leur plus

grande résilience face aux turbulences liées à la crise. A ce propos, rappelons en effet qu'une étude de la BcL<sup>6</sup> a montré, à travers une série de tests de résistance appliqués aux banques domestiques, que l'impact d'un choc négatif affectant le PIB de la zone euro, même d'une ampleur relativement sévère, demeure d'importance très limitée sur leurs besoins en capital.

Par ailleurs, la situation sur le marché immobilier résidentiel luxembourgeois semble de prime abord moins problématique que dans bon nombre d'autres pays européens, en dépit d'une croissance des prix qui a été particulièrement robuste au cours des dernières années<sup>7</sup>. En effet, même si les indicateurs simples de déséquilibre, tel que le rapport entre le niveau des prix et le revenu disponible des ménages, se dégradent tendanciellement depuis plus de dix ans (graphique 1.5), le développement d'autres facteurs a priori objectifs a contribué à la croissance vigoureuse des prix et de l'endettement durant la période récente. En effet, les dernières années ont été caractérisées par une forte croissance démographique, alimentée notamment par un solde migratoire positif en nette augmentation<sup>8</sup>, alors que dans le même temps l'offre de logements est demeurée relativement limitée et que le système fiscal en vigueur continue à encourager l'accès à la propriété par le biais de l'endettement. En outre, remarquons que les indices historiques traditionnels mesurant l'évolution des prix immobiliers ne prennent

6 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.

7 Voir notamment les cas de l'Espagne et de l'Irlande (European Commission, 2012, "Focus: Assessing the Dynamics of House Prices in the Euro Area", Vol. 11, No. 4, p. 7-18).

8 D'après les estimations du Statec, il apparaît en effet que le solde migratoire au Luxembourg (définie comme l'excédent des arrivées sur les départs) en 2011 a été de près de 11.000 personnes, alors que la moyenne depuis l'an 2000 avait été d'un peu plus de 5.000 personnes par an.

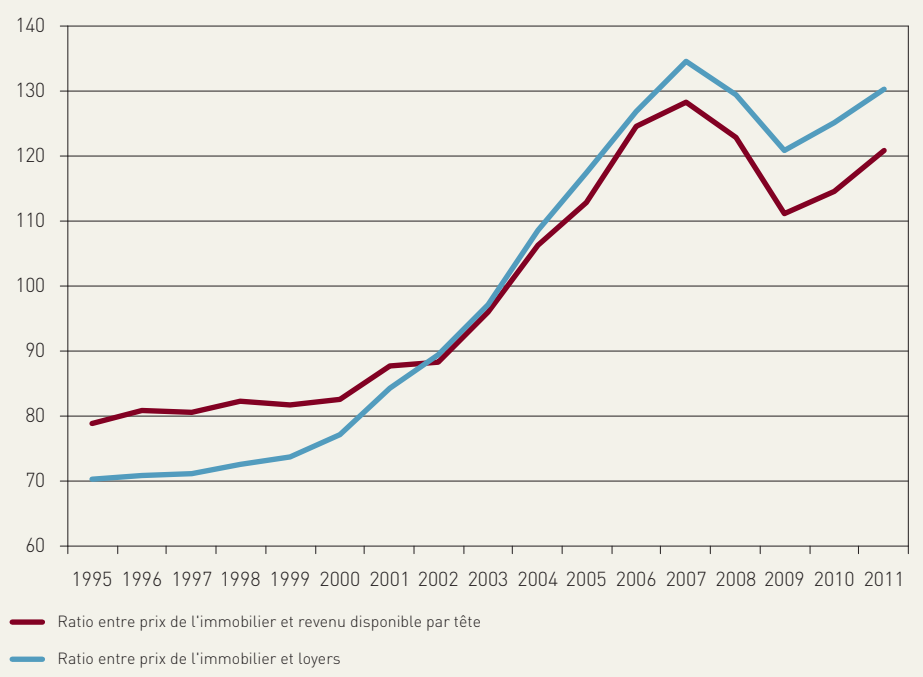
généralement pas en compte la surface ainsi que la qualité des logements<sup>9</sup>. Dans la mesure où les informations parcellaires dont nous disposons témoignent d'une augmentation de la surface habitable et de la qualité des logements au cours des dernières années<sup>10</sup>, les indices de prix utilisés pour calculer les indicateurs traditionnels de déséquilibre du marché immobilier pourraient amener à exagérer l'ampleur du déséquilibre, en surestimant la hausse réelle des prix de l'immobilier au Luxembourg.

Toutefois, lorsque l'on y regarde de plus près plusieurs facteurs de risque sont à épinglez, en particulier dans le contexte actuel empreint d'une grande incertitude.

En effet, l'endettement des ménages luxembourgeois, qui connaît depuis de nombreuses années une croissance nettement plus vive que celui des autres ménages européens, a continué d'augmenter fortement durant la période récente (graphique 1.6), en dépit du creux conjoncturel traversé par l'économie domestique. Par ailleurs, cet endettement croissant s'est également accompagné d'une augmentation de la durée moyenne des emprunts hypothécaires lors des dernières années. Ainsi, les résultats d'une enquête remontant à l'année 2007 menée auprès des cinq principales banques présentes sur le marché hypothécaire luxembourgeois<sup>11</sup> renseignaient que 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.

Etant donné que 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), les établissements concernés pourraient rencontrer des difficultés conséquentes en cas d'augmentation brusque des défauts de paiement des ménages. Un tel développement pourrait être provoqué par l'émergence d'un choc de revenu sévère, notamment en raison d'une nouvelle forte hausse du recours au chômage partiel affectant les ménages qui sont davantage contraints financièrement. D'autre part, la majorité des crédits hypothécaires des ménages luxembourgeois étant assortis d'un taux d'intérêt variable, il y a un risque potentiel d'insolvabilité de certains ménages en cas de vive remontée des taux sur le marché monétaire. Ces risques sont d'autant plus justifiés qu'il ressort des résultats de l'enquête SILC-EU réalisée par Eurostat que les difficultés financières des ménages liées au coût de leur logement sont

Graphique 1.5

Indicateurs de déséquilibre du marché de l'immobilier  
(indice dont la moyenne historique est fixée à 100)

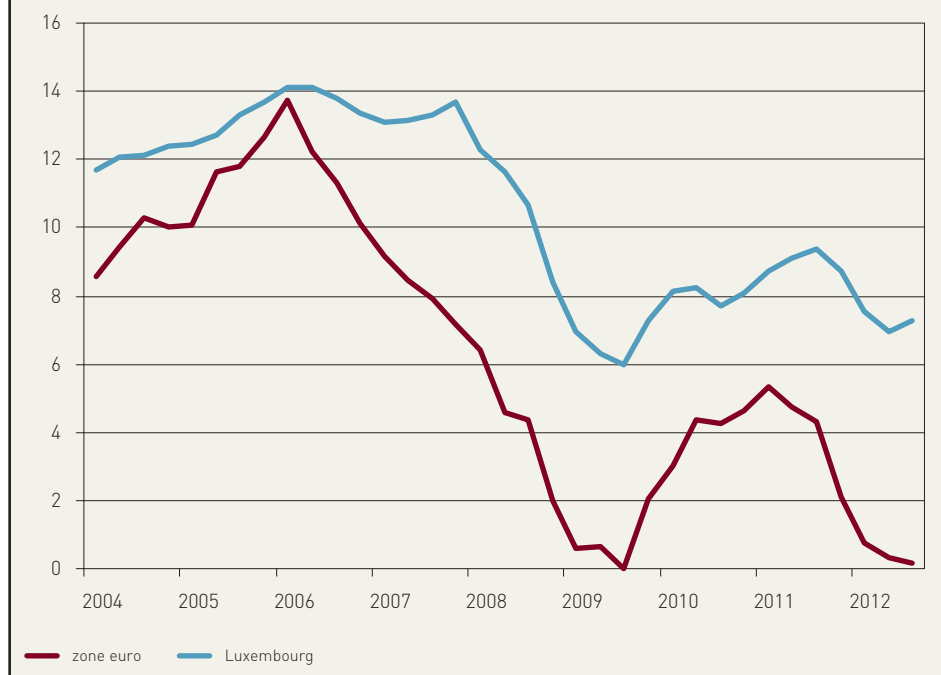
Sources : Statec, BCL

9 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 limité.

10 Voir Département du logement (2007): Wohnungsbedarfsprognose 2001-2021, Chapitre 3

11 European Central Bank, 2009, "Housing Finance in the Euro Area", Structural Issues Report, March 2009

Graphique 1.6  
Evolution des emprunts hypothécaires  
(variation annuelle en %)



Sources : BCE, BCL, variations de stock calculées à partir des données bilantaires des banques (BSI)<sup>14</sup>

relativement élevées au Luxembourg dans une perspective européenne<sup>12</sup>. Par ailleurs, si pour une quelconque raison on devait assister à une correction majeure des prix à l'avenir, le risque de voir la consommation pâtir d'effets de richesse négatifs est élevé étant donné la forte prépondérance de l'immobilier dans la richesse totale des ménages<sup>13</sup>.

La situation actuelle n'est pas sans rappeler celle vécue par certaines économies européennes durant une bonne partie de la dernière décennie, lorsque la croissance robuste des prix immobiliers et de l'endettement des ménages semblait constituer une évolution parfaitement maîtrisable jusqu'à ce que les ravages causés par la crise démontrent que la situation était en réalité loin d'être soutenable. Bien entendu, la situation actuelle sur le marché luxembourgeois est probablement moins problématique,

notamment en raison de l'important stock d'actifs financiers qui est aux mains des ménages et qui relativise quelque peu leur niveau d'endettement élevé dans une perspective européenne (graphique 1.7), mais toujours est-il que la vigilance est de mise<sup>15</sup>.

En résumé, les risques pour la stabilité financière dans l'économie luxembourgeoise demeurent contenus dans une perspective européenne. Toutefois, la prudence s'impose malgré tout, notamment en raison d'une forte croissance de l'endettement des ménages au cours des dernières années et d'une forte concentration des crédits hypothécaires dans les mains de quelques institutions, ce qui pourrait engendrer des répercussions néfastes en cas de retournement brusque du marché immobilier. Dans ce contexte, il convient de saluer la nouvelle mesure décidée récemment par la CSSF qui vise à décourager à l'avenir les crédits dont le rapport dit « loan-to-value » (LTV) est supérieur à 80% via une exigence

12 Il apparaît ainsi que le pourcentage de ménages déclarant rencontrer de lourdes charges financières liées à leur logement était en 2011 de près de 40% au Luxembourg contre à peine 20% en Allemagne et moins de 30% en France et en Belgique.

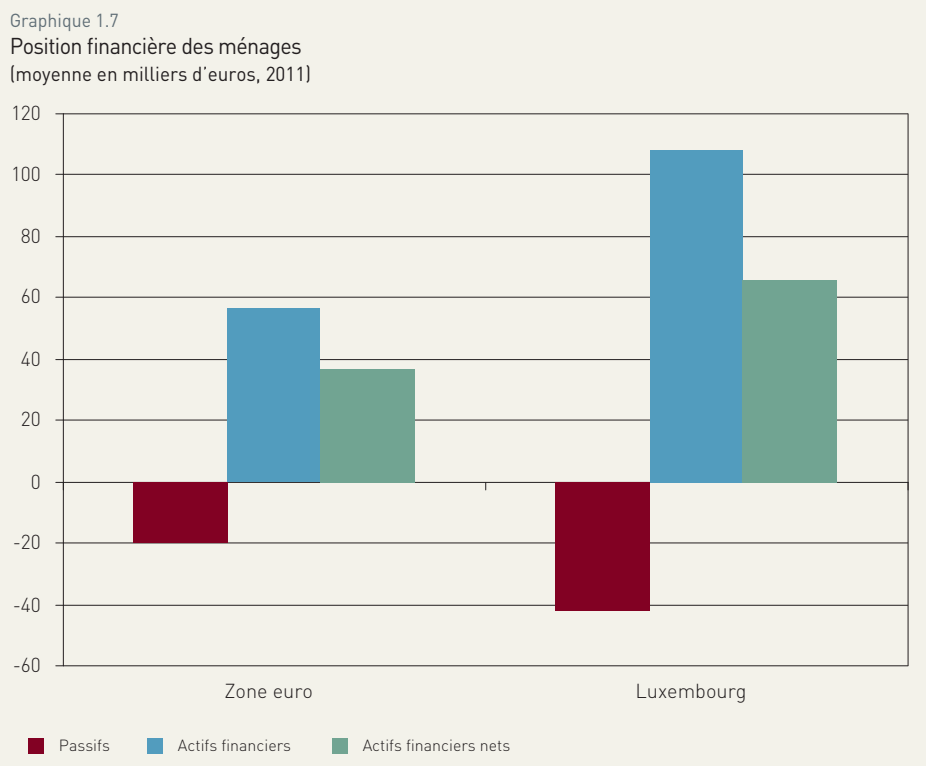
13 D'après les résultats issus d'une enquête menée conjointement par la BcL et le CEPS/INSTEAD en 2010/11 sur le comportement financier et de consommation des ménages résidant au Luxembourg (Luxembourg Household Finance and Consumption Survey, ou LU-HFCS), il apparaît que la richesse réelle (immobilier) des ménages constitue 89% de leur richesse brute totale (pour plus de détails, se référer à l'encadré 4 dans le bulletin BcL 2012/3, p.73)

14 L'encadré 3.1 sur «L'Enquête Trimestrielle sur la Distribution du Crédit Bancaire » présente d'autres séries d'emprunts qui tiennent compte des nouveaux crédits accordés.

15 Pour une analyse de la composition du stock d'actifs financiers des ménages luxembourgeois, voir Encadré 3 «La composition du patrimoine des ménages et son évolution durant la crise financière», Bulletin BCL 2013/1. Cet encadré montre que les données pour le secteur des ménages dans son ensemble peuvent donner une fausse impression des risques pour la stabilité financière. L'analyse plus désagrégée proposée dans l'encadré révèle que les actifs financiers sont concentrés parmi les ménages les plus aisés, tandis que les passifs sont distribués largement à travers la population, y compris parmi les ménages plus modestes.



accrue de fonds propres réglementaires imposée aux établissements de crédit lorsque ce seuil est dépassé<sup>16</sup>. Cette mesure constitue sans aucun doute un pas dans la bonne direction qui vise à réduire les risques pour la stabilité financière de l'économie luxembourgeoise. Notons qu'il existe bon nombre d'autres mesures préventives de ce genre, certaines déjà en vigueur dans d'autres économies, qui pourraient également être mises en place au Luxembourg à l'avenir dans le but de renforcer la stabilité. Il s'agit notamment de l'encadrement des conditions de révision des taux hypothécaires ainsi que de la durée des crédits, d'un système de taxation plus neutre limitant les incitants à l'endettement, de l'imposition d'un seuil maximal au ratio des charges de remboursement par rapport au revenu des emprunteurs, ou encore d'une exigence de constitution de fonds propres imposée aux banques selon un principe contra-cyclique.



Source : Eurostat

16 Voir la circulaire 12/552 de la CSSF datant du 11 décembre 2012, page 56.