



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Secrétariat général
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
e-mail : sg@bcl.lu
Luxembourg, le 13 décembre 2012

SOMMAIRE

1	LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE	10
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Le marché des actions	11
1.1.4	Le marché des changes	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	Balance des paiements de la zone euro	15
1.1.8	Les projections macro-économiques pour la zone euro	16
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	25
1.2.3	Les activités sectorielles	34
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	68
1.2.5	La croissance économique	70
1.2.6	Les projections macroéconomiques de décembre 2012	72
1.2.7	Le commerce extérieur	83
1.2.8	La balance des paiements	85
1.2.9	La position extérieure globale	91
1.2.10	Les comptes financiers	97
1.2.11	Les finances publiques	100
<u>Encadré 1:</u>		
Indicateurs de compétitivité de l'économie luxembourgeoise : importances des évolutions dans le secteur des services		21
<u>Encadré 2:</u>		
L'évolution des crédits au secteur privé		41
<u>Encadré 3:</u>		
Les fonds de fonds domiciliés au Luxembourg : présentation et analyse statistique		52
<u>Encadré 4:</u>		
Incidences potentielles d'une accentuation de la crise souveraine sur la solidité financière des banques et des fonds d'investissement luxembourgeois		60
<u>Encadré 5:</u>		
Croissance potentielle - Impact de la crise et perspectives de long terme		81
<u>Encadré 6:</u>		
Consommation des ménages frontaliers au Luxembourg		87
<u>Encadré 7:</u>		
Révisions des données de la position extérieure du Luxembourg		92
<u>Encadré 8:</u>		
Dépenses des Administrations publiques: une comparaison internationale		107

2 ACTUALITÉ

1	Communiqué de presse	113
---	----------------------	-----

3 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	116
2	Circulaires de la BCL	118
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	118
1	Statistiques de politique monétaire	118
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	118
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	119
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	119
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	119
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	119
7	Balance des paiements du Luxembourg	119
8	Commerce extérieur	119
9	Position extérieure globale	120
10	Avoirs de réserve	120
11	Etablissements de crédit	120
12	Activité bancaire internationale	120
13	Organismes de placement collectif	120
14	Professionnels du secteur financier	121
15	Sociétés de gestion	121
16	Compagnies d'assurances et fonds de pension	121
4	Publications de la BCL	121
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	125
6	Liste des abréviations / List of Abbreviations	126

EDITORIAL

Le dernier Bulletin que j'ai le privilège d'introduire ne délivre pas un message fondamentalement différent de celui des précédentes livraisons : le Luxembourg est confronté à de nombreux défis, qui exigent une action résolue de la part de nos autorités.

La situation économique présente suffit à elle seule à illustrer l'ampleur de ces défis. Dans la zone euro, la variation du PIB en volume se situerait entre -0,9 et +0,3% en 2013 et entre 0,2 et 2,2% en 2014 selon les projections de décembre 2012 des services de l'Eurosystème.

Au Luxembourg, le PIB est en pleine stagnation depuis l'avènement de la crise économique et financière. De 2007 à 2011, le PIB en volume s'est réduit à concurrence de 0,4% selon les comptes nationaux publiés en octobre 2012. Or au cours de la même période, la progression de la population s'est accentuée, en dépit de la crise. Le Luxembourg comptait en moyenne 519 400 habitants en 2011, soit 8,1% de plus qu'en 2007. Le contraste entre ces deux chiffres illustre l'ampleur de l'appauvrissement subi par le Luxembourg en l'espace de quatre années seulement.

Les indicateurs à court terme ne laissent pas augurer un retournement imminent de cette tendance. Ainsi, les comptes de pertes et profits des établissements de crédit délivrent toujours un message peu encourageant, comme l'attestent notamment un produit bancaire et un résultat avant dépréciations, provisions et impôts en nette diminution au cours des neuf premiers mois de 2012 par rapport à la période correspondante de 2011. Les organismes de placement collectif se caractérisent certes par une valeur d'inventaire en net progrès au cours des trois premiers trimestres de 2012, mais cette évolution a priori favorable reflète davantage une inflexion de marchés financiers intrinsèquement volatils qu'un retournement structurel de l'activité. Les indicateurs relatifs à la confiance des consommateurs, à l'industrie ou au commerce de gros sont quant à eux résolument orientés à la baisse ces derniers mois. Sans parler du secteur aérien ou de la restructuration d'importants établissements de crédit.

Le décrochage de notre industrie est particulièrement préoccupant. Il s'exprime par une sensible diminution de la production et de la valeur ajoutée de cette branche. Les parts de marché à l'exportation de biens ont également marqué le pas, cette évolution s'expliquant dans une large mesure par le dérapage de nos coûts salariaux unitaires nominaux. Selon le second Rapport sur le mécanisme d'alerte, publié par la Commission européenne le 28 novembre 2012, le Luxembourg est d'ailleurs l'un des quatre pays sur 27 où l'augmentation de ces coûts a excédé le seuil d'alerte. Seules la Bulgarie et la Roumanie – à savoir deux pays en phase de rattrapage économique – se caractérisent par une évolution plus défavorable depuis 2008. De surcroît, la croissance des coûts unitaires luxembourgeois aurait été six fois plus rapide qu'en Allemagne au cours de la décennie écoulée. Des indicateurs de compétitivité « non prix » tels que les dépenses brutes (publiques et privées) en recherche et développement ne sont pas de nature à compenser cette dérive. En 2011, ces dépenses n'atteignaient en effet que 1,4% du PIB au Luxembourg, contre une moyenne de 2,4% dans les trois pays limitrophes.

La dérive des coûts unitaires est le reflet d'un important fléchissement de la productivité et d'une hausse persistante des coûts salariaux – même si cette progression tend à ralentir par rapport à la période « pré-crise ». Le mécanisme d'indexation constitue le moteur de l'augmentation des salaires moyens. Or l'un des rares autres pays de la zone euro demeurant attaché à l'indexation des salaires, à savoir la Belgique, a pour sa part annoncé une refonte du panier de biens servant de référence à l'indexation ainsi qu'un strict encadrement, au cours de la période 2013-2014, de

L'évolution des salaires hors indexation et revalorisations barémiques. Aucune norme de ce type n'est actuellement en gestation au Luxembourg, alors que notre économie est encore plus ouverte que l'économie belge. Nos entreprises continuent par conséquent à être prises en tenaille entre la crise et des coûts croissants.

C'est sur cet arrière-fond défavorable que s'inscrivent les projections macro-économiques de la BCL de décembre 2012. Ces dernières laissent augurer, après une progression du PIB en volume de 0,2 à 0,8% en 2012, une croissance se situant entre 0 et 2% en 2013 et entre 1,7 et 3,7% en 2014. Selon toute probabilité, le PIB réel par habitant aura donc encore reculé au cours de la période 2012-2014. Encore convient-il de considérer que si une accélération de la croissance est escomptée pour 2014, cette prévision est entachée de nombreux risques défavorables. Le principal risque est la répercussion sur l'activité luxembourgeoise de la nécessaire consolidation budgétaire, tant au Luxembourg que dans les autres pays de la zone euro. Un assainissement additionnel, permettant de ramener dans chaque pays de la zone les soldes des Administrations publiques aux objectifs figurant dans les Programmes de Stabilité respectifs, amputerait la croissance du Luxembourg qui reviendrait dès lors à moins de 2% en 2014 – soit environ le taux de croissance de la population.

En 2014, le PIB réel par habitant demeurerait par conséquent inférieur à son niveau « pré-crise » de 2007. Il est difficile de soutenir après une aussi longue période de stagnation et même de recul que le Luxembourg soit encore une économie à forte croissance. Or la gestion de nos finances publiques s'est longtemps appuyée sur ce postulat de plus en plus discutable.

Dans ces circonstances, nos autorités doivent d'urgence négocier un virage en matière de gestion des finances publiques. Je salue l'effort d'assainissement de plus de 1,5% du PIB mis en orbite par le gouvernement en automne 2012 – même si à mon estime la composition de l'effort aurait dû reposer bien davantage sur le volet des dépenses. Le récent avis de la BCL sur le projet de budget 2013 préconise un effort additionnel de consolidation, se montant au total à près de 2,5 milliards d'euros de 2013 à 2018. Un tel assainissement peut sembler considérable, mais il se justifie pleinement à l'aune des trois considérations suivantes.

En premier lieu, cette consolidation supplémentaire permettrait au Luxembourg de respecter le nouveau cadre de gouvernance budgétaire européen. Ce dernier exige notamment le respect d'une nouvelle norme de dépenses, qui ne pourra être assurée en l'absence de révisions d'envergure de la politique budgétaire.

En second lieu, il est probable que la croissance du PIB connaisse une inflexion à la hausse en 2014 – certes toujours mesurée. Un effort accru de consolidation budgétaire mis en œuvre dès 2014 favoriserait dès lors une politique budgétaire contra-cyclique.

En troisième lieu, le Luxembourg dispose de marges de manœuvre en matière budgétaire. D'une part, le niveau des dépenses publiques paraît singulièrement élevé en comparaison internationale. Les dépenses par tête totales sont en effet deux fois plus élevées au Luxembourg que dans l'ensemble de la zone euro, même après corrections pour les transferts sociaux aux non-résidents, ajustements pour le niveau des prix plus élevé au Luxembourg et après neutralisation des dépenses de transport liées aux frontaliers. Cette disproportion entre les dépenses luxembourgeoises et étrangères concerne notamment les subventions et les prestations sociales, qui gagneraient à être davantage ciblées. L'adoption le 5 décembre 2012 de la réforme des pensions par la Chambre des Députés et sa mise en œuvre dès janvier 2013 constitue cependant un pas dans la bonne direction et met fin à près de 15 années d'immobilisme en la matière. La réforme ne suffira néanmoins pas à restaurer à elle seule la soutenabilité à terme de nos régimes de pension, comme

le souligne amplement notre avis sur le projet de budget 2013. Or une justice sociale authentique ne peut se concevoir au détriment des générations futures.

D'autre part, des marges de manœuvre existent sur le versant des recettes. Je me cantonnerai ici à deux exemples. Il s'agit tout d'abord de l'impôt foncier, dont le produit est au Luxembourg inférieur de plus de 1% du PIB à la moyenne des trois pays limitrophes – ce qui équivaut à quelque 500 millions d'euros. Il s'agit ensuite de la TVA, où le Luxembourg présente le taux standard le plus bas de toute l'Union européenne. A titre d'exemple, une augmentation uniforme de 1% de l'ensemble des taux rapporterait aux Administrations publiques environ 200 millions d'euros. Il va sans dire qu'il importerait de neutraliser tout impact sur l'indexation d'une telle augmentation. La pertinence de diverses « dépenses fiscales » gagnerait également à être examinée en profondeur.

J'ai régulièrement insisté sur ces divers éléments – notamment la dérive de notre compétitivité et de nos finances publiques – au cours de la dernière décennie. Force est de constater que ces propos soit toujours pleinement d'actualité.

Yves Mersch