

## VUE D'ENSEMBLE

Outre diverses analyses de la situation économique, du secteur financier, de la balance des paiements et des finances publiques, ce Bulletin 2013/4 comprend une description détaillée des projections macroéconomiques de la BCL de décembre 2013. Les hypothèses présidant aux projections sont amplement décrites dans le Bulletin. Ces projections, effectuées « à politique budgétaire inchangée », sont synthétisées au tableau suivant :

Tableau 1 :

### Projections macroéconomiques de décembre 2013 de la BCL

	PROJECTIONS			RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2013		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
PIB réel (%)	1,6 – 2,2	1,1 – 3,1	1,0 – 3,0	1,1*	0,1*	0,0*
Emploi salarié (%)	1,7	1,3	1,5	-0,1	-0,1	0,0
Taux de chômage (%)	6,9	7,1	7,2	0,3	0,3	0,2
Coût salarial moyen	2,5	2,6	3,3	-0,3	-0,4	0,5
IPCH (%)	1,7	1,2	1,7	0,1	-0,3	0,0
IPCH excluant l'énergie (%)	2,4	2,2	2,3	0,0	-0,1	0,0
IPCN (%)	1,7	1,3	1,7	0,0	-0,3	0,0
Solde des Administrations publiques (% du PIB)	-0,4	-1,2	-3,0	0,1	0,1	0,0
Dette brute consolidée (% du PIB)	27,8	28,0	29,0	4,3	3,0	1,9

\* Révisions en termes de points centraux (point central de la fourchette de décembre 2013 moins le point central de celle de juin 2013).

### Une croissance plus élevée qu'initialement escompté en 2013, une progression du PIB de l'ordre de 2% en 2014 et 2015

Un aspect essentiel du scénario macroéconomique sous-jacent aux projections de décembre 2013 est une croissance du PIB se situant autour de 2% sur l'horizon 2013-2015. Il convient de noter en particulier qu'en 2013, la BCL table désormais sur un point central de croissance du PIB en volume de 1,9%, soit nettement plus qu'anticipé dans le cadre de l'exercice de projection de juin 2013. D'un point de vue purement mécanique, la significative révision à la hausse effectuée de juin à décembre pourrait dans une large mesure s'expliquer par les comptes nationaux publiés en octobre 2013. Ceux-ci comportent en effet un profil de croissance fort dynamique, de sorte que l'acquis de croissance estimé à la mi-2013 dépasse déjà notre projection de juin 2013 pour l'ensemble de l'année.

D'un point de vue plus économique, l'embellie conjoncturelle en 2013 est largement tributaire de l'évolution à court terme du secteur financier. Le secteur financier tend à profiter du retour graduel de la confiance sur les marchés. Dans le sillage de la progression soutenue des marchés boursiers observée depuis la mi-2012, les revenus nets sur commissions des banques se sont redressés de 9% au cours des trois premiers trimestres de 2013 par rapport à la même période de l'année précédente. En termes de niveau, ces revenus de commissions sont même sur le point de dépasser leurs sommets de 2007. La valeur nette d'inventaire (VNI) des organismes de placement collectif (OPC) tire également

profit de ce contexte plus favorable. La VNI des OPC devrait progresser de plus de 10% en moyenne en 2013, soit approximativement le cumul de croissance des deux années précédentes.

Il semble également que la situation se soit graduellement améliorée dans le segment non financier de l'économie luxembourgeoise. Ce constat est essentiellement basé sur des indicateurs avancés. Ainsi, les entreprises manufacturières semblent renouer avec un certain optimisme depuis la mi-2013 et annoncent une reprise de la production. Cette dynamique serait d'ailleurs en ligne avec le recul plus prononcé du chômage partiel au troisième trimestre de 2013. En outre, les données récentes relatives à la production industrielle témoignent d'un certain revirement. Cette dernière a en effet progressé de près de 3% en glissement annuel au deuxième trimestre de 2013, alors que des taux résolument négatifs étaient encore enregistrés au cours des trimestres précédents.

Par rapport à l'exercice de juin 2013, les révisions des projections sont exclusivement imputables aux exportations nettes, alors que le scénario de la demande domestique est resté quasiment inchangé. La demande internationale progresserait à peine et par conséquent les exportations, hormis celles liées au secteur financier, n'augmenteraient que faiblement. La demande domestique, qui décélère depuis 2009, stagnerait en 2013. Le non renouvellement des investissements privés importants réalisés en 2011 et 2012 entraînerait mécaniquement un effet à la baisse. Les mesures budgétaires mises en œuvre au début de l'année 2013 contribueraient par ailleurs à ralentir la croissance des dépenses publiques et privées. En outre, il est vraisemblable que les investissements publics reculent après des années de forte expansion ou de maintien à un niveau relativement élevé.

**En 2014 et en 2015**, l'affermissement de la reprise repose entièrement sur les hypothèses relatives à l'environnement international, à savoir une zone euro qui renoue progressivement avec la croissance et une progression de la demande mondiale qui se rapproche graduellement de sa moyenne historique. Le rebond de la demande domestique à partir de 2014 serait fort modeste et moins dynamique que l'expansion des exportations. Le taux de croissance du PIB en volume serait de l'ordre de 2% tant en 2014 qu'en 2015, mais il convient de souligner que la croissance en 2015 serait mécaniquement plombée par le changement de régime sur la TVA du commerce électronique, une mesure qui, ceteris paribus, devrait réduire la croissance d'un peu plus de 1 point de pourcentage en 2015.

Il convient de noter à ce propos que la déperdition des recettes de « TVA électronique » s'apparente à un transfert en faveur du reste du monde et constitue donc une source d'appauvrissement pour l'économie luxembourgeoise. Du point de vue des finances publiques, la perte de ces recettes est susceptible d'être compensée par d'autres mesures, par exemple une hausse des taux de TVA. D'un point de vue économique toutefois, si une telle mesure contribuerait à amortir la perte des recettes liées au commerce électronique, elle ne compenserait nullement l'appauvrissement précité du Luxembourg (hormis l'effet de la TVA additionnelle payée par les non-résidents). La hausse des taux de TVA n'est en effet pas une source de création de valeur ajoutée. Elle constitue davantage une opération de répartition, qui revient à transférer des ressources du secteur privé résident à l'Etat. L'impact effectif d'une telle mesure sur le PIB nominal et sur le PIB réel dépendra évidemment de plusieurs facteurs. Si, mécaniquement, la composante « impôts moins subventions » du PIB sera positivement affectée, des effets de recomposition, qui seront le résultat des interactions des différents agents, se matérialiseront également. Ces effets concernent principalement i) la manière dont cette hausse de la TVA sera transmise aux prix à la consommation; ii) l'effet défavorable de la hausse des prix sur la consommation privée et la manière dont ce choc sera absorbé par l'épargne des ménages; iii) la transmission de la hausse de la TVA aux salaires et finalement (iv) l'impact sur l'excédent brut d'exploitation des entreprises.

Il convient par ailleurs de noter que le scénario de croissance économique relatif à 2014 et 2015 est conditionnel à l'hypothèse dite « à politique budgétaire inchangée », qui consiste à n'incorporer à l'exercice de projection que les mesures de consolidation budgétaire suffisamment spécifiées au présent

stade. Or d'autres mesures, qui restent à définir ou à détailler, seront vraisemblablement mises en œuvre en 2014 et en 2015 afin de contrecarrer la détérioration tendancielle des finances publiques décrite ci-dessous.

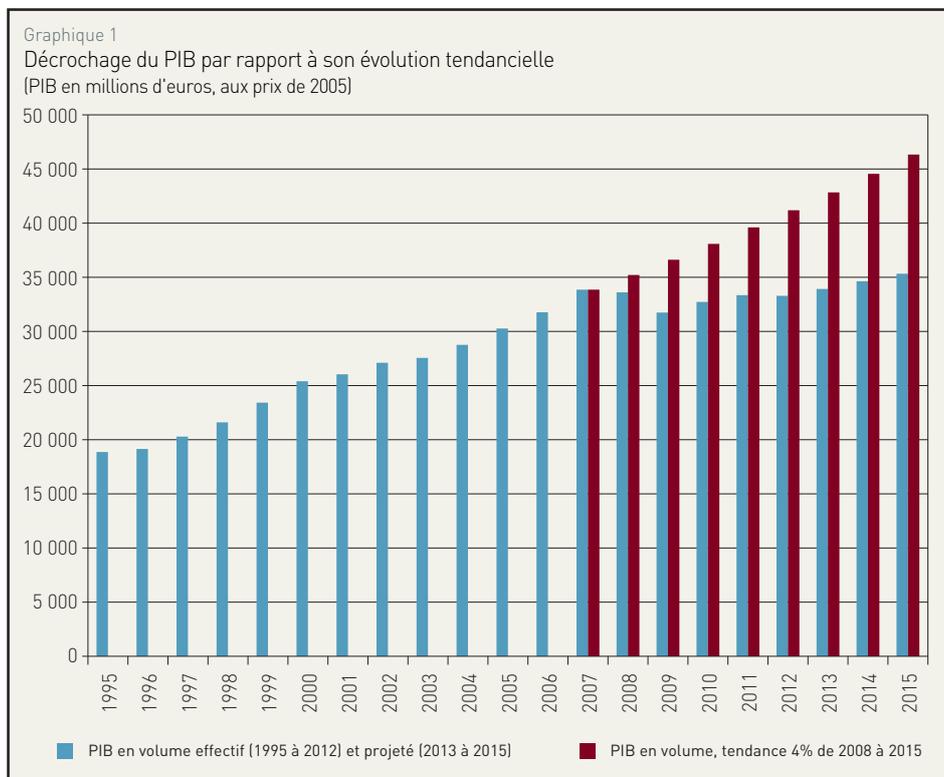
Même s'ils traduisent une amélioration manifeste par rapport à 2012, les taux de croissance du PIB de l'ordre de 2% du PIB sur l'horizon 2013-2015 seraient toujours très en deçà du taux moyen de 4% l'an observé de 1960 à 2007. Le graphique 1 permet de comparer deux trajectoires d'évolution du PIB en volume. La première, représentée par les colonnes rouges, reflète une croissance se poursuivant à son rythme « historique » de 4% l'an de 2008 à 2015. La seconde trajectoire, figurant sous la forme d'histogrammes bleus, est l'évolution enregistrée par le Statec (jusqu'en 2012) et projetée par la BCL en décembre 2013 (pour les années 2013 à 2015).

L'écart entre les deux évolutions serait de quelque 24% en 2015,<sup>1</sup> ce qui met en relief un décrochage massif par rapport à une « évolution historique ». Par ailleurs, le PIB en volume projeté pour 2015 ne serait supérieur à celui de 2007 qu'à raison de 4% – soit l'équivalent d'une année de croissance « historique » seulement en l'espace de 8 années. Ces deux chiffres illustrent l'ampleur des défis que doit désormais relever le Luxembourg.

Les projections de décembre 2013 ne se résument nullement à la croissance économique. Les autres aspects de cet exercice sont successivement passés en revue ci-dessous, même si les révisions par rapport aux projections similaires de juin 2013 sont globalement assez limitées.

### Evolutions du marché du travail et coûts salariaux

Les plus récentes informations disponibles témoignent d'une relative stabilité de la situation sur le marché du travail luxembourgeois. La progression annuelle de l'emploi s'est établie à 1,7% au deuxième trimestre 2013 (et à 1,8% au troisième trimestre de 2013 selon les estimations), en légère accélération par rapport au trimestre précédent sous l'effet, essentiellement, de la croissance observée dans l'immobilier, les services aux entreprises, le secteur public et les autres activités de services. Par ailleurs, les anticipations d'embauches des entrepreneurs se sont légèrement améliorées au cours des derniers mois, dépassant même leurs moyennes d'avant-crise, tout en demeurant négatives. Enfin, le recours au chômage partiel semble s'être stabilisé en 2013 (selon des données toujours provisoires).



Sources : STATEC, calculs BCL

1 Ce chiffre est un peu plus élevé que le décrochage de 23% mis en relief dans le Bulletin 2013/3, en dépit d'une révision à la hausse des projections de croissance de la BCL pour 2013 et dans une moindre mesure pour 2014. Cette apparente contradiction s'explique par la forte révision à la baisse du PIB en volume de 2009 effectuée dans les comptes nationaux publiés par le Statec en octobre 2013.



Selon les projections de la BCL de décembre 2013, l'emploi salarié progresserait de 1,7% en 2013. Cette progression connaîtrait une certaine décélération en 2014 et s'établirait à 1,5% en 2015. Elle ne serait pas suffisamment élevée pour inverser la courbe du chômage. Aux perspectives économiques très modestes en moyenne historique s'ajoutent en effet les caractéristiques de la population au chômage, essentiellement peu qualifiée et âgée. Au total, le taux de chômage au sens « strict » progresserait sur l'horizon de projection, passant de 6,9% en 2013 à 7,1% en 2014 et 7,2% en 2015.

L'avenir semble se présenter en demi-teinte en ce qui concerne les coûts salariaux. A l'heure actuelle, les négociations salariales semblent se caractériser par un comportement relativement prudent des partenaires sociaux, sous l'influence notamment d'un chômage relativement élevé. Pour les années 2014 à 2015, les projections postulent une augmentation faiblement positive des salaires réels, sous l'effet d'un redressement progressif du volume du travail et des primes et gratifications. Conformément à l'hypothèse de politique inchangée, ces projections intègrent également l'accord salarial dans la fonction publique. Enfin, elles se basent sur l'hypothèse d'un ajustement du salaire social minimum réel en janvier 2015. Au total, les salaires nominaux progresseraient selon les projections de 2,5% en 2013, 2,6% en 2014 et 3,3% en 2015.

Sur l'ensemble de l'horizon de projection, la progression du coût salarial moyen nominal serait essentiellement imputable à la contribution de l'indexation des salaires aux prix. Malgré la modulation du mécanisme d'indexation, la contribution de l'échelle mobile des salaires serait en moyenne de 2,3pp par an sur la période 2013-2015 et donc supérieure à la moyenne des années précédentes.

### **Evolution de l'inflation**

Le scénario d'inflation intégré à nos projections s'est légèrement amélioré par rapport à l'exercice de juin 2013, essentiellement en raison des développements européens et internationaux car la composante purement domestique n'a que marginalement évolué.

En ce qui concerne l'inflation globale, le taux de variation annuel moyen de l'IPCN se replierait, passant du niveau très élevé de 3,4% en 2011 à 1,7% en 2013 et à 1,3% en 2014, pour remonter à 1,7% en 2015. L'inflation mesurée sur la base de l'IPCH évoluerait d'une manière similaire.

Ces taux modérés d'inflation sont cependant le reflet de l'évolution à la baisse des prix énergétiques. L'inflation à l'exclusion de l'énergie ne se situerait quant à elle que légèrement en deçà de sa moyenne historique, essentiellement en raison du contexte conjoncturel peu porteur. Elle serait en outre généralement supérieure à 2% sur l'horizon 2013-2015. Cette stabilité (à un niveau assez élevé) de l'inflation à l'exclusion de l'énergie est en partie le reflet du profil assez plat de la contribution de l'échelle mobile des salaires. Sans l'introduction d'un décalage minimal de douze mois entre le paiement de deux tranches indiciaires, l'échelle mobile des salaires aurait connu une dynamique tout à fait différente en 2012 et 2013, avec à la clé un scénario encore plus défavorable pour l'évolution des coûts salariaux et des prix.

Au total, l'inflation globale au Luxembourg demeurerait supérieure à celle de la zone euro et des pays limitrophes.

## Finances publiques

Les projections de finances publiques ont été effectuées en pleine conformité avec les projections macroéconomiques décrites supra. Elles laissent augurer un net creusement du déficit des Administrations publiques, en particulier en 2015 en raison de la perte de recettes liées au commerce électronique. Selon les estimations de la BCL, cette dernière déperdition de recettes se monterait à quelque 1,4% du PIB en 2015. Deux remarques s'imposent cependant. En premier lieu, la perte de recettes imputable au commerce électronique est difficile à cerner de manière précise, car elle dépend d'un grand nombre de paramètres dont le comportement des consommateurs, celui des entreprises et le taux moyen pondéré de TVA<sup>2</sup> applicable aux transactions électroniques. En second lieu, le scénario de finances publiques esquissé ci-avant est conditionnel à l'hypothèse dite « à politique budgétaire inchangée », donc à l'absence de nouveaux efforts de consolidation budgétaire. Or un tel manque de réaction serait étonnant face à des comptes publics en continuelle détérioration, en particulier en ce qui concerne l'Administration centrale dont le déficit se monterait selon nos projections à 3,8% du PIB en 2015 à politique inchangée. En outre, la dette publique se rapprocherait dangereusement du seuil des 30% du PIB en l'absence de nouveaux efforts de consolidation. Pour rappel, le ratio d'endettement du Luxembourg était de l'ordre de 7% du PIB avant la survenance de la crise économique et financière.

Compte tenu de cette fragilité intrinsèque des finances publiques luxembourgeoises, il est essentiel que le projet de budget pour l'année 2014, qui devrait être finalisé au printemps de l'année prochaine, constitue un premier jalon vers un assainissement durable des finances publiques luxembourgeoises.

## Les risques entachant les projections

La crise financière en Europe constitue le principal risque pesant sur les perspectives macroéconomiques du Luxembourg. Si une certaine accalmie s'est installée depuis quelques mois sur les marchés financiers, une résurgence de nouvelles turbulences ne peut être totalement exclue.

Le secteur bancaire demeure de surcroît confronté à un renforcement de la régulation et de la supervision bancaire. Ces mesures sont de nature à renforcer la solidité du secteur bancaire, mais elles se soldent également par des coûts de mise en œuvre ainsi que par une hausse du coût du capital. Toutes autres choses égales par ailleurs, l'abolition partielle du secret bancaire annoncée pour 2015 devrait également exercer, sur un horizon relativement rapproché, un impact défavorable sur la place financière.

L'assainissement futur des finances publiques est également susceptible de peser sur la croissance économique. Pour la plupart, les Etats membres de la zone euro ont annoncé des mesures de consolidation budgétaire, qui font partie intégrante des prévisions et sous-tendent le scénario d'une croissance assez modérée. Cependant, pratiquement tous les pays devront nécessairement consentir à des efforts additionnels pour 2014 et au-delà.

Au Luxembourg, au vu d'un déficit public qui pourrait avoisiner les 3% en 2015 à politique inchangée, des efforts conséquents sont nécessaires. Ces ajustements des recettes et des dépenses, au Luxembourg comme dans le reste de l'Union européenne, ne sont pas intégrés au scénario de base en l'absence de mesures suffisamment spécifiées à ce stade. Ils pèseront inévitablement sur la croissance économique.

2 Il s'agit du taux moyen de TVA s'appliquant à partir de 2015 aux transactions effectuées auprès des firmes de commerce électronique établies au Luxembourg. Ce taux moyen est une moyenne pondérée des taux de TVA qui seront en vigueur dans les pays de résidence respectifs des consommateurs de services électroniques. Le taux moyen pondéré sera forcément supérieur aux taux luxembourgeois s'appliquant actuellement à ces transactions.

## Les encadrés du Bulletin 2013/4

**Le Bulletin 2013/4 comprend par ailleurs les encadrés suivants**, dont les principaux aspects sont brièvement synthétisés :

Un premier encadré, figurant dans notre Bulletin de manière récurrente, se rapporte à l'**évolution des crédits au secteur privé**. L'encadré indique que les crédits octroyés par les établissements de crédit aux sociétés non financières implantées au Luxembourg ont affiché une augmentation en glissement annuel limitée à 2,7% en octobre, ce qui constitue une nette décélération par rapport aux évolutions identifiées dans le Bulletin précédent. Cette inflexion défavorable demande cependant confirmation, tant cette série est volatile. L'encadré montre enfin que la progression en glissement annuel des crédits immobiliers octroyés aux résidents est demeurée soutenue en octobre (+7,3%).

Cette contribution sur les crédits s'accompagne d'un nouvel encadré sur l'**accès des PME au financement au Luxembourg**. Ce dernier présente les résultats d'une enquête résultant d'une coopération entre la BCE et la Commission européenne, réalisée entre le 28 août et le 4 octobre 2013 dans tous les pays de la zone euro. L'enquête fournit principalement des informations concernant la situation financière, les besoins de financement et l'accès des PME au financement. Elle révèle que pour les PME luxembourgeoises, l'accès au financement semble être un souci moins important que dans l'ensemble des autres pays de la zone euro. La faible dynamique des crédits octroyés aux PME s'expliquerait surtout par leur demande de crédit limitée – ce qui n'est pas forcément rassurant en termes de dynamique économique de ces entreprises. Par ailleurs, entre avril et septembre 2013, les PME luxembourgeoises font état d'une légère diminution de leurs besoins en financements bancaires et crédits commerciaux.

Un autre encadré se focalise sur l'**incidence des taux de change sur les OPC en actions**. Les fluctuations du taux de change peuvent exercer des effets importants sur l'activité des fonds d'investissement, avec des implications potentielles pour l'économie réelle et plus particulièrement les revenus fiscaux et la position extérieure du Luxembourg. L'encadré s'attache à analyser l'impact des mouvements du taux de change sur la VNI des OPC actions domiciliés au Luxembourg, en insistant particulièrement sur les développements qui se sont produits depuis le début de la crise financière. Les résultats économétriques décrits dans l'encadré mettent en exergue une sensibilité élevée de la VNI des OPC actions luxembourgeois aux fluctuations du taux de change. L'impact des mouvements du taux de change dépend de la composition en devises du bilan et des co-mouvements entre les taux de change et les rendements des autres actifs financiers.

Les autres encadrés se rapportent à l'économie dite « réelle ». Un encadré portant sur l'**emploi, le chômage des jeunes et le cycle économique** révèle que l'emploi des jeunes est particulièrement sensible aux aléas conjoncturels au Luxembourg, en raison notamment d'une surexposition des jeunes à des emplois temporaires et précaires et de la stratégie « dernier entré - premier sorti » privilégiée par certaines entreprises en période de creux conjoncturel. Si à court terme la recherche d'emplois implique inévitablement de courtes périodes de chômage frictionnel, il convient de s'assurer que cette situation demeure transitoire, car le passage par des périodes de chômage précoce peut affecter durablement les perspectives d'emploi des jeunes (effets de « stigmates »). Le chômage des jeunes contribue à déprécier le capital humain et constitue pour les employeurs potentiels un signal négatif.



Un autre encadré procède à la **décomposition par dépenses de la croissance du PIB** depuis 2007. Le fort fléchissement du PIB en volume observé en 2009, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble, s'explique principalement par la composante « investissements » et dans une moindre mesure par la variation des stocks. Ces deux composantes ont continué à jouer un rôle important au-delà de 2009 dans la zone euro, où elles expliquent notamment la diminution du PIB en volume enregistrée en 2012. Au Luxembourg et toujours au-delà de 2009, les exportations nettes ont également exercé une influence déterminante, qui a été systématiquement négative de 2010 à 2012. Enfin, une décomposition de la composante « investissements » luxembourgeoise met en évidence l'influence déterminante des infrastructures de transport (l'acquisition d'aéronefs et de satellites notamment), dont l'impact sur la croissance est cependant souvent neutralisé sur le versant « importations ».

Dans un encadré suivant, la BCL procède à une **évaluation de la croissance potentielle au Luxembourg**. Les données de comptabilité nationale publiées par le Statec en octobre 2013 indiquent une révision à la baisse de la croissance observée en 2008 et 2009. Elles indiquent également qu'en 2012, le PIB a connu une légère contraction, contrairement aux données publiées en juin. Suite à ces révisions des données, la croissance potentielle a été réestimée par la BCL au moyen de six méthodes différentes. Il apparaît que la croissance potentielle est inférieure à 2% pour l'ensemble des méthodes et cela pour toutes les années de 2009 à 2015 (fin de l'horizon de projection). Un autre enseignement de l'encadré est le fait que la productivité totale des facteurs contribue négativement à la croissance potentielle depuis 2005. La contribution de cette composante devrait demeurer négative d'ici 2015, même si elle tendrait à s'estomper.

Un encadré s'attache à l'actualisation des **indicateurs de compétitivité-prix** élaborés par la BCL selon trois déclinaisons (prix à la consommation, coûts salariaux unitaires et déflateur du PIB). Pour une petite économie aussi ouverte que celle du Luxembourg, l'évolution de la compétitivité-prix revêt une importance primordiale. L'exercice d'actualisation mené à bien dans l'encadré montre que les indicateurs de compétitivité-prix se sont légèrement améliorés au cours du premier semestre de 2012, en raison notamment d'une dépréciation de l'euro. Selon les résultats du récent exercice de projection, l'amélioration ne serait cependant que passagère. Sur l'horizon 2013-2015, les indicateurs renoueraient avec leur détérioration tendancielle, à l'exception de l'indicateur déflaté par l'indice des prix à la consommation qui devrait globalement se stabiliser.

Un dernier encadré fait le point sur les **dépenses fiscales**. Une analyse détaillée des dépenses fiscales s'avère particulièrement utile en période de consolidation budgétaire. Les dépenses fiscales comme les dépenses directes constituent des outils de politiques économiques et sociales. Néanmoins, elles ne sont pas reprises explicitement dans le budget de l'Etat alors qu'elles constituent un manque à gagner. L'une des conclusions de l'encadré est qu'il est essentiel de procéder à un inventaire complet des dépenses fiscales concernant tant les ménages que les entreprises. Au présent stade, le Luxembourg se caractérise par un évident manque de données sur cet aspect essentiel de la politique budgétaire et fiscale. Une politique budgétaire de qualité présuppose pourtant des statistiques précises en la matière et une analyse détaillée des dépenses fiscales.