



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg  
Section Communication  
2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg  
Télécopie : (+352) 4774-4910  
e-mail : [info@bcl.lu](mailto:info@bcl.lu)  
Luxembourg, le 20 janvier 2017

Achévé de rédiger le 19 décembre 2016.

## SOMMAIRE

### 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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	Les marchés d'actions	11
1.1.4	Les marchés de changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	12
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
1.1.8	Les projections macroéconomiques 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	21
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	50
1.2.5	La croissance économique	52
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2016	55
1.2.7	Le commerce extérieur	64
1.2.8	La balance des paiements	66
1.2.9	La position extérieure globale	67

### 2 AVIS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG (BCL) SUR LES PROJETS DE LOI CONCERNANT LE BUDGET DES RECETTES ET DES DÉPENSES DE L'ÉTAT POUR L'EXERCICE 2017 ET LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE PLURIANNUELLE POUR LA PÉRIODE 2016-2020

1	Le contexte macroéconomique au Luxembourg et dans la zone euro	74
2	Les grandes lignes du projet de budget 2017	105
3	La programmation pluriannuelle	181
4	Les projections de finances publiques de la BCL de décembre 2016	205
5	Analyse des risques et soutenabilité à long terme des finances publiques luxembourgeoises	213
6	Les administrations locales - analyse du projet de loi concernant la réforme ayant trait au financement des communes	218
7	La Trésorerie de l'État et le Fonds de la dette	228
8	Les éléments budgétaires additionnels	231

### 3 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	238
2	Circulaires de la BCL	238
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	238
4	Publications de la BCL	241
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	243
6	Liste des abréviations	244

## LISTE DES ENCADRÉS

2	Encadré 1 : Effets d'un crédit d'impôt dégressif sur les taux moyen et marginal d'imposition	126
	Encadré 2 : Instrument de simulation de la BCL, méthodologie et informations techniques	130
	Encadré 3 : Indicateurs de redistributivité et de progressivité	131



## VUE D'ENSEMBLE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a communiqué une série de mesures de politique monétaire prises lors de sa réunion du 8 décembre 2016. Il a d'abord décidé de maintenir inchangés le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée et allant bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre ses achats au titre du programme d'achats d'actifs (APP) au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusqu'en fin mars 2017. Les achats nets d'actifs devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois à partir d'avril 2017 et jusqu'en fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Si, au cours de cette période, les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs pourrait alors envisager d'accroître les volumes d'achats d'actifs et/ou d'allonger la durée du programme. Les achats nets s'effectueraient en parallèle avec le réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis antérieurement dans le cadre de l'APP.

Afin d'assurer la poursuite de la mise en œuvre harmonieuse des achats d'actifs de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a également décidé de modifier certains paramètres de l'APP à compter de janvier 2017. Il s'agit, d'une part, d'élargir la gamme d'échéances du programme d'achats de titres du secteur public en diminuant la durée résiduelle minimale des titres éligibles de deux ans à un an et, d'autre part, de permettre, dans la mesure où cela est nécessaire, les achats, dans le cadre de l'APP, de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé d'introduire les garanties espèces pour les facilités de prêts de titres dans le cadre du programme d'achats de titres publics (PSPP). Les banques centrales nationales de l'Eurosystème auront ainsi la possibilité d'accepter également des espèces en garantie de leurs facilités de prêts de titres sans avoir à les réinvestir pour neutraliser leur incidence en termes de liquidité. Le taux applicable à l'utilisation de la garantie espèces correspondra au taux le plus bas entre celui de la facilité de dépôt diminué de 30 points de base et celui observé sur le marché des pensions. La limite globale maximale de prêts de titres contre des garanties espèces s'établit à 50 milliards d'euros pour l'ensemble de l'Eurosystème.

L'extension du programme d'achats d'actifs a été calibrée afin de préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire, indispensable pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Cette extension ainsi que le volume important des achats passés et les réinvestissements à venir assurent que les conditions financières au sein de la zone euro demeurent très favorables, ce qui reste crucial en vue d'atteindre l'objectif du Conseil des gouverneurs. L'extension des achats sur un horizon plus long permet une présence plus durable sur le marché et, par conséquent, une transmission plus pérenne des mesures de soutien. Ce calibrage reflète la reprise modérée mais se renforçant de l'économie de la zone euro ainsi que des tensions inflationnistes sous-jacentes toujours faibles. Le Conseil des gouverneurs a déclaré suivre attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix et d'agir, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif.



Le PIB en volume de la zone euro a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,3 % au troisième trimestre 2016, après une croissance comparable au deuxième trimestre. Les données devenues disponibles, en particulier les résultats des enquêtes de conjoncture, indiquent une poursuite de la croissance au quatrième trimestre 2016. Par la suite, l'expansion économique devrait se poursuivre à un rythme modéré mais devenant plus soutenu. Selon l'appréciation du Conseil des gouverneurs, les effets des mesures de politique monétaire sur l'économie réelle soutiennent la demande intérieure et facilitent le désendettement. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables continuent de favoriser un rebond de l'investissement. De plus, la poursuite des créations d'emplois, qui bénéficient également des réformes structurelles antérieures, apporte un soutien au revenu disponible réel des ménages et ainsi à la consommation privée. Dans le même temps, des signes montrent une légère accélération de la reprise mondiale. Cependant, la croissance économique dans la zone euro devrait rester freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les ajustements des bilans toujours en cours dans un certain nombre de secteurs.

Ces perspectives ressortent globalement des projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une progression du PIB annuel en volume de 1,7 % en 2016 et 2017 et de 1,6 % en 2018 et 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016, réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume sont globalement inchangées. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro s'est poursuivie, pour s'établir à 0,6 % en novembre 2016, après 0,5 % en octobre et 0,4 % en septembre. Cette évolution reflète dans une large mesure l'augmentation des prix de l'énergie, alors qu'aucun signe convaincant de remontée de l'inflation sous-jacente n'est observé jusqu'à présent, selon l'appréciation du Conseil des gouverneurs. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait continuer de s'accélérer sensiblement au tournant de l'année, essentiellement en raison d'effets de base dans le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Les mesures de politique monétaire, la reprise économique attendue, ainsi que son impact sur la résorption progressive des sous-utilisations des capacités de production devraient avoir une influence positive sur les taux d'inflation qui devraient ainsi poursuivre leur hausse en 2018 et 2019.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro qui prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,3 % en 2017, de 1,5 % en 2018 et de 1,7 % en 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'inflation globale demeurent dans l'ensemble inchangées.

En ce qui concerne le Luxembourg, l'estimation de la croissance pour l'année 2015 a été revue substantiellement à la baisse. La croissance du PIB réel, estimée initialement par le STATEC à 4,8 %, n'aurait plus été que de 3,5 % selon les comptes nationaux annuels pour l'année 2015 publiés en octobre 2016. L'évolution de l'activité au premier semestre de l'année 2016 a également montré des signes de ralentissement, ce qui implique que le PIB réel n'a sans doute que faiblement progressé par rapport à la fin de l'année 2015. S'agissant de la deuxième moitié



de l'année 2016, des signes d'un raffermissement de l'activité économique ont été observés, sous l'influence de l'évolution plus favorable des marchés financiers.

Les projections de la BCL de décembre 2016 aboutissent à une progression du PIB réel en 2016 de l'ordre de 3,5 %, soit un taux quasiment inchangé par rapport à l'exercice de juin 2016. La projection de croissance pour les années 2017 et 2018 se situe désormais autour de 3,9 %. L'accélération de la croissance résulterait en premier lieu d'une augmentation de la demande domestique, suite à une série de mesures relatives à la réforme fiscale prenant effet à partir de l'année 2017. Compte tenu des hypothèses faites au niveau des taux d'intérêt, du taux de change et des indices des marchés boursiers, qui se maintiendraient à des niveaux favorables, des effets positifs sur la croissance devraient se manifester au cours de la période de projection. Ceci explique le maintien d'une croissance économique robuste, supérieure à celle prévue pour la zone euro et aussi supérieure à la croissance luxembourgeoise post-crise. La légère révision à la baisse de la progression du PIB réel en 2017 est principalement attribuable à une accélération moins prononcée de la demande internationale par rapport aux projections de juin. Le taux de croissance diminuerait ensuite en 2019 pour s'établir à 3,6 %, sous l'influence de la dissipation des effets émanant de la réforme fiscale.

Le taux de variation de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) reculerait de 0,5 % en 2015 à 0,3 % en 2016 avant de s'accélérer fortement par la suite. Selon les projections de la BCL, l'inflation se situerait aux alentours de 1,7 % en 2017, 1,9 % en 2018 et 2,0 % en 2019. La forte accélération en 2017 résulterait de la conjugaison de la dissipation des effets de base liés au recul du prix du pétrole en début d'année 2016, du paiement de la tranche indiciaire anticipée pour le début de l'année 2017, du relèvement du salaire social minimum qui prendra effet au 1er janvier 2017 et de l'accélération projetée de l'inflation sous-jacente dans la zone euro. Au total, les projections d'inflation demeurent quasiment inchangées par rapport à l'exercice de juin 2016.

En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2015 de 1,6 % du PIB, en légère progression par rapport à celui de 1,5 % observé en 2014. Pour 2016, la BCL projette un surplus de l'ordre de 1,5 % du PIB. Cette légère dégradation du solde serait attribuable à des surplus légèrement moins favorables au niveau des administrations locales et de la sécurité sociale. En 2017, le solde budgétaire des administrations publiques afficherait un déficit de -0,1 % du PIB. Cette dégradation significative s'expliquerait principalement par la mise en œuvre des mesures incluses dans la réforme fiscale qui, selon les estimations de la BCL, auraient un impact budgétaire négatif de 1,5 % du PIB en 2017. L'impact cumulé de la réforme fiscale atteindrait ensuite 1,7 % du PIB en 2018, en raison de la baisse supplémentaire du taux d'imposition sur le revenu des collectivités. Le solde des administrations publiques serait toutefois en léger surplus en 2018 à concurrence de 0,4 % du PIB, suivi d'un surplus de 0,3 % en 2019. Enfin, le ratio de dette publique serait en légère progression sur l'horizon de projection, passant de 22,1 % en 2015 à 23,8 % du PIB en 2019 sous l'effet des besoins de financement de l'administration centrale.

Finalement, ce bulletin reprend l'avis de la BCL sur les projets de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2017 et la programmation financière pluriannuelle pour la période 2016-2020. Cet avis a été présenté le 2 décembre à la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Députés.

