



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



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 septembre 2012

SOMMAIRE

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Le marché des actions	12
1.1.4	Les taux de change de l'euro	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	Les projections macro-économiques pour la zone euro	15
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	16
1.2	La situation économique au Luxembourg	18
1.2.1	Les prix et les coûts	18
1.2.2	Le marché du travail	29
1.2.3	Les activités sectorielles	48
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	71
1.2.5	La croissance économique	79
1.2.6	Retour sur les projections de l'été 2012	81
1.2.7	Le commerce extérieur	87
1.2.8	La balance des paiements	88
1.2.9	La position extérieure globale	90
1.2.10	Les comptes financiers	93
1.2.11	Les finances publiques	96
1.2.12	Le patrimoine financier des Administrations publiques	99
<u>Encadré 1 :</u>		
	L'impact de la crise sur les ventes de maisons au Luxembourg : prix enregistrés et prix affichés	24
<u>Encadré 2 :</u>		
	Le marché du travail luxembourgeois et la crise	37
<u>Encadré 3 :</u>		
	L'évolution des crédits au secteur privé	56
<u>Encadré 4 :</u>		
	L'accès à la propriété: résultats de l'enquête LU-HFCS	73
<u>Encadré 5 :</u>		
	LOLA 2.0: un modèle d'équilibre général pour analyser l'économie luxembourgeoise	83
<u>Encadré 6 :</u>		
	Titres de créance émis par l'Etat luxembourgeois : ventilations sectorielle et géographique des détenteurs	92
<u>Encadré 7 :</u>		
	La taille des communes luxembourgeoises	100

2 ANNEXES

1 Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	108
2 Circulaires de la BCL	116
3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	116
1 Statistiques de politique monétaire	116
2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	116
3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt	116
4 Développements des prix et des coûts au Luxembourg	117
5 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	117
6 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	117
7 Balance des paiements du Luxembourg	117
8 Commerce extérieur	117
9 Position extérieure globale	118
10 Avoirs de réserve	118
11 Etablissements de crédit	118
12 Activité bancaire internationale	118
13 Organismes de placement collectif	118
14 Professionnels du secteur financier	119
15 Sociétés de gestion	119
16 Compagnies d'assurances et fonds de pension	119
4 Publications de la BCL	119
5 Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	122
6 Liste des abréviations / List of Abbreviations	123

EDITORIAL

La situation économique luxembourgeoise appelle une vigilance accrue. En témoignent notamment une diminution de la production industrielle de près de 6% au second trimestre de 2012 par rapport au même trimestre de 2011, un produit bancaire en recul de plus de 4% du premier semestre de 2011 aux six premiers mois de 2012 ou encore un fléchissement du PIB de 1,5% au premier trimestre de 2012 par rapport au quatrième trimestre de 2011. Le marché du travail émet également des signaux inquiétants depuis le début de l'année, à savoir une décélération de la croissance de l'emploi et la hausse concomitante du taux désaisonnalisé de chômage, un déclin de l'emploi intérimaire, une hausse du nombre de personnes concernées par les mesures de soutien à l'emploi et un recours accru au chômage partiel. Ce tableau d'ensemble pour le moins maussade est confirmé par notre enquête de conjoncture auprès des consommateurs, l'indicateur afférent s'étant situé en août à son niveau le plus bas depuis janvier 2010, ou encore par l'indicateur de sentiment économique calculé pour le Luxembourg par la Commission européenne. Ce dernier a en effet affiché un nouveau recul au cours du même mois d'août et ce pour le second mois consécutif. Dans un tel contexte, une récession technique, définie par une diminution du PIB au cours de deux trimestres consécutifs, paraît vraisemblable pour le premier semestre de 2012.

En conséquence, à l'issue de ce semestre le PIB en volume devrait toujours être inférieur à son niveau du second trimestre de 2008 – soit le sommet « pré-crise ». Dans le même temps, la rémunération nette des salariés non-résidents et les revenus nets de la propriété payés au reste du monde se sont significativement accrus, à la faveur d'une poursuite de la hausse du nombre de frontaliers d'une part et de la valeur nette d'inventaire des OPC d'autre part. Le revenu national brut (RNB), qui mieux que le PIB révèle les ressources demeurant à la disposition des résidents luxembourgeois, a en conséquence stagné de façon encore plus marquée que ce dernier. En 2010, le RNB calculé en termes réels est approximativement égal à son niveau de 2006 et ce dans une économie habituée à une forte croissance économique.

Les conditions de vie au Luxembourg n'ont guère changé depuis 2006 ou 2008, en dépit de cette léthargie économique. Il est d'ailleurs frappant de constater que les deux composantes de l'indicateur de confiance des ménages les plus proches de leur situation « au jour le jour », à savoir les anticipations de la situation financière et de la capacité d'épargner, demeurent relativement stationnaires depuis la fin 2010 alors que les deux autres composantes, portant sur des aspects plus « généraux » (anticipations de la situation économique générale et du chômage) ont, sur la même période, subi une évolution franchement défavorable. De nombreux intervenants, dont la BCL, considèrent pourtant qu'une croissance égale voire même supérieure à 4% l'an est nécessaire à la préservation durable de notre modèle social. Cet apparent paradoxe entre la situation économique intrinsèque d'une part – que reflètent les indicateurs économiques « classiques » – et une situation « au jour le jour » pour l'essentiel préservée s'explique vraisemblablement par l'incidence de deux puissants amortisseurs, ces derniers amoindrissant l'incidence de court terme de la crise tout en compliquant la recherche d'une sortie durable de cette crise.

Le premier amortisseur est la productivité apparente réelle du travail, qui s'est détériorée de quelque 10% de 2007 à 2011 et de 5% même après neutralisation de la réduction du nombre d'heures travaillées – cette dernière réduction étant imputable à un recours accru au chômage partiel et à un fléchissement des heures supplémentaires. En tolérant une diminution marquée de la productivité, l'économie luxembourgeoise s'est prémunie d'un brutal affaissement de l'emploi. Ce dernier résultat est en lui-même éminemment positif. Le maintien durable des emplois maintenus ou créés de la sorte ne pourra cependant être assuré que si les rémunérations s'adaptent de façon plus flexible à une productivité en décrochage, faute de quoi les coûts salariaux unitaires continueront à se mouvoir à des niveaux insoutenables pour nos entreprises. Le Luxembourg est d'ailleurs le pays de la zone euro où les coûts salariaux unitaires ont le plus dérivé depuis le début de la phase III de l'UEM en 1999. Selon les calculs de la BCE, ils se sont au cours de cette période accrus de près de 40% par rapport à l'Allemagne, faisant du Luxembourg le seul pays incapable de procéder à une correction, alors que dans les autres pays ayant manifesté une évolution comparable la tendance a été inversée.

Comme le montrent nos nouvelles projections d'inflation, l'inflation IPCN devrait décliner d'ici le premier semestre de 2013. L'inflation hors énergie demeurerait cependant nettement supérieure à 2%. Depuis plus de deux ans, l'inflation au Luxembourg est d'ailleurs constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes. Le Luxembourg doit briser le « triangle de fer » d'une inflation structurellement élevée, d'une indexation intégrale des salaires (certes occasionnellement modulée) et d'une faible productivité. Au moins une de ces trois variables doit s'ajuster, faute de quoi l'emploi finira par marquer le pas.

Les finances publiques ont constitué le second amortisseur de la crise. Les administrations publiques luxembourgeoises présentaient un surplus de quelque 3,7% du PIB en 2007 et de 3,0% en 2008. En 2011, ces dernières accusaient par contre un déficit de 0,6% du PIB, en dépit d'excédents toujours plantureux de la sécurité sociale. Le solde précité s'est donc au total détérioré de plus de 4 points de PIB en l'espace de quatre années seulement. Si des mesures de consolidation ont été adoptées, elles paraissent largement insuffisantes. Les projections de la BCL de juin 2012, qui prenaient la plupart de ces mesures en considération, laissaient en effet augurer une poursuite de la détérioration des finances publiques, avec un déficit des Administrations publiques atteignant 1,2% du PIB en 2013 et 1,8% en 2014 – tout en sachant que les recettes de TVA liées au commerce électronique vont décliner à raison de 1% du PIB en 2015. Par ailleurs, selon une récente évaluation par la Commission européenne des Programmes de stabilité et de convergence, le Luxembourg violerait résolument, en l'absence de nouvelles mesures de consolidation budgétaire, la norme de croissance des dépenses publiques prévue dans le Pacte de Stabilité et de Croissance renforcé (dit « six-pack »).

Le projet de budget 2013 doit offrir l'occasion d'une remise en orbite des finances publiques luxembourgeoises. Il est en outre impératif de mettre en œuvre dès janvier 2013 le projet de loi portant réforme de l'assurance pension, qui devrait d'ailleurs être renforcé dans un sens bien moins « gradualiste » et reposer sur des projections de croissance plus réalistes que 3% l'an.



Avant même la survenance de la crise économique et financière, j'ai inlassablement appelé les autorités à tout entreprendre pour consolider l'avenir économique du Luxembourg, avec nombre de propositions concrètes voire même des projets de textes législatifs en bonne et due forme. Les développements de ces derniers mois montrent que ce message est plus que jamais d'actualité. Des réformes décisives et « englobantes », adressant les différentes facettes des problèmes que je viens de passer en revue, doivent être mises en œuvre dans les meilleurs délais. Il en va non seulement de l'avenir économique de notre pays, mais également de la pérennité de notre modèle social.

Yves Mersch