

SOMMAIRE

1	LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE	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	11
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	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	24
1.2.3	Les activités sectorielles	36
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	57
1.2.5	La croissance économique	58
1.2.6	Projections macro-économiques générales de juin 2012	61
1.2.7	Le commerce extérieur	73
1.2.8	La balance des paiements	74
1.2.9	La position extérieure globale	76
1.2.10	Les comptes financiers	80
1.2.11	Les finances publiques	85
<u>Encadré 1:</u>		
	Évolution de la compétitivité prix et coûts	22
<u>Encadré 2:</u>		
	Chocs structurels et évolution projetée de l'économie luxembourgeoise : que nous apprend le modèle d'équilibre général LOLA ?	32
<u>Encadré 3:</u>		
	L'évolution des crédits au secteur privé	43
<u>Encadré 4:</u>		
	Nouvelle baisse de la croissance potentielle	70
<u>Encadré 5:</u>		
	Le Fond Européen de Stabilité Financière dans les statistiques luxembourgeoises	79
<u>Encadré 6:</u>		
	Revenu et richesse des ménages frontaliers	82
<u>Encadré 7:</u>		
	Réforme des pensions au Luxembourg : évaluation du projet de loi avec le modèle d'équilibre général LOLA	94
<u>Encadré 8:</u>		
	Mise en place de fonds de réserve au niveau des Administrations locales luxembourgeoises	99

2 ANNEXES

1 Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	110
2 Circulaires de la BCL	111
3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	112
1 Statistiques de politique monétaire	112
2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	112
3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt	112
4 Développements des prix et des coûts au Luxembourg	112
5 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	112
6 Situation budgétaire des Administrations publiques luxembourgeoises	113
7 Balance des paiements du Luxembourg	113
8 Commerce extérieur	113
9 Position extérieure globale	113
10 Avoirs de réserve	113
11 Etablissements de crédit	113
12 Activité bancaire internationale	114
13 Organismes de placement collectif	114
14 Professionnels du secteur financier	115
15 Sociétés de gestion	115
16 Compagnies d'assurances et fonds de pension	115
4 Publications de la BCL	115
4.1 Bulletin de la BCL	115
4.2 Rapport Annuel de la BCL	115
4.3 Cahier d'études de la BCL	115
4.4 Publications et présentations externes du personnel de la BCL	116
4.5 Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	117
5 Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	117
6 Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	118

EDITORIAL

La croissance économique reste faible dans la zone euro, dans un contexte de renforcement de l'incertitude qui pèse sur la confiance. Ainsi, le PIB en volume de la zone a affiché une croissance nulle au cours du premier trimestre 2012, après avoir reculé de 0,3% au dernier trimestre de 2011. Les indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre de l'année vont également dans le sens d'une légère contraction de la croissance du PIB en volume.

Pour l'ensemble de l'année 2012, les projections de l'Eurosystème laissent augurer une croissance du PIB réel comprise entre -0,5 et +0,3%. Une inflexion favorable se produirait en 2013, le PIB étant alors appelé à connaître une progression se situant entre 0 et 2%. Ces projections sont largement inchangées par rapport aux projections effectuées en mars 2012 par les services de la BCE.

Les perspectives économiques pour la zone euro sont soumises à des risques à la baisse accrus, liés en particulier à une intensification des tensions sur plusieurs marchés financiers de la zone euro et à leurs répercussions potentielles sur l'activité économique réelle de la zone. Des risques à la baisse ont également trait à la possibilité d'un nouveau renchérissement des matières premières à moyen terme.

Au Luxembourg, le Gouvernement a déposé à la fin avril la 13^{ème} actualisation du Programme de Stabilité et le Programme National de Réforme. En conformité avec le Semestre européen, la Commission a remis à la fin mai son évaluation de ces documents. Ses principales observations correspondent tout à fait aux messages inlassablement répétés par la BCL depuis de nombreuses années. Ainsi, la Commission met en exergue deux problèmes majeurs du Luxembourg, à savoir la dérive de la compétitivité ainsi que des finances publiques fondamentalement déséquilibrées.

En ce qui concerne la compétitivité, le simple bon sens exige que l'évolution des salaires cesse d'être déconnectée de la productivité. Cette identité a été violée au cours des quinze dernières années, comme l'indique l'envol de nos coûts salariaux unitaires par rapport à l'ensemble des autres pays de la zone euro. Le dérapage cumulé à l'égard de l'Allemagne a atteint environ 35% de 1998 à 2011 et en prime cette considérable dérive serait encore appelée à s'accroître d'ici 2014. La dégradation de notre compétitivité est particulièrement sensible dans l'industrie, comme l'indique un encadré du présent bulletin.

Certains observateurs relativisent cette évolution, en se référant à notre solde courant toujours excédentaire. Ce message est cependant trompeur, le solde courant étant largement flatté par les services financiers. Une analyse plus fouillée révèle que nos parts de marché dans les exportations de biens ont sensiblement diminué de 2005 à 2010, à raison de plus d'un cinquième. Dans le même registre, le déficit de la balance des marchandises s'est accru de 33% au cours du premier trimestre de 2012 par rapport à la période correspondante de 2011.

Ces funestes évolutions sont confirmées par une désindustrialisation flagrante. La part de la branche industrie et énergie dans la valeur ajoutée est en effet passée de 13% en 2000 à 7% en 2010.

L'évolution a été bien moins marquée dans la zone euro – où cette même proportion est passée de 22% à 19% en 10 ans – et en Allemagne. La proportion de la valeur ajoutée alimentée par l'industrie a à peine diminué dans ce dernier pays, où elle est passée de 25% de la valeur ajoutée totale en 2000 à 24% en 2010 – soit toujours plus du triple de la part luxembourgeoise correspondante. A cela s'ajoute une moindre résilience face à la crise, puisque la production industrielle luxembourgeoise a diminué d'environ 15% depuis son sommet « pré-crise », contre 8,5% pour la zone euro.

Ces évolutions induites notamment par des coûts salariaux unitaires en pleine dérive est d'autant plus préoccupante qu'elle se greffe sur une toile de fond macroéconomique déjà dégradée. En témoigne notamment le ralentissement de la croissance potentielle, mise en évidence dans un encadré de ce bulletin. Les diverses méthodes employées indiquent que la croissance potentielle serait passée d'environ 5% l'an au début du siècle à 2% voire moins actuellement. Le PIB en volume ne se serait par ailleurs accru que de 0,5% de 2007 à 2012, soit sur une période de cinq ans. Pire encore: le PIB réel par habitant et par employé a diminué de respectivement 8 et 11% au cours de la même période. Le Luxembourg tend donc bel et bien à s'appauvrir en termes réels, à rebours de la posture de déni parfois observée. Selon les projections de la BCL, la croissance ne s'établirait qu'entre 0,7 et 1,3% en 2012. Elle reprendrait quelque peu en 2013, pour s'établir autour d'un peu plus de 2%. Au cours de ces deux années, elle demeurerait nettement inférieure à la progression habituellement observée au cours des dernières décennies.

Cette situation s'explique en partie par le moindre dynamisme du secteur financier. Comme indiqué dans le présent bulletin, ce secteur n'a d'ailleurs guère constitué un moteur de croissance ces derniers mois. En témoigne notamment la diminution de 11% des résultats avant dépréciations, provisions et impôts au cours du premier trimestre de 2012 par rapport à la période correspondante de 2011, ou encore la diminution du produit bancaire enregistrée à la même période.

Dans ce contexte macroéconomique particulièrement peu porteur, le marché du travail s'est caractérisé par un ralentissement de la croissance de l'emploi et une hausse tendancielle du chômage, avec un chômage des jeunes élevé et une composante structurelle croissante. Nos projections de juin 2012 laissent augurer une poursuite de la hausse du chômage, qui attendrait 6,4% en 2014 contre 5,7% en 2011.

Une action décisive s'impose dans ces conditions. Elle doit viser à la fois la compétitivité prix/coûts et les aspects plus « qualitatifs » de la compétitivité. Il convient en particulier d'œuvrer en faveur d'une dévaluation interne – en clair d'enrayer, voire gommer la dérive des coûts salariaux unitaires accumulée au cours des dernières années – et de consentir en parallèle à un effort de diversification accru, qui passe par des actions décisives en matière de formation, d'éducation et de recherche & développement.

Un encadré repris dans ce bulletin permet de compléter le catalogue des mesures requises. Cet encadré simule l'incidence sur l'économie luxembourgeoise de chocs structurels, au moyen d'un modèle d'équilibre général. Deux enseignements essentiels se dégagent de cette analyse. En premier lieu, il importe d'agir directement sur l'offre de travail des personnes âgées de 55 à 64 ans, par exemple en faisant preuve de plus de sélectivité en ce qui concerne l'accès à la préretraite ou

en encourageant le travail de ces personnes au moyen de baisses ciblées des charges sociales. En second lieu, une augmentation de la concurrence sur le marché des biens et services permettrait de soutenir la création d'emplois.

Une plus grande concurrence sur les marchés des biens et services permettrait au surplus de contenir les différentiels inflationnistes entre le Luxembourg d'une part, ses voisins et la zone euro d'autre part, ces différentiels ayant contribué au dérapage de notre compétitivité. Les autorités devraient d'ailleurs lancer d'urgence une initiative intégrée impliquant l'ensemble des forces vives de la nation, qui permette d'identifier clairement les origines de notre différentiel d'inflation par rapport aux pays voisins et à la zone euro. Cette initiative devrait déboucher sur un catalogue de mesures concrètes, permettant de ramener l'inflation luxembourgeoise dans la moyenne de la zone euro. C'est un minimum au sein d'une union monétaire.

Des finances publiques fondamentalement déséquilibrées constituent un autre défi de taille pour l'économie luxembourgeoise. Tant nos projections que le Programme de Stabilité démontrent que les soldes publics devraient être structurellement déficitaires en 2014, le déficit de l'Administration centrale étant particulièrement important. Ces évolutions seraient observées en dépit des mesures de consolidation récemment présentées par le Gouvernement. Selon nos calculs et compte tenu de la disparition d'une grande partie des recettes de TVA liées au commerce électronique en 2015, un effort de consolidation additionnel de l'ordre de 3% du PIB s'imposerait d'ici 2015, soit au moins 600 millions d'euros en 2014 et 600 millions supplémentaires en 2015. Seul un tel effort additionnel permettrait aux Administrations publiques de respecter un objectif budgétaire à moyen terme (OMT) supérieur à 1% du PIB en termes structurels, compatible avec les recommandations de la Commission européenne et de la BCL. L'OMT avancé par le Gouvernement, à savoir un surplus structurel de 0,5% du PIB, est quant à lui insuffisant compte tenu notamment de la forte hausse prévisible des transferts sociaux.

Comme l'indique le Groupe de travail sur le vieillissement du Comité de politique économique de l'Union européenne dans son récent rapport de mai 2012, le Luxembourg est en effet le pays européen où les dépenses liées au vieillissement devraient augmenter le plus d'ici 2060. Le projet de loi portant réforme de l'assurance pension déposé à la Chambre des Députés en janvier 2012 permettrait de limiter quelque peu cette dérive, mais cette avancée devrait être complétée par d'autres mesures. Elle ne permettrait en effet pas de restaurer à elle seule la soutenabilité des systèmes de pension, comme l'indiquent d'ailleurs des simulations effectuées au moyen de notre modèle d'équilibre général et commentées dans ce bulletin.

L'expérience récente d'autres pays européens montre que les indispensables réformes en matière de compétitivité et de finances publiques ne peuvent attendre. Toute procrastination en la matière pourrait rapidement déboucher sur une détérioration cumulative de la situation économique. Un tel constat vaut en particulier pour une économie très ouverte, qui dépend intimement de ses exportations et du maintien d'investissements étrangers importants. Une « obligation d'excellence » s'impose dans une telle situation.

Yves Mersch