



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 26 mars 2013

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	12
1.1.4	Le marché des changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	14
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	15
1.1.8	Les projections macro-économiques pour la zone euro	17
1.2	La situation économique au Luxembourg	18
1.2.1	Les prix et les coûts	18
1.2.2	Le marché du travail	33
1.2.3	Les activités sectorielles	39
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	63
1.2.5	La croissance économique	65
1.2.6	Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2012	67
1.2.7	Le commerce extérieur	69
1.2.8	La balance des paiements	70
1.2.9	La position extérieure globale	72
1.2.10	Les comptes financiers	74
1.2.11	Les finances publiques	82
1.2.12	Le patrimoine financier des Administrations publiques	91
<u>Encadré 1:</u>		
	Evolution récente des CSU au Luxembourg : causes et conséquences potentielles ?	26
<u>Encadré 2</u>		
	L'évolution des crédits au secteur privé	50
<u>Encadré 3</u>		
	La composition du patrimoine des ménages et son évolution durant la crise financière	76
<u>Encadré 4</u>		
	Déficit, croissance et bien-être économique : comment compléter la récente réforme des pensions ?	85
<u>Encadré 5</u>		
	Le financement des communes luxembourgeoises	93

2 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	106
2	Circulaires de la BCL	110
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	110
1	Statistiques de politique monétaire	110
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	110
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	111
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	111
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	111
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	111
7	Balance des paiements du Luxembourg	111
8	Commerce extérieur	112
9	Position extérieure globale	112
10	Avoirs de réserve	112
11	Etablissements de crédit	112
12	Activité bancaire internationale	112
13	Organismes de placement collectif	113
14	Professionnels du secteur financier	113
15	Sociétés de gestion	113
16	Compagnies d'assurances et fonds de pension	113
4	Publications de la BCL	113
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	116
6	Liste des abréviations	117

EDITORIAL

Lors de sa réunion du 7 mars 2013, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs. À l'horizon pertinent pour la politique monétaire, les tensions inflationnistes devraient rester contenues. Le rythme d'expansion sous-jacent de la masse monétaire demeure modéré. Les anticipations d'inflation pour la zone euro continuent par ailleurs d'être solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif consistant à maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Les données disponibles continuent d'indiquer que la faiblesse de l'activité dans la zone euro s'est poursuivie en début d'année, tout en confirmant globalement les signes d'une stabilisation d'un certain nombre d'indicateurs, à de faibles niveaux toutefois. Dans le même temps, le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'économie. Une reprise progressive de l'activité devrait intervenir plus tard en 2013, à la faveur d'un raffermissement de la demande mondiale et de l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de mars 2013 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui prévoient une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre -0,9 % et -0,1 % en 2013 et entre 0,0 % et 2,0 % en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2012 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes ont été revues légèrement à la baisse. Des risques à la baisse pèsent en outre sur ces perspectives. Ils ont trait à la possibilité que la demande intérieure et les exportations soient plus faibles que prévu et à la lenteur ou l'insuffisance de la mise en œuvre des réformes structurelles dans la zone euro. Ces facteurs sont susceptibles de ralentir l'amélioration de la confiance et ainsi de retarder la reprise.

Le Luxembourg est également en proie à une grande incertitude sur le plan macroéconomique. Lors de ses projections de décembre 2012, la BCL avait anticipé une progression du PIB en volume se situant entre 0,2 % et 0,8 % en 2012 et de 0 % à 2 % en 2013. De telles évolutions anticipées s'inscrivaient sur la toile de fond d'une évolution déjà résolument défavorable au cours de la période 2007-2011, au cours de laquelle selon les données disponibles à la date de clôture de cet éditorial* (i) le PIB en volume a décliné de 0,4 %, (ii) le PIB en volume par emploi intérieur (résidents et frontaliers confondus) a diminué de 10 % et (iii) le revenu national brut (RNB) par résident exprimé en termes réels a subi un déclin de 14 %, le tout en l'espace de quatre années seulement. Ces chiffres sont inquiétants et appellent une analyse future approfondie.

Même si la plus grande prudence s'impose dans un environnement assez mouvant et en raison de possibles voire même probables révisions des comptes nationaux, il semble dans l'état actuel des choses que certains risques à la baisse pèsent sur nos projections de décembre 2012. Deux évolutions sont particulièrement préoccupantes.

En premier lieu, selon les deuxièmes estimations d'Eurostat, le PIB réel de la zone euro aurait décliné de 0,6% au quatrième trimestre de 2012 par rapport au trimestre précédent et de 0,9% par rapport au dernier trimestre de 2011. Il en résulterait un taux de « croissance » négatif en 2012, de -0,5% en moyenne annuelle par rapport à 2011. Ce dernier taux ne constitue pas une surprise : les services de l'Eurosystème prévoyaient en décembre 2012 un taux de croissance se situant entre

* Soit le vendredi 15 mars 2013.

-0,6% et -0,4% pour l'année 2012. Le profil trimestriel négatif est plus problématique, car il érode l'acquis de croissance de la zone euro pour 2013. Or les exportations luxembourgeoises sont massivement orientées vers cette zone.

En second lieu, les évolutions relatives à la Place financière, qui abrite nombre d'activités de nature différente, sont pour le moins ambiguës. Elles sont à première vue favorables, comme l'attestent une hausse de la valeur nette d'inventaire des OPC ainsi que des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois en amélioration sur une base annuelle, de 2011 à 2012. Un examen plus approfondi de ces derniers comptes met cependant à jour une évolution moins rassurante. Ils révèlent en effet un recul du produit bancaire au quatrième trimestre de 2012 considéré isolément. Le produit bancaire diminué du poste « autres revenus » (ces derniers reflétant avant tout des effets de valorisation temporaires) accuserait une diminution de l'ordre de 3% par rapport au trimestre précédent et de quelque 5% par rapport au dernier trimestre de 2011. Ces résultats doivent certes être interprétés avec prudence, car les données trimestrielles sont entachées d'une volatilité certaine. Ce recul est cependant généralisé (il concerne tant la marge sur intérêt que les revenus nets sur commissions) et il affecte un agrégat pourtant exprimé en termes nominaux.

Ces évolutions conjoncturelles se greffent sur une situation compromise sur le plan structurel. Un premier souci majeur est l'évolution de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise. L'évolution de nos coûts salariaux unitaires (CSU) est littéralement en lévitation par rapport aux autres pays de la zone euro. Ainsi, pour l'économie luxembourgeoise considérée dans son ensemble, le décrochage à l'égard de l'Allemagne aurait atteint près de 40% depuis 1998. Un encadré du présent Bulletin se penche sur ce problème de l'évolution des CSU. La BCL reviendra sur ce problème de façon plus détaillée dans une prochaine publication. Dans ce contexte, notons encore par rapport à cette évolution dommageable une probable augmentation de la dispersion des revenus au Luxembourg au cours de la même période.

Un second souci, tout aussi récurrent, est l'évolution des finances publiques. Le Ministre des Finances a déclaré le 6 février 2013 que le déficit de l'Administration centrale se situerait entre 1,2 et 1,5 milliards d'euros en 2012, ce qui correspond assez largement à nos projections de décembre 2012. Le déficit de l'Administration centrale atteindrait donc avec plus de trois pour-cent du PIB un seuil problématique. Le déficit « Maastricht », qui se rapporte non seulement à l'Administration centrale mais également aux pouvoirs locaux et à la sécurité sociale, serait certes toujours inférieur à la valeur de référence de 3%, mais si l'on tient compte du fait que ce résultat découle des importants excédents actuellement encore engrangés par les systèmes de pension, la position à moyen et à long terme des finances publiques apparaît, ceteris paribus, comme fort préoccupante.

Or comme le montre un encadré de ce Bulletin, l'équilibre à terme des pensions est pour le moins compromis au cours des prochaines décennies, en dépit de la récente réforme des pensions. Si cette dernière constitue indiscutablement un pas dans la bonne direction, elle devra impérativement et de manière proactive s'accompagner de mesures additionnelles. Certaines de ces mesures, déjà pour partie proposées dans le passé par la BCL et qui s'inscrivent dans la continuité de la loi portant réforme des pensions, sont décrites dans l'encadré. Leur sélection s'est opérée sur la base d'un exercice d'optimisation mené à bien au moyen de notre modèle d'équilibre général LOLA (« Luxembourg overlapping generation model for policy analysis »).

Un encadré relatif au financement des communes luxembourgeoises trace quelques pistes pouvant contribuer à améliorer les finances publiques, notamment une révision des valeurs unitaires

servant de base au calcul de l'impôt foncier. De façon plus générale, une réflexion d'ensemble sur la fiscalité immobilière, directe et indirecte, serait de mise au Luxembourg.

Les autres encadrés du présent Bulletin 2013-1 portent sur l'évolution des crédits au secteur privé et sur la composition du patrimoine des ménages. L'encadré sur les crédits au secteur privé montre que le taux de croissance en glissement annuel des crédits immobiliers octroyés aux ménages luxembourgeois s'est stabilisé autour de 7% au cours du 4ème trimestre de 2012 ainsi qu'en janvier 2013. Par contre et toujours selon cette enquête, le taux annuel de progression des crédits aux sociétés non financières établies au Luxembourg a oscillé aux alentours de zéro au cours de cette même période, ce qui est, toutes autres choses égales, plutôt préoccupant. Il ne faut donc pas déduire de l'augmentation précitée de l'encours des crédits à l'habitat la situation générale de notre appareil productif. Il appartiendra au gouvernement de s'interroger à ce sujet, la réponse ne pouvant toutefois pas résider dans le recours à des instruments de soutien grevant directement ou indirectement les finances publiques.

L'encadré sur la composition du patrimoine des ménages se base sur les données issues de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages, qui a été menée pour la première fois au Luxembourg en 2010/2011. Cette enquête se concentre sur les caractéristiques socio-économiques des ménages, sur leurs revenus et leur patrimoine. Il apparaît notamment que quel que soit le quintile de revenu considéré, les actifs réels (au sein desquels le patrimoine immobilier est nettement prépondérant) constituent la composante la plus importante du patrimoine des ménages. L'encadré révèle également que seuls 11% des ménages ont activement ajusté leur portefeuille suite à la crise économique et financière et que seuls 16% des ménages luxembourgeois déclarent avoir souffert d'une diminution du patrimoine.

Gaston Reinesch