

1	LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE	8
1.1	La situation économique dans la zone euro	8
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	8
1.1.2	Les marchés obligataires	9
1.1.3	Le marché des actions	10
1.1.4	Le marché des changes	11
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	13
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	13
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	15
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	25
1.2.3	Les activités sectorielles	35
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	63
1.2.5	La croissance économique	65
1.2.6	Projections macroéconomiques de juin 2013	68
1.2.7	Le commerce extérieur	77
1.2.8	La balance des paiements	79
1.2.9	La position extérieure globale	81
1.2.10	Les comptes financiers	83
1.2.11	Les finances publiques	89
<u>Encadré 1 :</u>		
	Eléments structurels de la compétitivité	21
<u>Encadré 2 :</u>		
	La hausse du chômage est-elle de nature cyclique ou structurelle ?	32
<u>Encadré 3 :</u>		
	L'endettement des ménages au Luxembourg	38
<u>Encadré 4 :</u>		
	L'évolution des crédits au secteur privé	50
<u>Encadré 5 :</u>		
	Actifs financiers nets des ménages: le Luxembourg est-il plus riche que les autres pays de la zone euro?	85
<u>Encadré 6 :</u>		
	14 ^{ème} actualisation du Programme de Stabilité luxembourgeois : une évaluation	97

1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire

En mai 2013, le Conseil des gouverneurs a décidé de baisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,50%, et de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 50 points de base, à 1,00%. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est resté inchangé, à 0,00%.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, le PIB en volume s'est contracté de 0,2% en rythme trimestriel au premier trimestre 2013, après avoir reculé de 0,6% au quatrième trimestre 2012. Dans les mois à venir, l'activité économique dans la zone euro devrait se stabiliser puis se redresser à un rythme modéré. Ce scénario ressort des projections macroéconomiques établies en juin 2013 par les services de l'Eurosystème, qui prévoient une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre -1,0% et -0,2% en 2013 et entre 0,0% et 2,2% en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques établies en mars 2013 par les services de la BCE, les fourchettes prévues pour la croissance du PIB en volume en 2013 ont été révisées légèrement à la baisse. Pour 2014, la projection a fait l'objet d'une légère révision à la hausse.

Au sujet de l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est inscrite à 1,4% en mai, par rapport à 1,2% en avril et 1,7% en mars 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2013 réalisées par les services de la BCE, les fourchettes de prévision d'inflation pour 2013 ont été révisées à la baisse dans les projections des experts de l'Eurosystème de juin 2013 (point central abaissé à raison de 0,2 p.p), alors que celles pour 2014 sont restées inchangées. Les points centraux de ces projections s'inscrivent à 1,4% et 1,3% pour 2013 et 2014, respectivement.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 3,2% en avril 2013, après 2,6% en mars et 3,1% en février. En ce qui concerne les principales contreparties de M3 à l'actif du bilan consolidé des institutions financières monétaires, le taux de croissance annuel des financements accordés aux résidents de la zone euro est ressorti à -0,1% en avril 2013, après 0,0% en mars et -0,2% en février. Le taux de progression annuel des créances sur les administrations publiques s'est établi à 3,5% en avril, inchangé par rapport au mois de mars et 3,6% en février. Par contre, la progression annuelle des prêts au secteur privé, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, est revenue à -0,5% en avril, après -0,3% en mars et -0,4% en février. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages, corrigé des cessions de prêts et de la titrisation, s'est établi à 0,3% en avril, après 0,3% en mars et 0,4% en février. Le rythme annuel de croissance des prêts aux sociétés non financières, corrigé des cessions de prêts et de la titrisation, a été négatif, ressortant à -1,9% en avril, après -1,3% en mars et -1,4% en février.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à effectuer les opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la sixième période de constitution de réserves de 2014, le 8 juillet 2014. Cette procédure sera également maintenue pour les opérations de refinancement exceptionnelles de l'Eurosystème dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, qui continueront d'être effectuées aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2014. Le taux fixe des opérations de refinancement exceptionnelles sera identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours.

Les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, dont l'adjudication doit intervenir jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2014, seront également conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Les taux appliqués lors de ces opérations d'une durée de trois mois seront égaux à la moyenne de refinancement à plus long terme concernée.

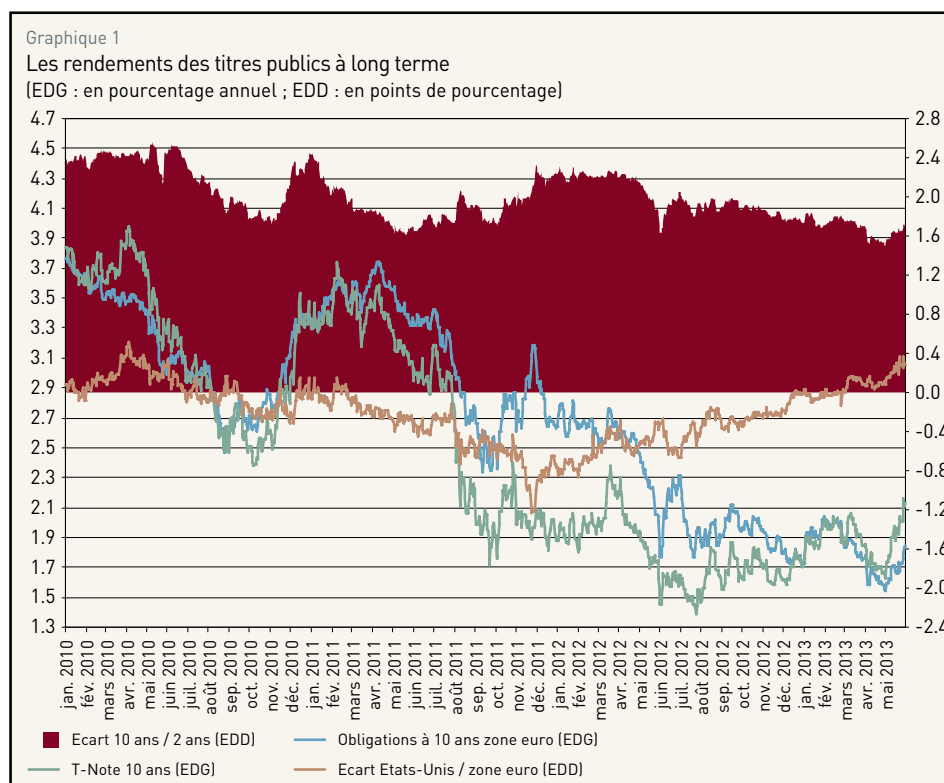
1.1.2 Les marchés obligataires

Depuis la fin du mois de février, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ont enregistré une tendance baissière puis haussière à partir de début mai pour converger, au 31 mai 2013, aux alentours de 1,84 % et 2,13 % respectivement pour la zone euro et les Etats-Unis. En conséquence, le différentiel de rendement obligataire à long terme entre la zone euro et les Etats-Unis a augmenté au cours du deuxième trimestre 2013 pour s'établir à 0,29 % au 31 mai 2013.

Depuis février, la tendance baissière des taux à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis s'explique par les politiques d'assouplissement monétaire menées aux Etats-Unis et en zone euro mais également par des perspectives de croissance moroses anticipées par les marchés financiers pour les deux zones. Dans le cas de la zone euro, la dégradation des perspectives de croissance se justifie notamment par une dégradation des indicateurs de confiance des entrepreneurs et des consommateurs plus forte que prévue par les marchés. Aux Etats-Unis, la reprise du marché de l'immobilier agit positivement sur les anticipations de croissance mais l'économie américaine reste pénalisée par les coupes budgétaires automatiques, qui s'appliquent depuis mars 2013 et dont les effets peuvent nuire à la reprise économique et au niveau d'emploi.

Du côté de la zone euro, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans conforte une tendance baissière observée depuis janvier 2013. En dépit de la mise en place d'un nouveau gouvernement en Italie et de l'adoption d'un plan de sauvetage pour Chypre, les marchés financiers conservent des anticipations assez maussades sur les perspectives de croissance futures dans la zone euro. En effet, de nombreux pays de la zone euro connaissent actuellement une croissance faible voire négative pour un certain nombre de pays membres et un taux de chômage de plus de 12% pour l'ensemble de la zone euro; au plus haut depuis 1995. Les marchés financiers craignent même un risque de propagation de la chute de l'activité des pays périphériques vers les pays du cœur de la zone euro.

Dans ce contexte, la BCE a annoncé début mai une baisse de 25 points de base du taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Le taux se situe désormais au plus bas historique de 0,50 %. Cette baisse des taux européens a permis de



Sources : BCE, Bloomberg

rassurer les marchés en mai, comme en témoignent les inversions de la tendance baissière des taux longs et de l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans en mai 2013. Cependant, des doutes persistent quant à la transmission de cette baisse des taux à l'économie de la zone euro compte tenu des contraintes pesant sur le canal du crédit des banques. Dans tous les cas, les marchés financiers semblent juger la situation conjoncturelle en Europe plus fragile qu'aux Etats-Unis, avec des prévisions de croissance soumises à une forte incertitude en zone euro.

1.1.3 Le marché des actions

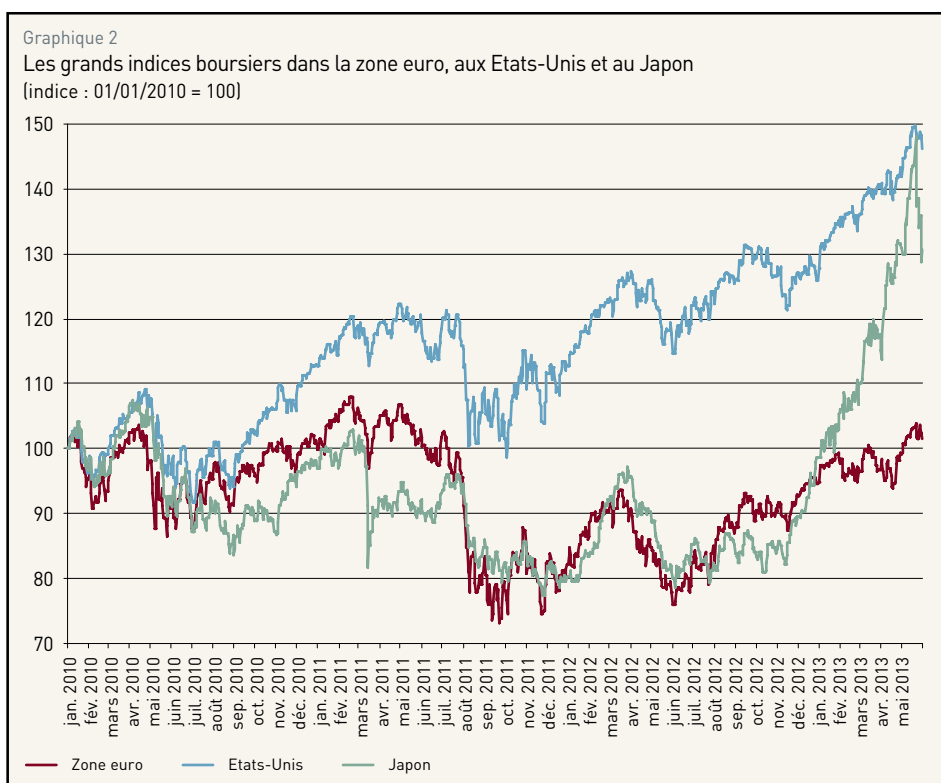
Après une forte hausse observée au cours du premier trimestre 2013, les indices boursiers aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Japon continuent leur tendance haussière au deuxième trimestre 2013. Entre le 28 février 2013 et le 31 mai 2013, la hausse s'élève à 4,70 % pour le S&P 500, 7,66 % pour le Dow Jones EURO STOXX et 19,16 % pour le Nikkei.

La hausse du marché boursier européen au cours du deuxième trimestre peut en partie s'expliquer par la baisse des taux directeurs de la Banque Centrale Européenne début mai 2013.

La hausse des actions américaines depuis février 2013 peut être attribuée à un regain d'activité de l'économie américaine enregistré au premier trimestre 2013. Par ailleurs, même si la croissance américaine reste freinée par les coupes budgétaires automatiques qui s'appliquent depuis mars 2013, les perspectives de croissance aux Etats-Unis semblent relativement plus favorables que pour la zone euro.

Enfin, la vigueur du marché japonais s'explique par la forte dépréciation du yen depuis juillet 2012 face à l'euro et au dollar américain. Cette forte dépréciation de la devise japonaise est notamment induite par l'assouplissement de la politique monétaire menée par la Banque du Japon, qui désire mettre un terme à la déflation qui affecte l'économie japonaise. La Banque du Japon désire augmenter la masse monétaire, grâce notamment à un programme d'achats massifs des emprunts d'Etat japonais.

Au total, la hausse des marchés boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro conforte le regain d'appétit pour le risque de la part des investisseurs. Néanmoins, cette hausse ne peut être entièrement justifiée par des perspectives de croissance favorables dans ces économies respectives, notamment dans le cas de la zone euro. La hausse des marchés boursiers se justifie plus vraisemblablement par les très faibles rendements offerts par les marchés



Source : Bloomberg

obligataires, qui incitent les investisseurs à se reporter sur des actifs plus risqués et aux rendements plus attractifs, comme les actions.

1.1.4 Le marché des changes

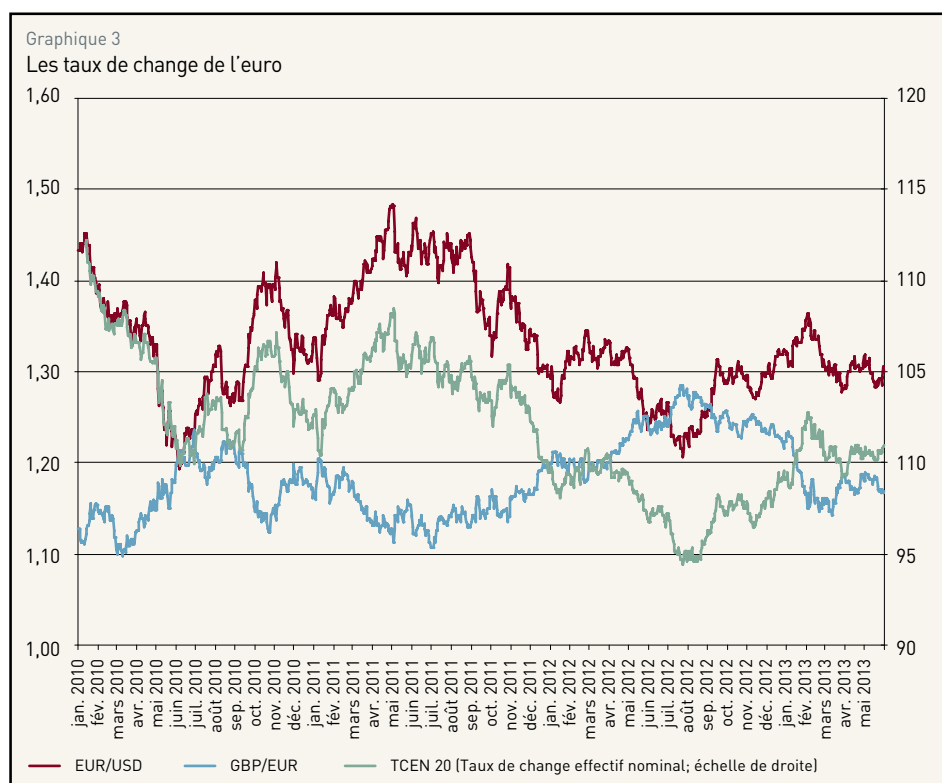
Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a gagné près de 0,5% entre le 28 février 2013 et le 31 mai 2013. Au cours de cette période, la monnaie unique s'est notamment appréciée vis-à-vis du yen japonais, du franc suisse, de la couronne tchèque, du zloty polonais, du forint hongrois, du leu roumain et de la couronne suédoise. La monnaie unique s'est en revanche dépréciée par rapport au dollar américain, à la livre sterling et au yuan chinois.

Au cours de la période étudiée, l'euro s'est déprécié de 0,49% par rapport au dollar américain. Cette évolution pourrait s'expliquer par la baisse des taux directeurs de la part de la Banque Centrale Européenne et également par les inquiétudes des marchés concernant les perspectives de croissance future en Europe. Au 31 mai 2013, l'euro s'échangeait contre 1,29 USD, à un niveau inférieur de près de 1% à sa moyenne de 2012.

Entre le 28 février 2013 et le 31 mai 2013, l'euro s'est apprécié de 8% par rapport au yen. La dépréciation de la devise japonaise semble être induite par l'assouplissement supplémentaire de la politique monétaire menée par la Banque du Japon. Cette politique génère de forts mouvements de capitaux, illustrés par des opérations de portage (ou « carry trade »). Les investisseurs empruntent dans une devise à faible taux d'intérêt (comme le yen japonais) et placent ces fonds empruntés dans une autre devise à taux d'intérêt plus fort (comme la monnaie unique). Ces transferts de fonds génèrent automatiquement une appréciation de l'euro par rapport au yen.

Depuis la fin du mois de février 2013, l'euro s'est apprécié de 1,50% par rapport au franc suisse pour atteindre 1,24 CHF pour un euro au 31 mai 2013, confortant ainsi l'objectif de la Banque Nationale de Suisse de maintenir le cours de sa monnaie au-dessus de 1,20 CHF/euro.

Par ailleurs, le mouvement de dépréciation entamé par la devise britannique depuis juillet 2012 s'est inversé au deuxième trimestre 2013. Entre le 28 février 2013 et le 31 mai 2013, la livre s'est appréciée de 0,68% par rapport à l'euro, pour s'échanger au-dessus de 1,16 GBP/euro au 31 mai 2013.



Sources : BCE, Bloomberg

Enfin, la plupart des devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien et le lats letton) sont restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) se sont pour la plupart dépréciées par rapport à l'euro, tandis que le lev bulgare est resté stable vis-à-vis de la monnaie unique.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a reculé de 2,5% en moyenne en 2012 à 1,9% au premier trimestre 2013 et à 1,2% en avril 2013, son niveau le plus bas depuis plus de trois ans. Selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, un léger rebond à 1,4 % serait envisageable pour le mois de mai.

Tableau 1 :

Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (taux de variation annuels)

	2011	2012	2012 T2	2012 T3	2012 T4	2013 T1	AVRIL-13
IPCH global	2,7	2,5	2,5	2,5	2,3	1,9	1,2
Produits alimentaires non transformés	1,8	3,0	2,3	3,4	4,3	3,9	4,2
Produits alimentaires transformés	3,3	3,1	3,5	2,7	2,4	2,3	2,1
Produits manufacturés hors énergie	0,8	1,2	1,3	1,3	1,1	0,8	0,8
Energie	11,9	7,6	7,2	8,0	6,3	3,2	-0,4
Services	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,1
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,7	1,8	1,8	1,7	1,6	1,5	1,1

Source : Eurostat

Le repli de l'inflation au début de l'année 2013 a été général, hormis pour les produits alimentaires non transformés. Ces derniers comprennent les produits saisonniers et la viande, de sorte que leurs prix sont largement influencés par les conditions météorologiques et les prix des matières premières agricoles. L'inflation s'est particulièrement estompée pour les produits énergétiques, le taux annuel correspondant étant passé de 7,6% en moyenne en 2012 à -0,4% en avril 2013. La première variation négative depuis la fin de l'année 2009 est en grande partie imputable au recul du prix du pétrole exprimé en dollar. La modération de l'inflation de tous les autres biens et services est due à plusieurs facteurs. Premièrement, les conditions cycliques - avec une zone euro toujours en récession au début de l'année 2013 - ont contenu la hausse des prix. Deuxièmement, la dynamique des coûts salariaux reste modérée. Finalement, des données détaillées d'Eurostat révèlent que la contribution des hausses de la taxation indirecte sur les prix à la consommation s'est modérée au cours des derniers mois. Elle n'aurait plus été que de 0,4pp en avril contre 0,6pp en septembre 2012. Cette contribution demeure malgré tout plus élevée que l'impact moyen de 0,1pp observée sur la période 2004-2010. Hormis ce choc exogène, le recul de l'inflation aurait donc été encore plus prononcé et encore davantage en ligne avec les conditions cycliques moroses.

Selon les récentes projections des services de l'Eurosystème, la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro continuerait à se replier d'ici 2014. Après s'être établie à 2,5% en 2012, l'inflation moyenne s'inscrirait dans une fourchette allant de 1,3 % à 1,5 % en 2013 et de 0,7 % à 1,9 % en 2014. Comparé à l'exercice de projection de décembre 2012, ces projections ont été revues à la baisse.

1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail

La dernière publication des comptes nationaux fait apparaître qu'au cours du premier trimestre de 2013, le PIB réel de la zone euro s'est contracté de 0,2% en rythme trimestriel. Pour rappel, l'activité économique avait déjà reculé au cours des deuxième, troisième et quatrième trimestres de 2012 (de respectivement -0,2%, -0,1% et -0,6%), si bien que l'activité économique affiche à présent une contraction de 1,0% en rythme annuel.

À l'exception de l'Allemagne et de la Belgique qui enregistrent toutes deux une très légère progression (+0,1%) en rythme trimestriel, l'ensemble des autres économies connaissent une contraction de l'activité. Les rythmes de contraction restent particulièrement soutenus dans la plupart des économies dites « périphériques », à l'instar de l'Italie (-0,5%), l'Espagne (-0,5%) et dans une moindre mesure le Portugal (-0,4%). Sur une base annuelle, la grande majorité des économies affichent une contraction de l'activité, y compris l'Allemagne qui avait jusqu'à présent conservé un rythme de croissance positif.

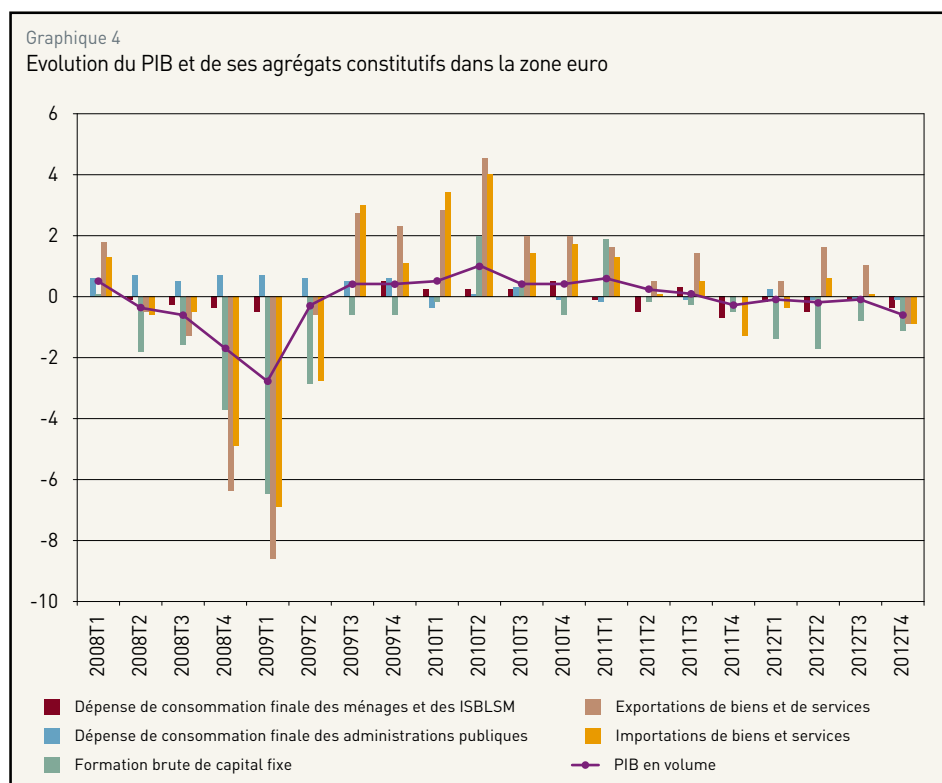
Les données détaillées relatives au premier trimestre de cette année n'étaient pas disponibles lors de la clôture de la rédaction de ce bulletin. Pour rappel, au cours du dernier trimestre de 2012 la demande intérieure s'est repliée sensiblement, avec une contraction de la consommation des ménages de 0,5% et surtout une chute de la formation brute de capital fixe de 1,2% sur un trimestre (graphique 4). Par ailleurs, les exportations se sont également sensiblement repliées, de 0,8% sur un trimestre, soit une évolution parfaitement comparable à celle des importations (-0,9%). Sur un an, la consommation privée s'est repliée de 1,4%, la consommation publique de 0,3% et la formation brute de capital fixe de 4,9%, tandis que les exportations ont affiché une croissance de +2,3%.

Au niveau sectoriel, l'activité s'est fortement contractée sur base trimestrielle dans l'industrie (-1,7%) et la construction (-1,1%), dans une moindre mesure dans la branche des services financiers et des assurances (-0,7%) et dans la branche du commerce au sens large (-0,4%), tandis que l'activité a faiblement progressé dans les services immobiliers (+0,1%) et le secteur des administrations publiques (+0,2%).

La contraction de l'emploi s'est amplifiée au cours du dernier trimestre de 2012, avec un repli de 0,3% en rythme trimestriel. Sur base annuelle, le repli de l'emploi est de 0,7%. Par ailleurs, le chômage progresse à nouveau en avril 2013, s'établissant à un niveau record de 12,2%.

1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Au premier trimestre 2013, le solde courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis la seconde partie de



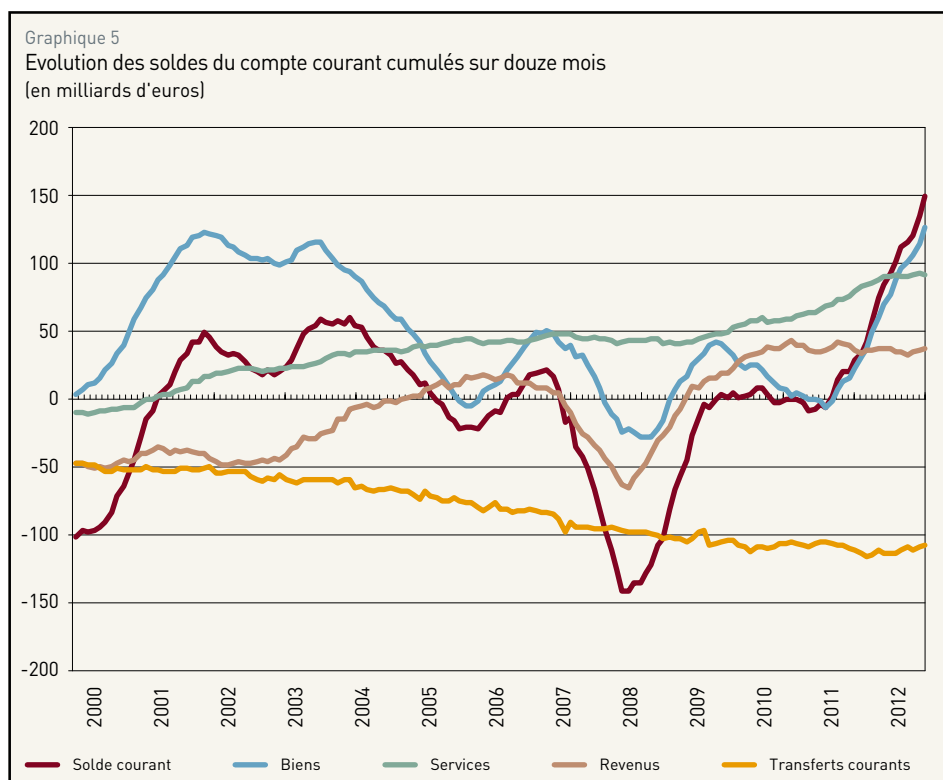
Source : Eurostat

l'année 2011. La balance courante dégage ainsi un excédent cumulé de 149,5 milliards d'euros (1,6% du PIB) sur les douze derniers mois s'achevant en mars 2013, comparé à un excédent de 28 milliards sur la période correspondante de 2012. Cette évolution positive est le résultat d'une importante amélioration de la balance des biens et services. Le solde des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, s'est retourné dès le troisième trimestre de 2011 en redevenant excédentaire, après avoir dégagé des déficits sur deux trimestres successifs. Au cours de l'année 2012 et au premier trimestre 2013, la balance de biens a progressivement renforcé son excédent qui a ainsi totalisé 127 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en mars 2013, comparé à un surplus de 23 milliards sur la même période de l'année 2012. Cette embellie s'explique par une progression plus importante des exportations sur fond d'une stagnation, voire d'un léger recul des importations de biens. Le taux de croissance des exportations s'est en effet établi à 5% au cours de douze derniers mois s'achevant en mars 2013 contre -0,4% pour les importations. Ces dernières ont donc été largement affectées, surtout depuis le second semestre 2012, par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro.

La balance des services a connu une évolution similaire à celle de biens, le taux de croissance des exportations étant supérieur à de celui des importations. Le surplus cumulé des services atteint ainsi 91 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en mars 2013, contre 79 milliards à la même période de l'année précédente. Les évolutions positives ci-dessus ont été renforcées par une légère amélioration du surplus des revenus (à 38 milliards) et par un léger recul du déficit des transferts courants (à 107 milliards).

Dans le compte des transactions financières, l'incertitude accrue due à la crise des dettes souveraines de certains pays de la zone euro avait, au second semestre 2011, entraîné d'importants mouvements de rapatriement des capitaux et de réallocation de portefeuille. Les non-résidents avaient ainsi fortement réduit leurs placements dans les actions de la zone euro, tout en réalisant des ventes nettes de titres de dette à court terme émis par la zone euro. Au cours du premier semestre 2012, les non-résidents ont progressivement réinvesti dans les titres émis par la zone euro, en y plaçant au total 90 milliards d'euros, dont 39 milliards dans les actions, 34 milliards dans les obligations et 17 milliards dans les titres de dette à court terme.

Ce retour des investisseurs non-résidents sur le marché des titres de la zone euro s'est accéléré au second semestre de 2012 et plus particulièrement au dernier trimestre de l'année. Les achats nets d'actions et d'obligations émises par zone euro ont ainsi atteint 152 milliards d'euros au second semestre (dont 127 milliards au quatrième trimestre). Les non-résidents se sont en revanche détournés des instruments de dette à court terme, qui ont subi des ventes nettes (21 milliards) au second semestre 2012. Au total au cours de l'année 2012, les investisseurs non-résidents



Source : BCE

ont placé 237 milliards d'euros dans les titres de la zone euro comparés à 197 milliards en 2011 et 254 milliards en 2010. Au premier trimestre 2013, les placements des non-résidents se sont maintenus à des volumes relativement élevés totalisant 123 milliards d'euros, dont 69 milliards en actions, 18 milliards en obligations et 36 milliards en titres de dette à court terme.

Les investisseurs résidents ont eu un comportement similaire à celui des non-résidents. Après les ventes nettes de titres étrangers au second semestre 2011 (à concurrence de 119 milliards, dont 94 milliards d'actions), au cours de l'année 2012 les résidents ont accru progressivement leurs placements dans les titres étrangers, qui ont totalisé 185 milliards d'euros. Après avoir réduit drastiquement leurs ventes nettes d'actions étrangères au premier semestre 2012 (-5 milliards), les résidents de la zone euro ont en effet repris les achats d'actions étrangères en y investissant 64 milliards au second semestre de 2012, dont 60 milliards au dernier trimestre de 2012. De même s'agissant de titres de la dette, les résidents ont repris les achats d'obligations étrangères au premier semestre 2012, après les ventes nettes observées au second semestre 2011. Au second semestre 2012, les achats d'obligations étrangères se sont élevés à 73 milliards d'euros. Sur la même période, les titres étrangers de la dette à court terme ont en revanche subi des ventes nettes. Au premier trimestre 2013, les résidents de la zone euro ont réduit leurs investissements dans les titres étrangers en y plaçant au total 90 milliards d'euros (contre 124 au même trimestre de 2012), dont 63 milliards en actions, 16 milliards en obligations et 11 milliards en titres de dette à court terme.

Compte tenu de ces mouvements des capitaux, les flux d'investissement de portefeuille se sont soldés par des entrées nettes de capitaux de 52 milliards d'euros au cours de l'année 2012, contre 253 milliards en 2011. Au premier trimestre 2013, les entrées nettes ont atteint 33 milliards comparées à des sorties nettes de 46 milliards au même trimestre 2012. Dans les autres composantes du compte financier, au premier trimestre 2013 les sorties nettes d'investissements directs ont progressivement repris, en atteignant 25 milliards d'euros après avoir largement reculé au cours de l'année 2012.

1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Sur une base trimestrielle, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 0,2 % au premier trimestre 2013, après avoir reculé de 0,6 % au quatrième trimestre 2012. La production a ainsi diminué durant six trimestres consécutifs. Dans les mois à venir et en 2014, la croissance des exportations de la zone euro devrait bénéficier d'un raffermissement de la demande mondiale et la demande intérieure devrait être soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire et par les gains de revenus réels récents provenant de la baisse des cours du pétrole et d'une inflation globalement moins élevée. En outre, l'amélioration significative observée sur les marchés financiers depuis l'été dernier devrait produire ses effets sur l'économie réelle, tout comme les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. En parallèle, le nécessaire processus d'ajustement des bilans qui se poursuit dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'activité économique. Dans l'ensemble, l'activité économique de la zone euro devrait se stabiliser puis se redresser dans le courant de l'année 2013, à un rythme cependant modéré.

Dans ce contexte, les projections macroéconomiques de juin 2013 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une baisse de 0,6 % du PIB annuel en volume en 2013 et une progression de 1,1 % en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2013 établies par les services de la BCE, la projection pour 2013 a été légèrement revue à la baisse, reflétant en grande partie l'incorporation des données les plus récentes relatives au PIB. Pour 2014, la projection a fait l'objet d'une légère révision à la hausse.

Des risques à la baisse pèsent sur les perspectives économiques de la zone euro. Ils ont trait notamment à la possibilité d'une demande tant intérieure que mondiale plus faible que prévu et d'une mise en œuvre trop lente ou insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.

Tableau 2

Projections macroéconomiques pour la zone euro (taux de variation annuels ; points centraux et fourchettes)

	2012	2013	2014
IPCH	2,5	1,4	1,3
		[1,3/1,5]	[0,7/1,9]
PIB réel	-0,5	-0,6	1,1
		[-1,0/-0,2]	[0,0/2,2]
Consommation privée	-1,3	-0,8	0,6
		[-1,1/-0,5]	[-0,5/1,7]
Consommation publique	-0,4	-0,1	0,6
		[-0,6/0,4]	[-0,1/1,3]
Investissements	-4,2	-2,9	1,8
		[-4,1/-1,7]	[-0,9/4,5]
Exportations	2,9	0,8	4,1
		[-1,0/2,6]	[0,3/7,9]
Importations	-0,7	-0,7	3,8
		[-2,5/1,1]	[0,1/7,5]

En ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,4 % en mai 2013. Les taux annuels d'inflation devraient être relativement volatils tout au long de l'année, en raison notamment d'effets de base liés aux évolutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires observées douze mois plus tôt. Abstraction faite de cette volatilité, les tensions sous-jacentes sur les prix à moyen terme devraient rester contenues, reflétant la faiblesse de l'utilisation des capacités de production et le rythme modéré de la reprise économique. À moyen terme, les anticipations d'inflation restent solidement ancrées à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de juin 2013 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 1,4 % en 2013 et 1,3 % en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques réalisées en mars 2013 par les services de la BCE, la projection d'inflation pour 2013 a été révisée à la baisse, reflétant essentiellement le recul des cours du pétrole, tandis que la projection pour 2014 demeure inchangée.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont globalement équilibrés à moyen terme, les risques à la hausse étant liés à une augmentation plus forte que prévu des prix administrés et de la fiscalité indirecte ainsi qu'au renchérissement des matières premières et les risques à la baisse découlant d'un fléchissement de l'activité économique.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 Les prix et les coûts

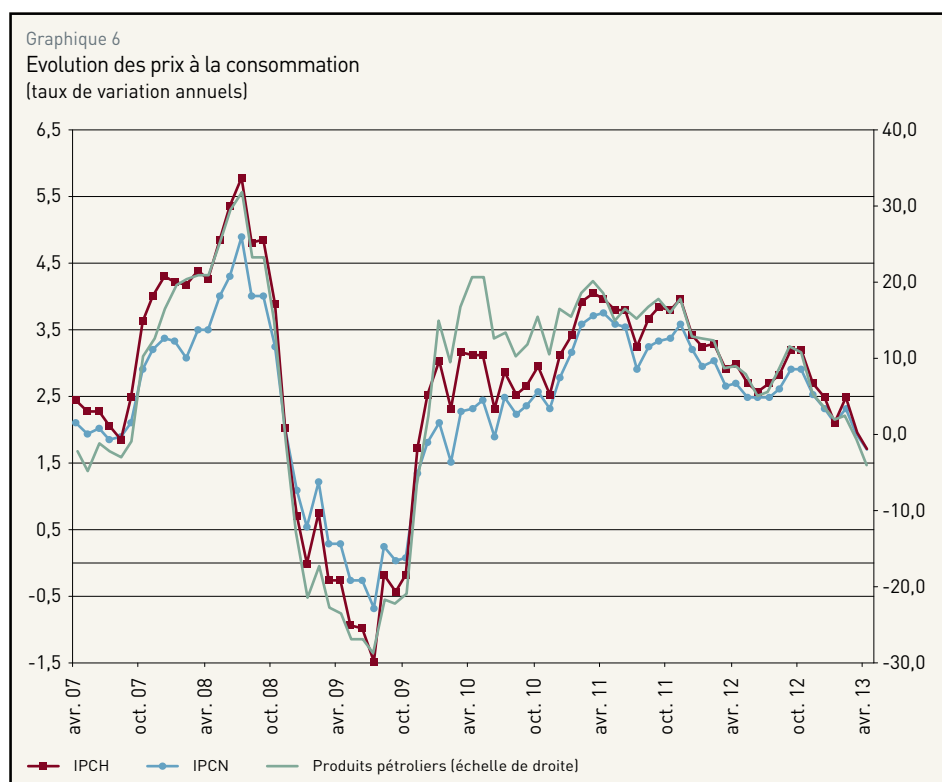
1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le recul de l'inflation globale entamé en 2011 s'est accéléré au début de l'année 2013. Le taux de variation annuel de l'IPCN s'est ainsi replié de 2,7% en moyenne en 2012 à 2,1% au premier trimestre 2013 et à 1,7% en avril (taux inchangé à 1,7% en mai). L'inflation dégagée sur la base de l'IPCH a aussi reculé, passant de 2,9% en moyenne en 2012 à 2,2% au premier trimestre 2013 et à 1,7% en avril.

La modération de l'inflation globale cache toutefois des tendances sous-jacentes fort hétérogènes. La dynamique des prix de l'énergie est la principale cause du repli de l'inflation globale. Ces prix stagnent depuis plus d'une année et leur taux d'inflation annuel est devenu négatif en mars 2013, pour la première fois depuis la fin de l'année 2009 (voir le graphique). L'inflation des biens industriels non-énergétiques s'est aussi modérée au cours des derniers mois, sans toutefois devenir négative, vraisemblablement en raison de la faiblesse de la demande dans la zone euro, mais aussi de la dynamique soutenue observée en 2012. Par contre, l'inflation ne s'est que stabilisée pour les biens alimentaires traités et elle s'est même accélérée pour les services et les biens alimentaires non traités. La hausse des matières premières agricoles s'est notamment répercutée sur les prix des biens alimentaires. L'inflation des services s'est accélérée à 3% au début de l'année 2013 sous l'effet d'une dynamique soutenue des prix administrés. Finalement, la progression des coûts salariaux, via le mécanisme d'indexation automatique des salaires et le salaire minimum, reste également relativement soutenue et elle empêche un repli plus conséquent des prix des biens et services.

Malgré la modération, l'inflation au Luxembourg est constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes¹. Au premier trimestre 2013, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,6 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,3 p.p. par rapport à la zone euro. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au premier trimestre 2013 ont atteint respectivement 9,7 p.p. par rapport aux pays limitrophes et 5,4 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la

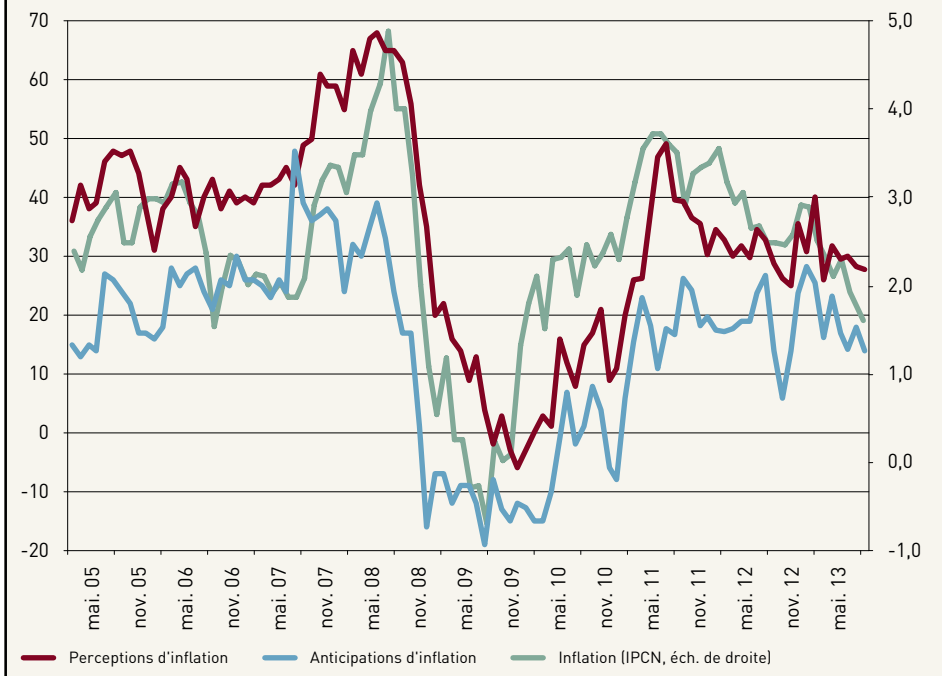


Source : STATEC

¹ L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

Graphique 7

Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs au Luxembourg et inflation observée



Sources : BCL et STATEC

BCL², les perceptions et les anticipations d'inflation ont continué à se replier au cours des derniers mois. Si ces mouvements sont en phase avec le recul de l'inflation globale, leur ampleur est toutefois moindre qu'on aurait pu l'escompter sur la base du recul de l'inflation. Le taux de variation annuel de l'IPCN se situe en effet au plus bas depuis la fin 2009, lorsque les anticipations et les perceptions d'inflation s'établissaient à des étages nettement en retrait de leurs niveaux actuels.

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les données révisées pour l'année 2012 confirment une hausse des prix à la production industrielle pour l'ensemble de l'année, bien que celle-ci soit plus faible qu'initialement estimée (+ 1,1%). Cette hausse peut être attribuée

à l'augmentation du prix de production des biens de consommation et des biens énergétiques, les prix de production des biens intermédiaires et d'équipement étant restés quasiment stables en 2012.

Malgré cette augmentation sur l'ensemble de l'année 2012, ces prix sont en recul depuis le troisième trimestre de 2012. Cette tendance est confirmée au premier trimestre de 2013, avec un léger recul de 0,3% pour l'ensemble des produits industriels. Tous les biens sont concernés par cette baisse, à l'exception des biens énergétiques qui connaissent une hausse de 1,9% alors qu'ils avaient déjà augmenté de 6,4% en 2012.

Tableau 3:

Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	2011	2012	2012-T1	2012-T2	2012-T3	2012-T4	2013-T1
Ensemble des produits industriels	7,8	1,1	0,5	0,3	-0,3	-0,8	-0,3
Biens intermédiaires	10,8	-0,2	0,0	0,2	-0,8	-1,5	-0,8
Biens d'équipement	6,5	-0,1	-1,3	0,6	0,3	-0,5	-1,6
Biens de consommation	1,9	2,1	0,1	0,4	1,0	0,4	0,1
Biens énergétiques	3,3	6,4	4,8	0,8	-0,2	0,6	1,9

Source : Statec

2 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg par la BCL s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

1.2.1.3 Les coûts salariaux

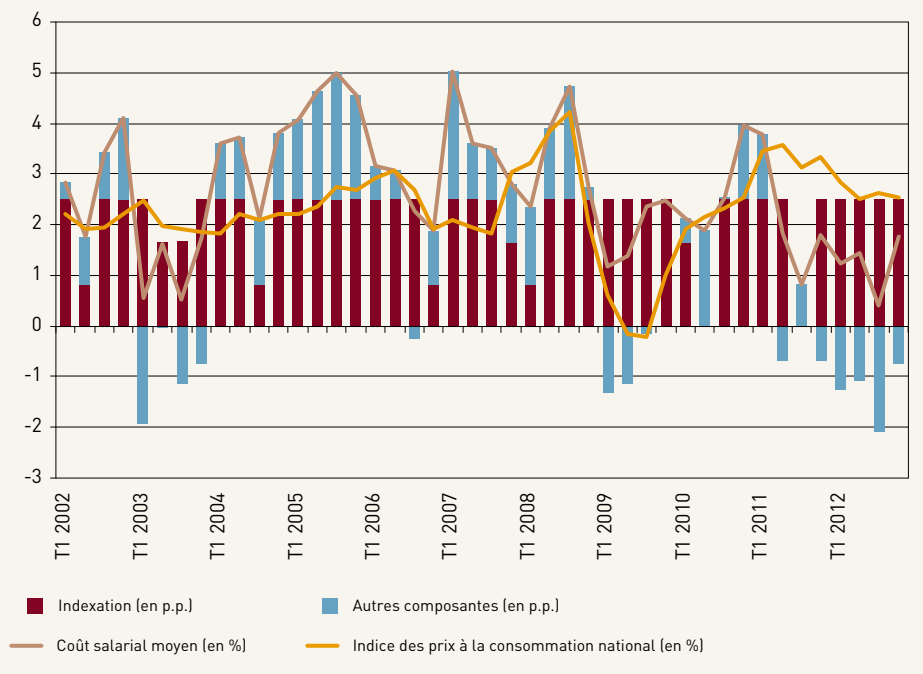
Selon la plus récente estimation de la comptabilité nationale, le coût salarial moyen a progressé de 1,8% au quatrième trimestre 2012, en glissement annuel (après 0,4% le trimestre précédent et 1,8% au cours de la même période de l'année précédente). Une décomposition détaillée révèle que la progression annuelle de la rémunération par tête fin 2012 est entièrement imputable à la contribution de l'indexation des salaires aux prix (2,5 p.p.). L'apport des « autres composantes », qui incluent les éléments « réels », demeure au contraire négatif et ceci pour le cinquième trimestre consécutif.

Nonobstant l'existence de divergences méthodologiques³, les données administratives de la sécurité sociale confirment la relative modération salariale dégagée par la comptabilité nationale. En particulier, selon les fichiers administratifs, la progression négative des « autres composantes » s'expliquerait essentiellement d'une part, par une diminution de la durée moyenne de travail effective (via notamment un recours accru au temps partiel et au chômage partiel et une réduction des heures supplémentaires) et d'autre part, par une baisse des primes et gratifications distribuées au cours des trois premiers trimestres de l'année 2012. Notons par ailleurs que selon les données de la sécurité sociale, le coût salarial moyen réel aurait connu une stagnation au quatrième trimestre 2012 (alors que les comptes nationaux font état d'une nouvelle baisse).

L'analyse de la décomposition sectorielle révèle qu'au quatrième trimestre 2012 (et en comparaison avec les taux annuels observés le trimestre précédent), le coût salarial moyen a vu sa progression annuelle décélérer dans le secteur « information et communication », les services aux entreprises ainsi que le secteur public. Dans le même temps, après avoir enregistré une nette baisse au cours du troisième trimestre 2012, le coût salarial moyen s'est inscrit en hausse dans l'industrie, le secteur financier et les activités immobilières. L'accélération de la progression annuelle du coût salarial moyen au dernier trimestre 2012 doit cependant être nuancée. De fait, dans l'industrie, l'évolution favorable des primes et gratifications a permis de compenser la perte liée à la baisse de la durée moyenne de travail.

Graphique 8

Décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen (respectivement en pourcentage et en points de pourcentage)

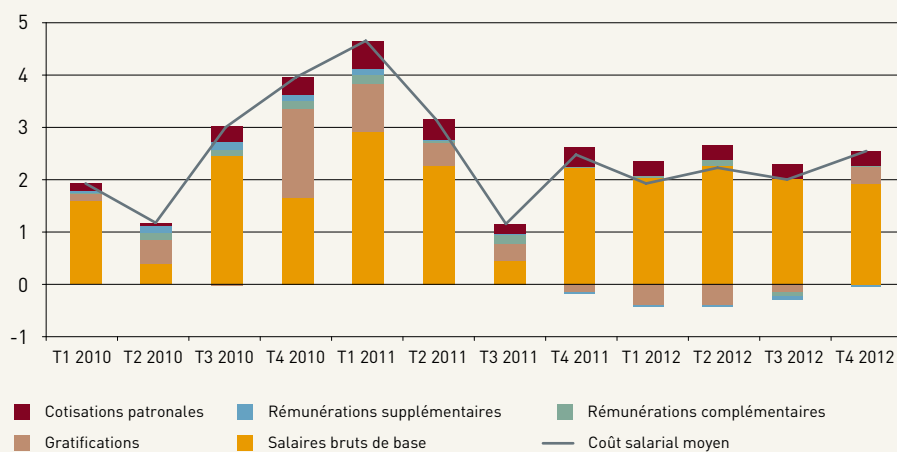


Source : STATEC, calculs BCL

3 Notons que les données administratives telles que recensées par l'IGSS ne sont pas parfaitement comparables à celles issues des comptes nationaux. De fait, la comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements. Pour l'année 2012, les données fournies par l'IGSS témoignent d'une progression du coût salarial moyen sensiblement plus forte que celle dégagée par les comptes nationaux, à savoir 2,2% contre 1,3% selon la comptabilité nationale.

Graphique 9

Contributions des différents éléments de rémunération à la progression annuelle du coût salarial moyen (en points de pourcentage)



Remarque : les rémunérations complémentaires correspondent à des "éléments de rémunération qui sont payables mensuellement mais dont le montant est susceptible de varier d'un mois à l'autre (p.ex. les primes de rendement, les commissions, les primes sur objectifs etc.)". Ces rémunérations complémentaires se distinguent des autres rémunérations non récurrentes telles les gratifications ou autres primes. Le salaire brut de base correspond à la rémunération de base telle que stipulée dans le contrat de travail. Ce salaire inclut les suppléments de rémunération dont le montant reste fixe d'un mois à l'autre (p.ex. une allocation de famille) ainsi que toute augmentation, prévue par la loi (p.ex. suite à l'ajustement du salaire social minimum ou suite au paiement d'une tranche indiciaire) ou telle que stipulée dans le contrat de travail ou une convention collective.

Sources: IGSS, calculs BCL

Dans la finance, la forte hausse du coût salarial moyen est en grande partie imputable à des effets non récurrents et notamment au versement de primes de licenciement⁴.

En glissement trimestriel et au quatrième trimestre 2012, le coût salarial moyen a augmenté dans l'ensemble des secteurs à l'exception de la branche « information et communication » où la progression a été nulle. Il convient de rappeler que l'évolution infra-annuelle du coût salarial moyen est particulièrement sensible à des facteurs à caractère irrégulier (tels l'évolution de la durée de travail, la distribution de primes ou encore le déclenchement d'une tranche indiciaire).

Tableau 4:

Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T3 2012	T4 2012	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T3 2012	T4 2012
Industrie, y compris énergie	-0,1	0,6	-2,8	1,1	2,6	2,7	1,2	0,2	-1,3	1,5
Construction	0,8	-0,0	0,2	-1,0	0,8	3,2	-1,0	1,8	0,4	0,5
Commerce; réparation d'automobiles et de motos; transports et entreposage; hébergement et restauration	0,4	0,5	-0,6	0,8	0,8	1,6	1,7	0,7	1,1	1,6
Information et communication	2,7	-1,2	1,0	0,1	0,0	3,0	0,6	2,8	2,5	-0,0
Activités financières et d'assurance	-2,0	0,8	-0,1	-1,3	4,8	-2,5	-0,9	1,0	-2,8	4,0
Activités immobilières	0,8	-0,7	0,9	-0,8	5,3	4,6	3,8	0,8	-1,3	2,7
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	2,8	0,1	-0,4	-0,4	0,8	5,8	4,3	1,6	2,3	0,5
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	1,3	1,0	-0,6	-0,8	0,2	1,7	1,9	2,0	1,4	1,2
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	1,5	-0,1	0,6	0,3	1,4	2,2	2,6	2,4	2,1	2,3
Coût salarial moyen - économie totale	1,0	-0,1	0,0	-0,4	2,1	1,8	1,2	1,4	0,4	1,8

Remarque: les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières.

Source: Statec, calculs BCL

4 Selon les comptes de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont accélérés au dernier trimestre 2012 (et accessoirement au premier trimestre 2013). Une ventilation détaillée par poste de dépense révèle que le versement de primes de licenciement a provoqué une forte hausse des frais de personnel au cours du dernier trimestre 2012. La hausse des charges salariales est également due à des effets purement comptables induits suite au changement de la date de clôture d'exercice par une banque de la place. Après ajustement pour ces éléments exceptionnels, les données indiquent une progression positive (mais relativement modérée) des salaires par tête dans la finance.

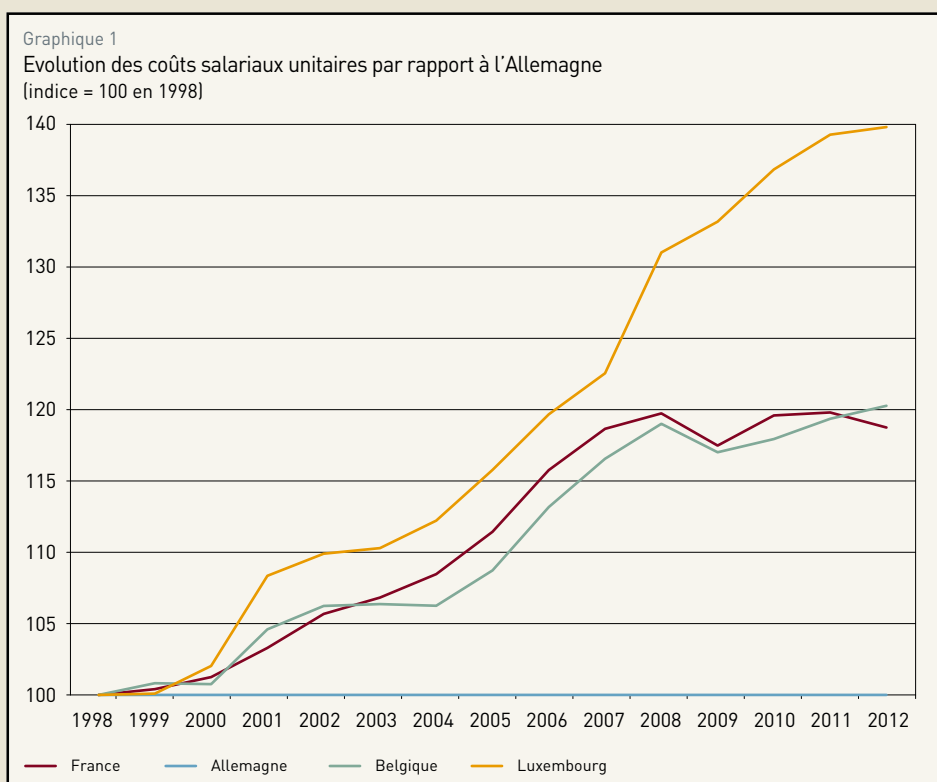
Ces estimations issues des comptes nationaux doivent être considérées avec la plus grande prudence. De fait, en raison de leur caractère encore provisoire, ces données sont susceptibles de faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures. Nonobstant cela, l'indicateur de court terme calculé à partir des données de l'IGSS confirme une progression modérée du coût salarial moyen. Cette évolution est cependant susceptible de connaître une légère accélération en début d'année 2013, sous l'effet de l'ajustement du salaire social minimum.

Encadré 1 :

ÉLÉMENTS STRUCTURELS DE LA COMPÉTITIVITÉ

Pour une économie de petite taille et très largement ouverte sur l'extérieur, la sauvegarde de la compétitivité des entreprises est un facteur essentiel pour assurer de manière durable le développement de l'activité économique et de l'emploi. Bien que la compétitivité soit un terme générique englobant un grand nombre de dimensions, l'attention au Luxembourg est très souvent concentrée sur les évolutions de la compétitivité-coûts (ou prix) de l'économie domestique dans une perspective internationale. Ainsi, la dérive tendancielle des CSU observée au cours des dernières années (graphique 1) est un phénomène bien connu qui fait régulièrement l'objet de divers commentaires de la part des observateurs économiques (presse, syndicats, institutions internationales,...). Or, s'il est communément admis que le facteur prix constitue un déterminant essentiel de l'évolution à court terme des exportations, il n'en demeure pas moins que d'autres facteurs plus structurels sont également primordiaux pour expliquer l'évolution tendancielle des capacités exportatrices d'une économie. Malheureusement, ceux-ci sont généralement plus difficiles à mesurer et à comparer dans une perspective internationale. Il s'agit notamment de la qualité (ou la réputation) des produits, de l'intensité des activités de marketing ou encore de la qualité du service après-vente.

Dans ce contexte, cet encadré présente quelques éléments objectifs, allant au-delà d'une simple analyse des coûts⁵, permettant d'alimenter le débat sur la situation de l'économie luxembourgeoise sur le front de la compétitivité. Nous y présentons notamment des résultats qui sont le fruit de travaux réalisés dans le cadre du réseau de recherche sur la compétitivité (Compnet) lancé l'an dernier au sein du Système européen de banques centrales. Signalons d'emblée que l'analyse qui suit se concentre sur la situation compétitive des entreprises actives dans le commerce de biens, négligeant



Sources : Eurostat, calculs BCL

5 Pour une analyse plus approfondie de l'évolution récente des coûts salariaux unitaires, avec une attention toute particulière à la situation dans l'industrie, voir le bulletin BCL 2013/1, encadré 1, page 26.

totale du secteur des services. Si une analyse plus détaillée de ce dernier paraît plus pertinente dans le contexte très spécifique de l'économie luxembourgeoise, force est de constater que les données désagrégées nécessaires à ce type d'analyse font actuellement cruellement défaut en ce qui concerne les échanges internationaux de services⁶. Par ailleurs, notons que même si l'industrie ne constitue plus le secteur prépondérant de l'économie domestique, il ne demeure pas moins crucial d'en assurer la pérennité, notamment dans un objectif de diversification de l'économie et de sauvegarde d'une source potentielle d'emplois alternatifs aux métiers très spécifiques rencontrés au sein du secteur financier⁷.

Une question cruciale lorsqu'il s'agit d'évaluer la situation compétitive de l'économie luxembourgeoise est de savoir si la dérive des CSU observée récemment constitue un véritable problème pour les entreprises exportatrices. On remarque en tous cas que malgré la hausse soutenue des CSU au cours des dernières années, la part des profits dans la valeur ajoutée demeure à l'heure actuelle proche de son niveau de longue période, une hausse vigoureuse des prix de la production ayant été observée en parallèle. La question cruciale consiste à déterminer dans quelle mesure les entreprises disposent d'une position dominante sur leurs marchés respectifs, ce qui leur donne la possibilité de répercuter la hausse de leurs coûts dans les prix de vente sans que celles-ci n'en souffrent. Une hypothèse alternative serait plutôt de considérer qu'au cours de la période récente, les entreprises ont été contraintes malgré elles de répercuter les hausses de coûts dans leurs prix et que les effets négatifs sur les volumes ne se feront sentir qu'avec un certain délai, en raison notamment de la durée préfixée de certains contrats commerciaux qui empêche la demande de s'ajuster instantanément.

Afin de se faire une idée plus précise du développement de la compétitivité globale des entreprises dans une perspective internationale, un certain nombre d'outils d'analyse sont à notre disposition.

Ainsi, les résultats d'une analyse dite « à part de marché constante » (APMC) montrent que la compétitivité globale du secteur industriel a eu tendance à se dégrader sensiblement durant la dernière décennie et ce phénomène s'est même accentué depuis le déclenchement de la crise. Pour rappel, cette analyse décompose l'évolution de la part de marché à l'exportation des entreprises domestiques en trois éléments⁸ : un effet de structure lié à la composante « produits », un autre effet de structure lié à la composante « marchés » et un effet de compétitivité plus global, qui est en fait le résidu découlant de la décomposition. Plus précisément, un gain (une perte) de parts de marché peut s'expliquer par le fait que dès le début de la période sous revue, les exportations du Luxembourg ont été plus (moins) spécialisées dans des catégories de biens qui par la suite ont connu une demande externe plus (moins) forte que la demande internationale moyenne (effet « produits »). Dans le même ordre d'idée, un gain (une perte) de parts de marché peut être lié(e) au fait que les exportations du Luxembourg sont davantage orientées dès le début de la période vers des pays dont les importations ont connu une croissance relativement forte (effet « marchés »). La méthode APMC permet d'identifier quelle a été l'évolution de la part de marché qui est uniquement liée à ces effets de structure. Les évolutions de la part de marché qui restent inexplicables peuvent alors être interprétées comme étant le reflet de l'évolution globale de la « compétitivité ». Comme l'illustre le graphique 2 ci-dessous, alors qu'avant la crise la composante « produits » de l'industrie domestique était relativement favorable et compensait en partie la baisse tendancielle de la compétitivité, la situation s'est dégradée depuis le déclenchement de la crise puisqu'à présent tous les facteurs, à savoir les composantes « marché », « produit » et « compétitivité », pèsent sur l'évolution des parts de marché à l'exportation des entreprises domestiques. Dans ces conditions, il est difficile d'accorder du crédit à la thèse selon laquelle les entreprises industrielles luxembourgeoises seraient dans une position dominante sur leurs marchés respectifs.

Notons que si cette analyse structurelle identifie bien une diminution tendancielle de la compétitivité globale de l'économie domestique, celle-ci ne donne aucune indication quant aux facteurs explicatifs potentiels. En particulier, il est impossible de déterminer si ce sont des facteurs de compétitivité-prix (ou coûts) ou plutôt des facteurs plus structurels

6 Pour une analyse de l'évolution de la compétitivité-prix dans le secteur des services, voir le bulletin BCL 2012/4, encadré 1, page 21.

7 D'après la dernière publication des comptes nationaux annuels, il ressort que la part de l'emploi du secteur industriel dans l'emploi total était de 10% en 2012.

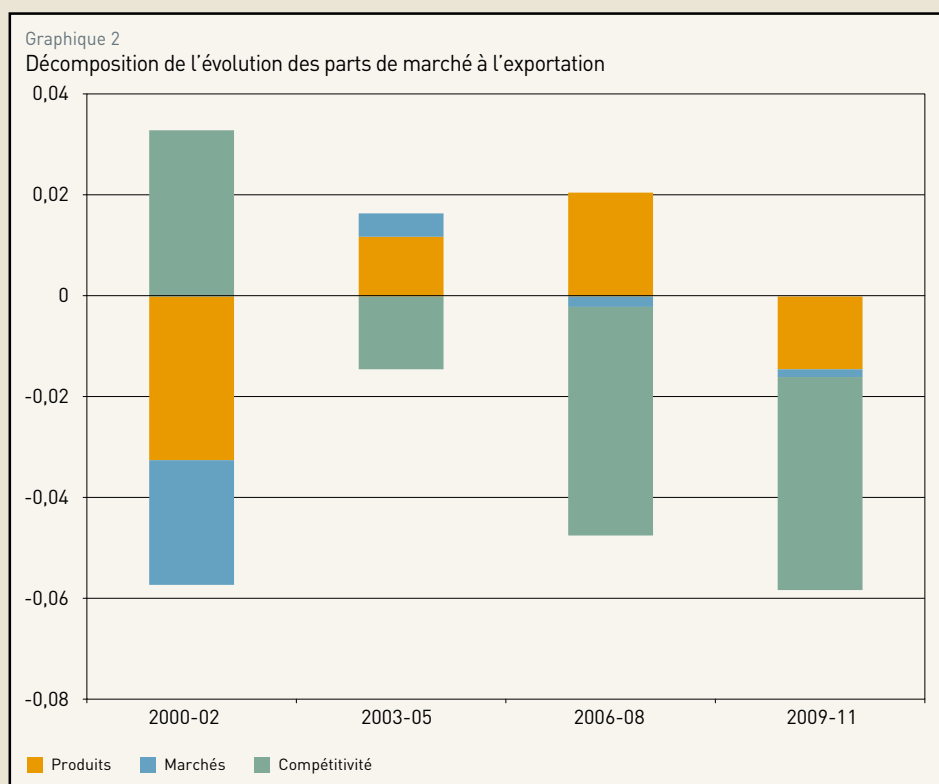
8 Pour une description précise de la méthodologie, voir : bulletin BCL 2008/1, page 82

de la compétitivité (qualité des produits,...) qui sont à la base de la détérioration des performances.

Permettant de raffiner davantage l'analyse, les récents travaux réalisés par une équipe de recherche de la BCE⁹ paraissent particulièrement intéressants. Il s'agit d'une analyse menée de manière harmonisée pour un grand nombre de pays, qui décompose l'évolution du déficit de la balance des biens en effets prix et non-prix. Celle-ci est réalisée sur base de données du commerce de marchandises à un niveau très désagrégé (plus de 5000 secteurs) contenant des informations sur la valeur totale des échanges ainsi que sur les quantités, ce qui

permet de calculer des prix unitaires. L'analyse repose sur le postulat suivant : pour un secteur donné, lorsque le prix unitaire des exportations est supérieur (inférieur) au prix unitaire des importations et que le solde de la balance extérieur est positif (négatif), alors il est considéré que l'économie domestique dispose d'un (dés-)avantage compétitif hors-prix dans le secteur de production concerné. De manière symétrique, si dans un secteur le prix unitaire des exportations est inférieur (supérieur) au prix unitaire des importations et que le solde de la balance extérieur est positif (négatif), il est considéré que l'économie domestique dispose d'un (dés-)avantage compétitif en termes de prix dans le secteur de production concerné.

Cet exercice est réalisé pour chaque secteur séparément et les résultats sont ensuite agrégés (somme pondérée par le poids relatif de chaque secteur) afin de donner une image synthétique de la situation compétitive de l'industrie domestique. Le graphique 3 ci-dessous illustre, d'une part, que l'industrie a souffert de manière récurrente au cours des dernières années d'une position compétitive défavorable en termes de prix, ce qui peut probablement être mis en partie en relation avec les évolutions des coûts unitaires du travail au cours de cette période. Mais le graphique montre aussi que des facteurs plus structurels (ou facteurs hors-prix)¹⁰ ont également eu un rôle globalement négatif sur le développement de la compétitivité de l'industrie domestique au cours des dernières années. En particulier, il apparaît qu'au cours de l'année 2011 un nombre important de secteurs au sein desquels le prix unitaire domestique était situé en dessous du prix international ont affiché un solde négatif de la balance commerciale, ce qui tendrait à montrer que des facteurs plus structurels que les simples évolution de prix exerceraient un frein sur les performances exportatrices des entreprises domestiques. Notons



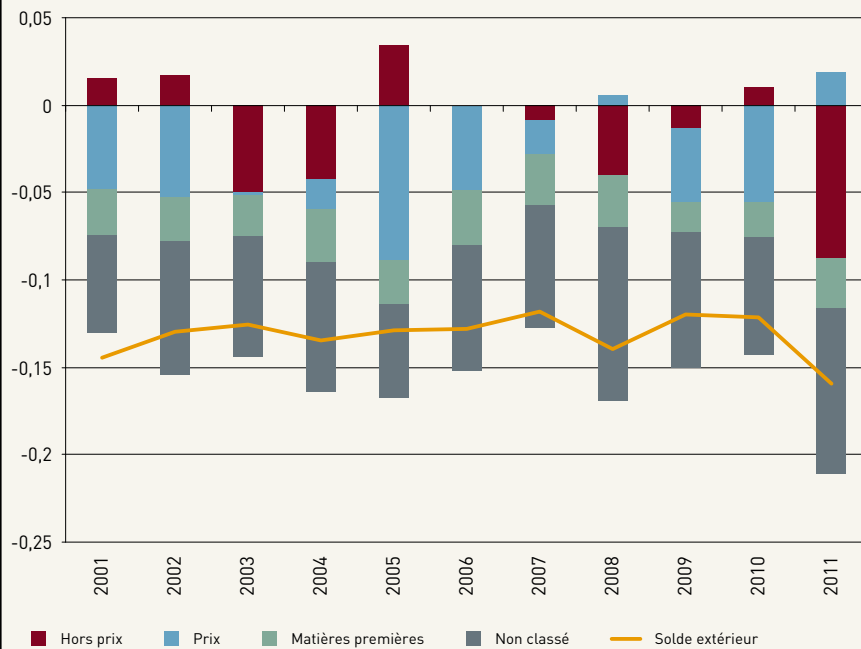
Sources : Eurostat, Statec, calculs BCL

9 Cross-country differences in the trade balance contributions of price and non-price competitiveness, Osbat, C., Ozyurt, S. et Karlsson, T., papier de recherche présenté à Dublin le 12 mars 2013 lors d'un séminaire organisé dans le cadre du réseau Compnet.

10 Remarquons qu'un certain nombre de données sont manquantes concernant les prix unitaires, ce qui explique qu'un certain nombre de secteurs soient « non-classés » (aires grises sur le graphique). C'est en particulier le cas pour les biens importés pour lesquels il n'y a aucune production domestique, ce qui peut se présenter relativement fréquemment surtout dans le cas d'une économie de taille réduite étant donné le niveau de désagrégation relativement fin des données.

Graphique 3

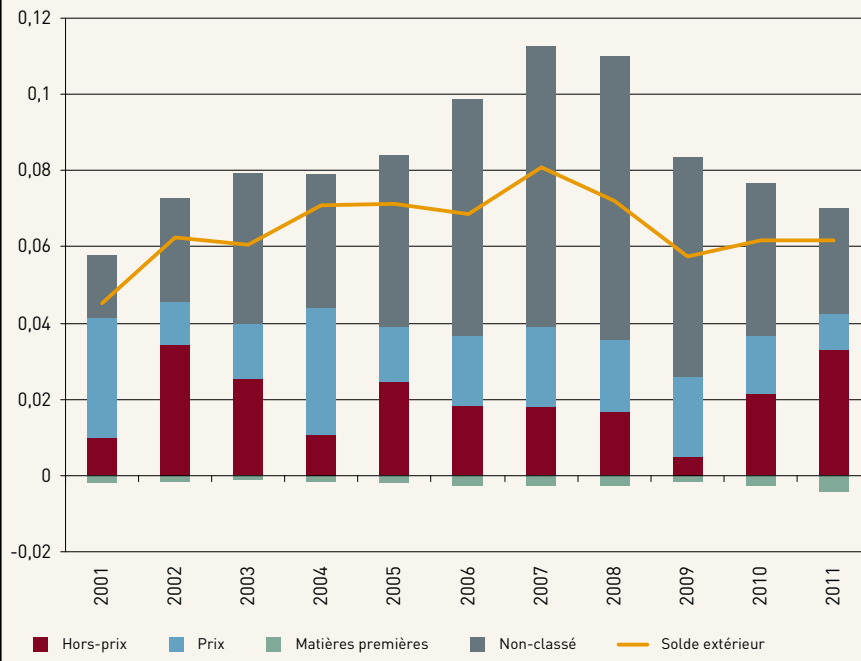
Décomposition de la balance des biens du Luxembourg



Sources : base de données Comtrade (Nations Unies), calculs BCE et BCL

Graphique 4

Décomposition de la balance des biens de l'Allemagne



Sources : base de données Comtrade (Nations Unies), calculs BCE et BCL

qu'étant donné la méthode utilisée pour effectuer la décomposition, de faibles variations des prix relatifs peuvent expliquer une certaine volatilité des résultats d'une année à l'autre. En guise de comparaison, le graphique 4 illustre les résultats de l'analyse obtenus dans le cas de l'économie allemande. Ce graphique montre bien que la situation de l'industrie en Allemagne contraste fortement avec celle de l'industrie domestique. En particulier, on peut déduire du graphique qu'au cours des dernières années l'industrie allemande a pu bénéficier d'un avantage compétitif structurel (facteurs « hors-prix ») relativement conséquent.

Notons que certains aspects de la méthodologie en constituent des limites naturelles. D'une part, il se peut que les différences entre les prix unitaires des exportations et des importations soient minimes, auquel cas il est difficile de catégoriser de manière convaincante le secteur concerné suivant le schéma présenté précédemment. En outre, il se pourrait aussi très bien que des effets de compétitivité-prix et des facteurs hors-prix jouent tous deux en sens opposé dans certains secteurs, ce que l'analyse ne permet pas d'identifier. Enfin, signalons que même au niveau de désagrégation extrêmement fin auquel l'analyse est effectuée (plus de 5000 secteurs), on ne peut exclure qu'il persiste une certaine hétérogénéité dans la production sectorielle des différents

pays, impliquant que la production domestique au sein de certains secteurs ne soit pas parfaitement comparable dans une perspective internationale.

Tout en gardant à l'esprit les quelques limites énoncées précédemment, il est néanmoins possible de tirer quelques enseignements intéressants de l'analyse présentée dans cet encadré. D'une part, nous avons pu voir qu'une large part de la dégradation des performances exportatrices de l'industrie domestique s'explique par une détérioration de la compétitivité « globale » des entreprises sur leurs marchés respectifs. Nous avons également vu qu'un facteur explicatif potentiel de cette détérioration réside dans les prix de la production domestique, qui se situent à des niveaux relativement élevés dans une perspective internationale. L'analyse a également montré que dans certains secteurs où les prix de production se situent sous le prix international, les performances exportatrices restaient médiocres, ce qui tend à montrer que des facteurs de compétitivité dits « hors-prix » jouent également un rôle négatif sur les exportations des entreprises domestiques. Notons que ces deux aspects ne sont pas exclusifs et qu'ils peuvent même avoir tendance à se renforcer mutuellement. C'est en particulier le cas lorsque des entreprises faisant face à une structure de coût défavorable sont davantage contraintes dans leurs efforts d'investissement et d'innovation, ce qui peut à terme provoquer une détérioration plus structurelle de leur compétitivité. Dans ce contexte, il est possible d'esquisser certaines recommandations de politiques économiques permettant de préserver la compétitivité. En effet, d'une part, toute mesure qui viserait à limiter l'évolution des coûts pour les entreprises (que ce soit du travail, du capital ou de l'énergie) serait la bienvenue. Dans cet ordre d'idée, des mesures visant à décloisonner certains marchés domestiques, notamment dans le secteur des services, permettraient également d'améliorer la situation compétitive des entreprises industrielles exportatrices étant donné que ces services constituent des intrants essentiels dans le processus de production de nombreux biens industriels¹¹. D'autre part, des mesures plus structurelles visant notamment à améliorer qualitativement le capital humain (en augmentant l'efficacité de l'enseignement, en améliorant la formation des demandeurs d'emploi et des salariés au sein des entreprises,...) pourraient probablement aider les entreprises à être mieux armées pour se positionner favorablement sur l'échiquier du commerce international. A ce propos, notons que les dépenses totales en recherche et développement demeurent faibles dans une perspective européenne¹² et qu'une augmentation des efforts dans ce domaine paraît souhaitable, que ce soit dans le secteur public ou privé.

11 Pour une discussion plus générale des interactions entre la compétitivité dans le secteur des services et les autres secteurs de l'économie, voir rapport annuel BCL 2010, encadré 1.1, page 17.

12 D'après les dernières données compilées par Eurostat, il apparaît que les dépenses intérieures brutes en recherche et développement étaient en 2011 de 1,4% du PIB au Luxembourg contre 2% dans l'ensemble de l'Union européenne.

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

Les plus récentes données définitives disponibles témoignent d'une croissance annuelle de l'emploi salarié (intérieur) de 1,7% en janvier 2013, en forte décélération par rapport au mois précédent. Il convient de noter que la progression annuelle de l'emploi s'était stabilisée autour des 2,0% à 2,3% entre avril et décembre 2012. Cette décélération en début d'année courante marque ainsi une rupture par rapport à la tendance observée au cours des mois précédents.

Tableau 5:

Croissance annuelle (en %) de l'emploi et taux de chômage (en % de la population active)

(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)

	Salariés frontaliers entrants	Emploi salarié national	Emploi salarié intérieur	Emploi non-salarié national	Emploi non-salarié intérieur	Emploi total national	Emploi total intérieur	Demandes d'emploi non satisfaites (DENS)	Population active	Taux de chômage "strict" désaisonné	Taux de chômage "strict" non ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage large non ajusté pour les variations saisonnières
2008	7,4	3,1	5,0	6,3	6,1	3,4	5,0	2,4	3,3	4,1	4,1	5,5
2009	0,8	1,3	1,0	1,7	1,6	1,3	1,1	34,7	2,7	5,4	5,4	6,8
2010	1,8	1,6	1,8	2,0	1,9	1,7	1,8	8,7	2,0	5,8	5,8	7,4
2011	3,1	2,5	2,9	2,4	2,4	2,5	2,9	-0,3	2,4	5,6	5,6	7,4
2012	2,0	2,4	2,4	1,5	1,5	2,3	2,3	10,9	2,8	6,1	6,1	7,9
2008 T2	7,8	3,2	5,2	6,4	6,1	3,5	5,2	-0,2	3,3	4,0	3,9	5,3
2008 T3	7,5	3,1	5,1	6,5	6,3	3,4	5,1	3,9	3,4	4,2	4,0	5,3
2008 T4	6,1	2,6	4,2	6,1	5,9	2,9	4,3	11,2	3,3	4,4	4,5	5,8
2009T1	3,3	1,9	2,5	1,7	1,6	1,8	2,4	30,1	2,7	5,4	5,2	6,5
2009T2	1,3	1,2	1,2	1,8	1,7	1,3	1,3	37,0	2,7	5,4	5,2	6,5
2009T3	-0,5	0,9	0,2	1,6	1,5	1,0	0,3	38,5	2,4	5,6	5,4	6,7
2009T4	-0,8	1,1	0,2	1,7	1,7	1,1	0,3	33,4	2,6	5,7	5,9	7,3
2010T1	0,3	1,2	0,8	1,9	1,8	1,2	0,9	16,7	2,1	5,7	6,1	7,6
2010T2	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,7	8,2	2,0	5,7	5,5	7,2
2010T3	2,3	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9	2,2	5,6	2,1	5,8	5,5	7,2
2010T4	2,8	1,7	2,3	2,2	2,1	1,8	2,3	4,4	1,9	5,9	6,0	7,7
2011T1	2,9	2,2	2,6	2,6	2,5	2,2	2,6	-1,7	2,0	5,5	5,8	7,6
2011T2	3,2	2,7	3,1	2,8	2,7	2,7	3,0	-1,2	2,5	5,5	5,3	7,1
2011 T3	3,3	2,6	3,1	2,3	2,3	2,6	3,0	2,4	2,6	5,7	5,5	7,3
2011 T4	2,9	2,7	2,9	2,0	1,9	2,6	2,9	-0,5	2,4	5,7	5,8	7,6
2012 T1	2,8	2,5	2,8	1,9	1,8	2,4	2,7	10,1	2,9	5,9	6,3	8,0
2012 T2	2,0	2,4	2,4	1,3	1,2	2,3	2,3	11,9	2,8	6,0	5,7	7,6
2012 T3	1,5	2,3	2,1	1,4	1,4	2,2	2,1	9,3	2,6	6,1	5,9	7,8
2012 T4	1,7	2,4	2,2	1,4	1,4	2,3	2,2	12,4	2,9	6,3	6,4	8,3
2013 T1	1,4	1,7	1,7	1,0	0,9	1,6	1,6	12,7	2,3	6,5	6,9	8,7
Jan-12	3,1	2,4	2,9	2,2	2,1	2,4	2,8	8,4	2,8	5,9	6,4	8,1
Feb-12	2,9	2,5	2,8	1,9	1,8	2,4	2,7	10,1	2,9	5,9	6,3	8,1
Mar-12	2,4	2,5	2,6	1,7	1,6	2,4	2,6	11,8	3,0	5,9	6,1	7,9
Apr-12	2,3	2,4	2,5	1,1	1,1	2,3	2,4	11,9	2,8	6,0	5,9	7,7
May-12	1,9	2,3	2,3	1,2	1,2	2,2	2,2	11,9	2,7	6,0	5,7	7,6
Jun-12	1,9	2,4	2,3	1,4	1,4	2,3	2,3	11,9	2,8	6,1	5,6	7,5
Jul-12	1,2	2,3	2,0	1,6	1,6	2,2	1,9	9,6	2,7	6,1	5,9	7,8
Aug-12	1,7	2,5	2,3	1,5	1,5	2,4	2,2	8,4	2,7	6,1	5,8	7,7
Sep-12	1,6	2,2	2,1	1,1	1,1	2,1	2,0	9,9	2,5	6,1	5,9	7,8
Oct-12	1,7	2,5	2,3	1,6	1,5	2,4	2,3	11,4	2,9	6,2	6,1	8,0
Nov-12	1,5	2,2	2,0	1,6	1,5	2,1	2,0	13,0	2,7	6,3	6,2	8,2
Dec-12	1,8	2,4	2,3	1,2	1,1	2,3	2,2	12,9	3,0	6,4	6,8	8,7
Jan-13	1,3	1,9	1,7	0,9	0,9	1,8	1,7	11,7	2,4	6,4	7,0	8,9
Feb-13	1,4	1,7	1,7	1,1	1,1	1,7	1,7	12,5	2,4	6,5	6,9	8,8
Mar-13	1,4	1,4	1,5	0,8	0,8	1,4	1,5	13,8	2,1	6,6	6,8	8,6
Apr-13	1,3	1,1	1,3	1,3	1,3	1,1	1,3	14,9	1,9	6,7	6,8	8,5

Remarque: les données relatives aux mois de février à avril 2013 sont des estimations

Source: ADEM, IGSS, STATEC (comptes nationaux) et calculs BCL

Une décomposition de l'emploi par lieu de résidence révèle que l'emploi frontalier a continué de progresser de manière moins dynamique que l'emploi national jusqu'au mois de janvier 2013. Cette plus forte résilience de l'emploi résident s'explique par la surreprésentation des salariés frontaliers dans des branches davantage soumises à la concurrence internationale et aux fluctuations cycliques. De plus, l'attrait du Grand-Duché en tant que terre d'accueil a sans doute été amplifié par l'aggravation de la crise dans la zone euro. En témoigne la recrudescence de l'immigration nette ces dernières années. Caractérisée par un niveau de qualification en moyenne plus élevé que celui des vagues d'immigration précédentes, cette offre de travail résidente additionnelle a pu se substituer (en partie) à l'offre de travail frontalière¹³.

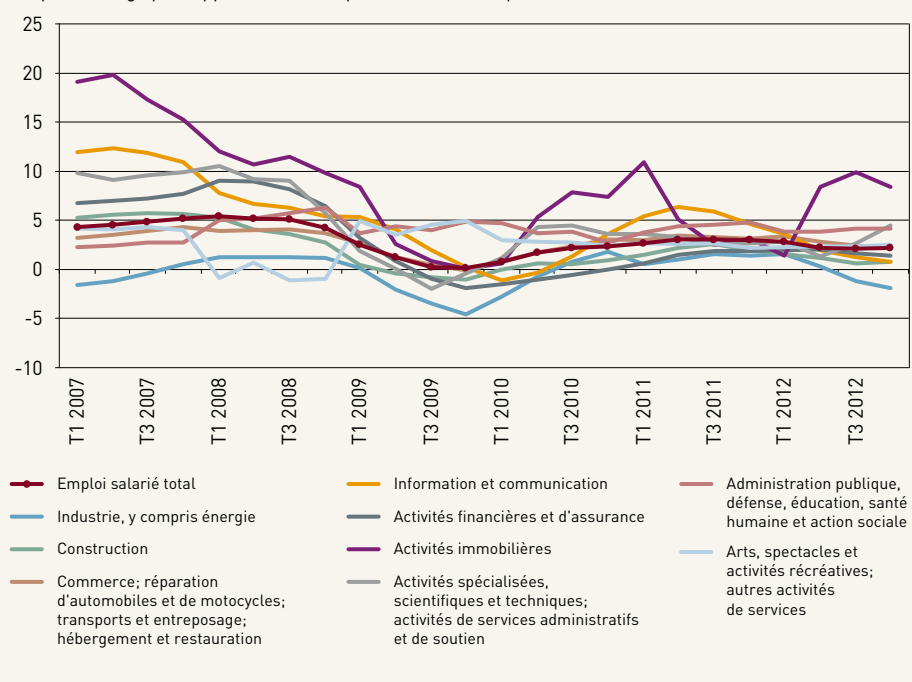
Selon les plus récentes estimations, la croissance de l'emploi aurait poursuivi sa décélération entre février et avril 2013. Ces données demeurent cependant provisoires et doivent être interprétées avec prudence. Cette décélération, essentiellement visible du côté de l'emploi national, serait en partie imputable à une baisse des mesures de soutien à l'emploi proposées par l'ADEM (se référer à la partie 1.2.2.2 pour plus de détails). A cela s'ajoutent les conditions météorologiques particulièrement mauvaises qui ont pu influencer négativement sur l'emploi dans certaines branches (par exemple la construction et l'HORECA).

Selon les comptes nationaux, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est établie à 2,2% au quatrième trimestre 2012, en quasi-stabilité par rapport aux deux trimestres précédents. Fin 2012, la croissance de l'emploi a été relativement dynamique dans les services aux entreprises (4,4% en glissement annuel) et le secteur « administration publique, défense, éducation, santé et action sociale » (4,2%)¹⁴. La progression de l'emploi a été particulièrement soutenue dans les activités immobilières (8,9%). L'impact de cette forte hausse sur le niveau total de l'emploi demeure cependant relativement limité (inférieur à 0,1 p.p.) eu égard au faible niveau de l'emploi dans ce secteur. A noter également la croissance de 2,2% en glissement annuel enregistrée du côté du secteur commercial au sens large. L'emploi dans le secteur financier est de son côté alimenté par la branche des assurances et par les professionnels du secteur financier, qui ont entièrement compensé la baisse de l'emploi dans le secteur bancaire.

Graphique 10

Evolution de l'emploi salarié par branche économique

(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)



Remarque : les données ne sont pas ajustées pour les variations saisonnières

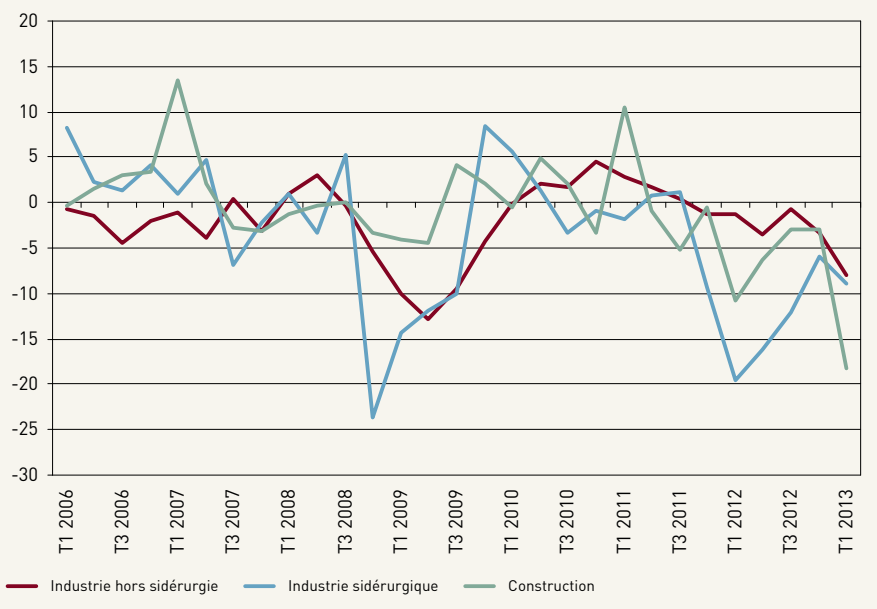
Sources : STATEC, calculs BCL

13 A ce titre, il convient de noter qu'alors que le nombre de salariés résidents étrangers a progressé de 3,9% en glissement annuel en 2012, le nombre de salariés résidents de nationalité luxembourgeoise n'a augmenté que de 1,5%. De leur côté, les salariés frontaliers ont vu leur nombre augmenter de 2,0%.

14 Le secteur public demeure le principal moteur de croissance de l'emploi au Luxembourg, avec une contribution de 0,8 p.p. à la progression annuelle de l'emploi salarié au quatrième trimestre 2012.

Graphique 11

Evolution du volume de travail selon les enquêtes de conjoncture
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)



Source : STATEC (enquêtes sectorielles d'activité), calculs BCL

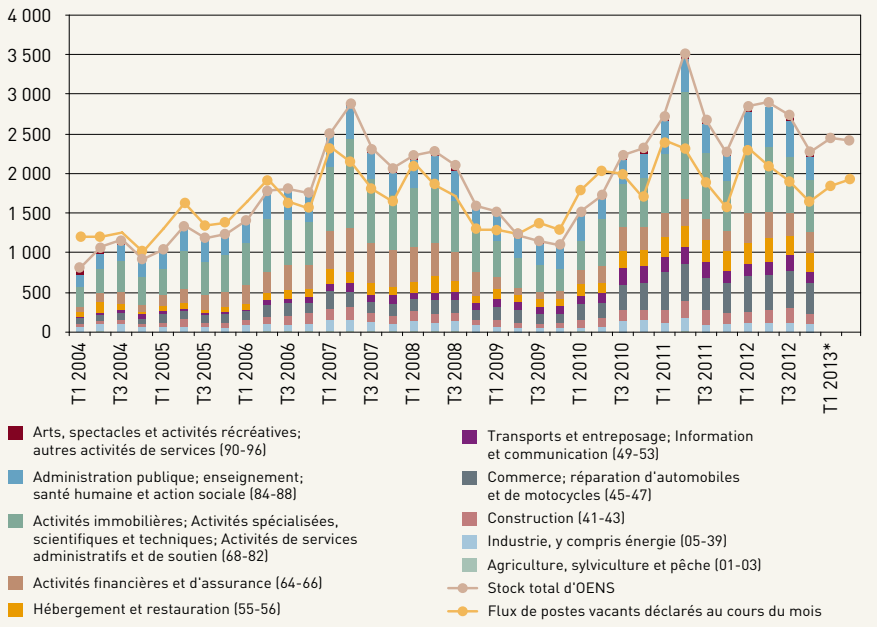
En glissement trimestriel, l'emploi salarié a progressé de 0,6% au quatrième trimestre 2012 (données ajustées pour les variations saisonnières), essentiellement sous l'effet d'une forte progression de l'emploi dans les services aux entreprises (2,2%) et le secteur public (1,2%). Au contraire, l'emploi s'est inscrit en retrait dans l'industrie (-0,5% en glissement trimestriel) pour le quatrième trimestre consécutif.

Globalement, les entreprises continuent de privilégier un ajustement de la marge intensive du travail à des licenciements nets. Selon la base de données mensuelle de l'IGSS, la durée moyenne de travail par salarié (corrigée des jours ouvrables) s'est inscrite en retrait de 0,5% en 2012, en comparaison annuelle. A l'impact négatif engendré par le recours massif au chômage partiel, s'ajoute une importante baisse des heures supplémentaires et un recours accru au temps partiel. D'après les enquêtes d'activités sectorielles, la baisse des heures travaillées se serait poursuivie au premier trimestre 2013 dans l'industrie et se serait même amplifiée dans la construction (probablement sous l'effet des mauvaises conditions climatiques).

Au cours des quatre premiers mois de 2013, le nombre d'offres d'emplois non satisfaites (OENS) déclarées par les entreprises auprès de l'ADEM (stock) s'est établi à 2 440 en moyenne chaque mois, en baisse de 15,2% en glissement annuel. Dans le même temps, le flux d'OENS, c'est-à-dire le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès des services de placement, se sont inscrits à 1 865 en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année courante, en retrait de 17,5% par rapport à la même période de l'année 2012. Cette tendance négative doit cependant être

Graphique 12

Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites
(en nombre)



Remarque: Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2.

* La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne le premier et le deuxième trimestre 2013. Par ailleurs, les données relatives au deuxième trimestre 2013 incluent uniquement les données relatives au mois d'avril 2013.

Source : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

nuancée. De fait, il convient de rappeler que le nombre de postes vacants avait fortement rebondi en 2011 et début 2012 et s'était ainsi inscrit à des niveaux historiquement élevés. S'il est indéniable que les offres d'emplois déclarées se sont positionnées sur une trajectoire descendante depuis plusieurs mois, leur niveau demeure supérieur à leur moyenne de long terme d'avant-crise¹⁵.

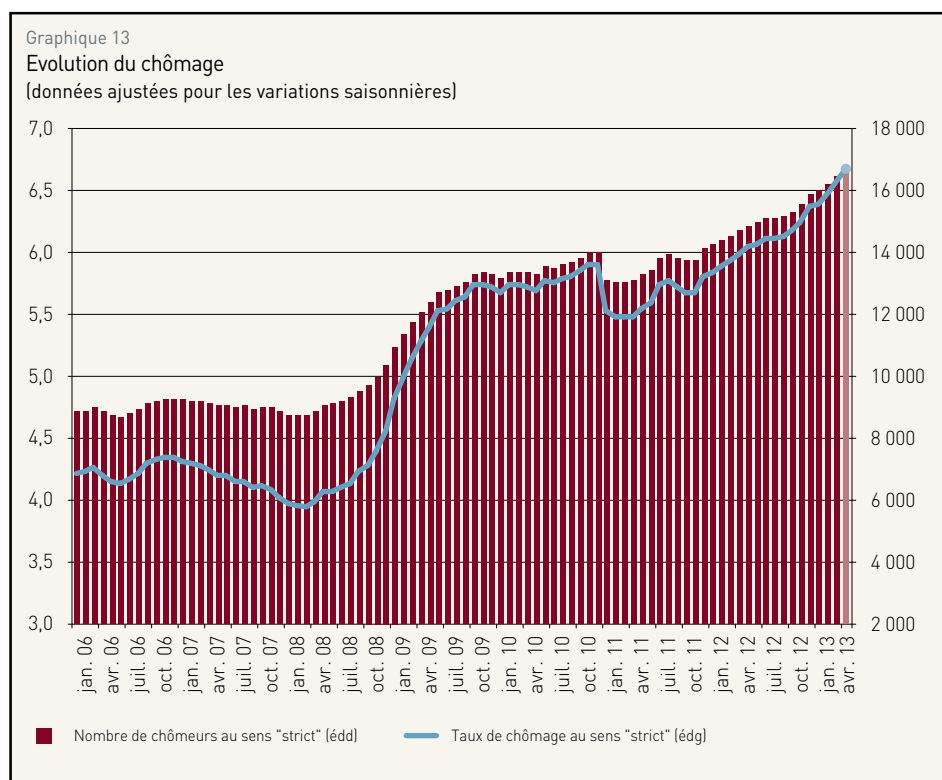
D'un point de vue sectoriel, les plus récentes données disponibles indiquent qu'au quatrième trimestre 2012, près d'un tiers des offres d'emplois proviennent des services aux entreprises (28,9%) qui incluent notamment les activités juridiques et comptables, les services de conseil ou encore les activités d'architecture et d'ingénierie. Ensuite, 17,2% des postes vacants émanent du commerce. Suivent le secteur public - en particulier la santé - (13,0%), la finance (11,6%) et l'HORECA (10,6%). De leur côté, les secteurs industriel, de la construction et des transports demeurent largement en retrait.

1.2.2.2 Le chômage

La trajectoire ascendante entamée par le taux de chômage « strict » en fin d'année 2012 s'est poursuivie en début d'année courante. Au final, selon les plus récentes estimations, ce dernier se serait hissé à 6,7% en avril 2013, en hausse de 0,7 p.p. par rapport à avril 2012. Dans le même temps, le nombre de chômeurs au sens « strict » (non ajusté pour les variations saisonnières) se serait établi à environ 16 650 en avril 2013, en hausse de 14,9% en glissement annuel, soit l'équivalent d'environ 2 100 chômeurs supplémentaires en un an.

Si, eu égard aux développements décrits, la détérioration de la situation de fond sur le marché du travail luxembourgeois semble évidente, l'ampleur de celle-ci doit être nuancée et interprétée avec prudence.

Ainsi, l'accroissement du chômage observé en début d'année courante trouve son pendant dans le recul du nombre de demandeurs d'emplois bénéficiant d'une mesure pour l'emploi (-74 personnes entre janvier et avril 2013). En raison d'un vide juridique¹⁶ au niveau des mesures de soutien à l'emploi jeune (« Contrat Appui-Emploi » - CAE et « Contrat Initiation-Emploi » - CIE), et dans l'attente de la promulgation d'une nouvelle loi, certaines entreprises ont ainsi préféré ne pas renouveler les contrats-jeunes en cours ou ne pas en créer de nouveaux.



Sources : ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL

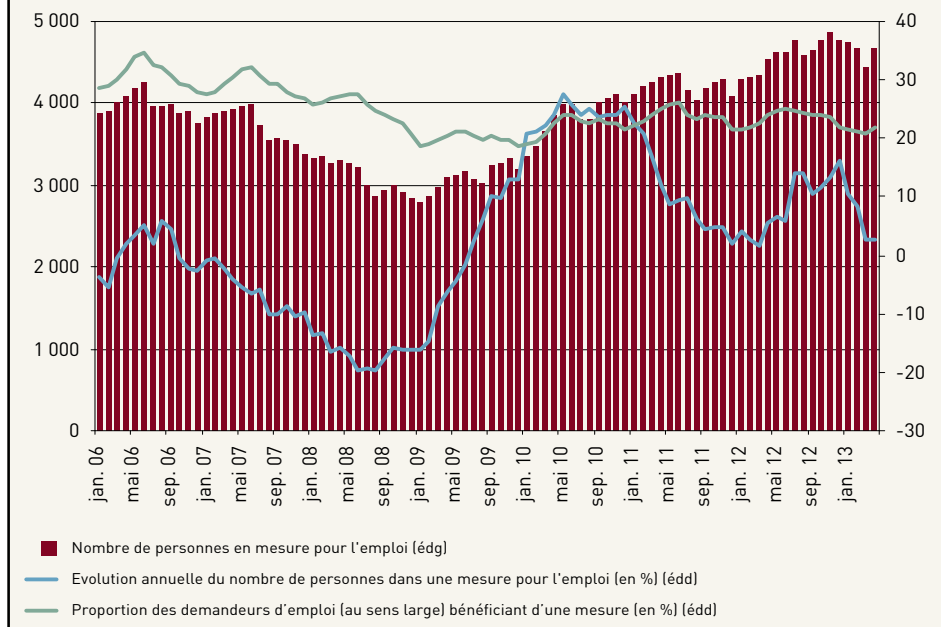
15 Plus précisément, entre début 1998 et août 2008, le stock moyen d'offres d'emplois disponibles s'est établi à 1 445 par mois. De même, les flux de postes vacants déclarés chaque mois se sont établis à 1 485 en moyenne sur cette période.

16 Plus précisément, conformément à la Loi du 16 décembre 2011, les adaptations temporaires des mesures en faveur des jeunes sont venues à échéance fin 2012. La nouvelle loi régissant ces mesures n'est cependant entrée en vigueur qu'à la date du 2 avril 2013.

Graphique 14

Evolution des mesures pour l'emploi

(respectivement en nombre et en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente; données non ajustées pour les variations saisonnières)

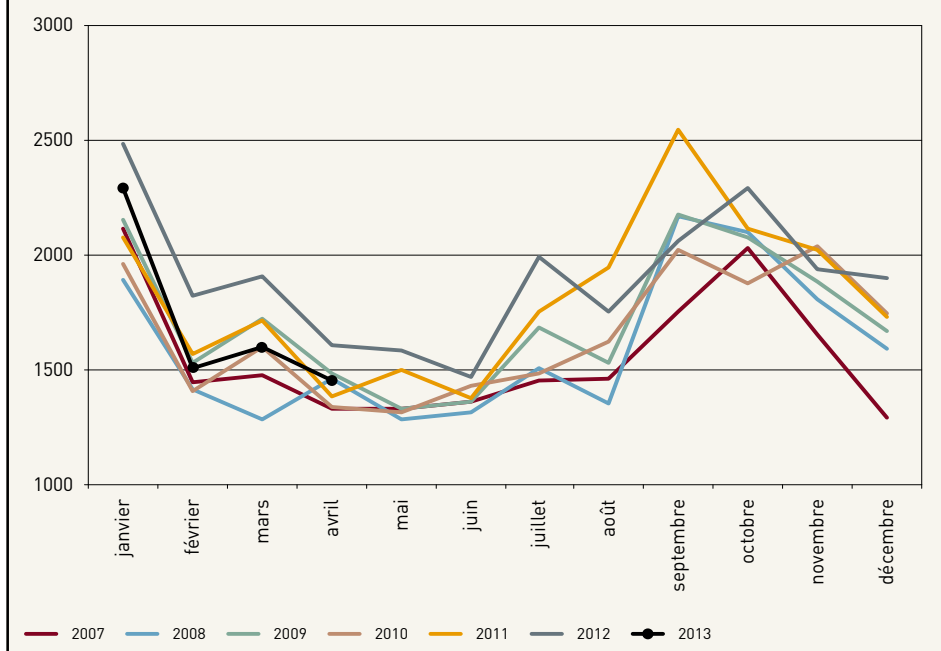


Source : ADEM, calculs BCL

Les mesures pour l'emploi étant comptabilisées dans l'emploi national, cette situation a engendré une baisse mécanique de l'emploi résident et corollairement une hausse du chômage au sens « strict ». Au total, le nombre de demandeurs d'emploi concernés par ces mesures s'est établi à 4 669 en avril 2013. En comparaison avec avril 2012, le nombre de mesures a enregistré une hausse modérée (de 130 personnes, soit 2,9%), après les taux de croissance annuels moyens de 13,4% observés au cours du deuxième semestre 2012. Le taux de chômage au sens « large » non-ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 8,5% en avril 2013, en hausse de 0,8 p.p. par rapport à avril 2012 mais en baisse de 0,4 p.p. par rapport à janvier 2013 (sous l'effet de la baisse des mesures pour l'emploi).

Graphique 15

Nombre de personnes qui se sont inscrites auprès des bureaux de placement au cours du mois (en pourcentage de la population active)



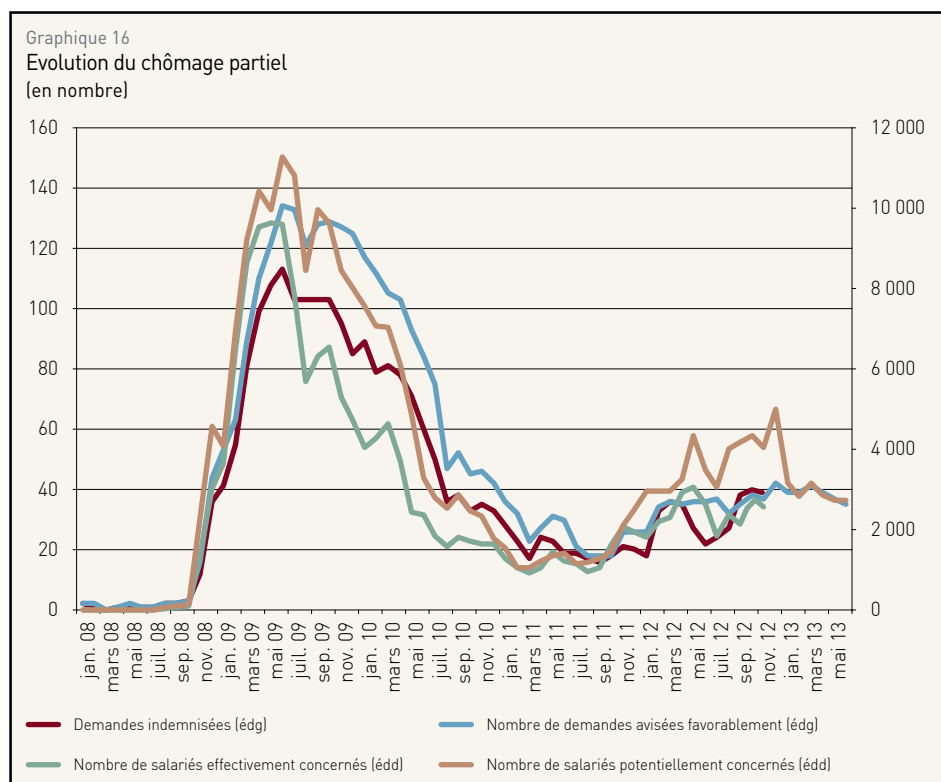
Sources : ADEM, IGSS, Statec

Sur les quatre premiers mois de l'année en cours, 1 713 personnes se sont inscrites en moyenne chaque mois auprès de l'ADEM. Comparé à la même période de l'année précédente, les flux d'entrée au chômage¹⁷ enregistrent une baisse de 12,4% (soit l'équivalent de 242 personnes en moins chaque mois). La baisse du nombre de chômeurs nouvellement inscrits a cependant été contrebalancée par une baisse simultanée (et quasiment de même ampleur) du nombre de personnes qui sortent du chômage (-14,2% en glissement annuel, ce qui correspond à 297 personnes).

Les plus récentes données disponibles confirment un revirement de tendance du côté du chômage

17 Les flux d'entrée dans le chômage correspondent au « nombre de demandeurs d'emploi qui se sont inscrits auprès des bureaux de placement de l'ADEM au cours du mois ».

partiel. Après avoir fortement augmenté tout au long de l'année 2012, le recours à ce dispositif a eu tendance à se tasser au cours du premier semestre 2013. Ainsi, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 2 910 en moyenne au cours des six premiers mois de 2013, en baisse de 12,7% par rapport à la même période de l'année précédente. Une ventilation sectorielle révèle que 75% des demandes d'autorisation introduites auprès du Comité de conjoncture émanent du secteur industriel et en particulier de l'industrie manufacturière. Les services de transports constituent le deuxième secteur le plus touché par le dispositif de chômage partiel. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit demeurent provisoires et font uniquement référence à l'année 2012. Ainsi, en 2012, le nombre de salariés effectivement en chômage partiel s'est établi à près de 2 400 en moyenne par mois, en progression de 80% par rapport à l'année précédente.



Source : Comité de conjoncture

En conclusion, les plus récentes données disponibles dévoilent une image assez mitigée de la situation sur le marché du travail. L'emploi national, particulièrement résilient au cours des derniers trimestres, pâtit en ce début d'année de la baisse des mesures pour l'emploi, entraînant par ce biais le chômage vers le haut. Au niveau sectoriel, les pertes d'emplois nettes se limitent, pour l'instant, à l'industrie et au secteur bancaire. Cependant, les perspectives d'emploi telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs ne sont guère de bon augure pour les mois à venir. Contrastant avec cette morosité ambiante, la demande de travail – telle que mesurée par le taux d'emplois vacants – demeure relativement importante. De même, le chômage partiel semble s'être stabilisé au cours du premier semestre 2013.

Encadré 2 :

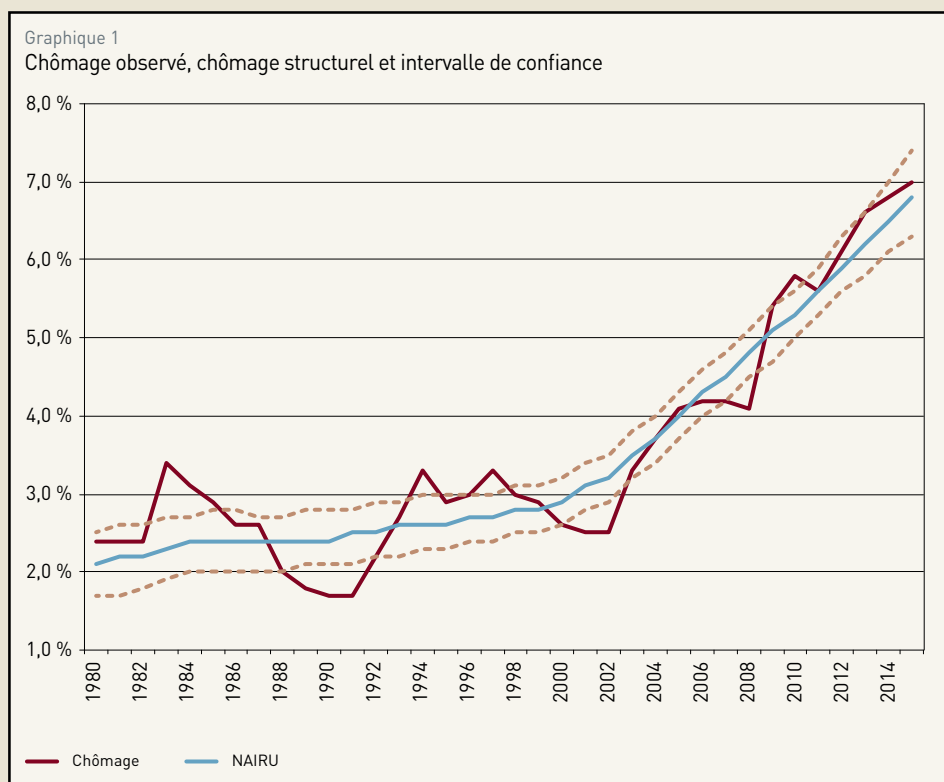
LA HAUSSE DU CHÔMAGE EST-ELLE DE NATURE CYCLIQUE OU STRUCTURELLE ?

Au Luxembourg, l'ajustement du facteur « travail » au recul de l'activité a été - eu égard à la sévérité de la récession économique - moins important qu'anticipé. Pour autant, la crise n'a pas épargné le marché du travail luxembourgeois, loin de là. Entre 2008 et 2012, le taux de chômage a progressé de 2,0 points de pourcentage (p.p.)¹⁸. Cette hausse, certes modérée en comparaison internationale, est cependant alarmante parce qu'elle est couplée à une progression (modérée) mais continue de l'emploi. Plus alarmant encore, le nombre de chômeurs n'a quasiment pas cessé d'augmenter au cours de la dernière décennie, ce qui est symptomatique de l'existence de problèmes structurels sur le marché du travail. A cela s'ajoute l'impact de la crise, qui, bien qu'à priori d'ordre conjoncturel, est susceptible d'avoir des effets néfastes durables sur le chômage par le phénomène d'hystérèse (perte de capital humain parmi les chômeurs de longue durée notamment).

Sur base des révisions des comptes nationaux publiés en avril 2013 et des plus récentes projections macroéconomiques de la BCL, cet encadré analyse l'évolution du chômage structurel au Luxembourg à partir de divers indicateurs.

1. ESTIMATIONS DU CHÔMAGE STRUCTUREL

Le chômage structurel peut être estimé par le concept du NAIUR¹⁹, c'est-à-dire le niveau du chômage qui est cohérent avec la stabilité des prix sur le marché des facteurs de production (absence de pressions inflationnistes ou déflationnistes). Comme par le passé, la BCL estime le chômage structurel par un modèle à trois équations²⁰ qui combine une décomposition



Sources : données STATEC, calculs BCL

18 Le nombre de demandeurs d'emploi a augmenté de 61,1% au cours de la même période.

19 Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment

20 Voir la méthode Apel-Jansson telle que décrite par Guarda [2002], "Potential output and the output gap in Luxembourg: some alternative methods" Cahier BCL 4, et le Bulletin 2010-1 de la BCL, page 108.

tendance-cycle du PIB, la courbe de Phillips (reliant la composante cyclique de la croissance à l'inflation) et la loi d'Okun (reliant les composantes cycliques de la croissance et du chômage). Cette méthode permet ainsi d'estimer simultanément la croissance potentielle et le chômage structurel. Le graphique 1 compare les valeurs estimées du chômage structurel (et leur intervalle de confiance à 95%) au chômage observé.

Selon les résultats du récent exercice de projection, le taux de chômage progresserait de 2,8 p.p. sur la période 2007-2015. L'augmentation du chômage structurel, tel que mesuré

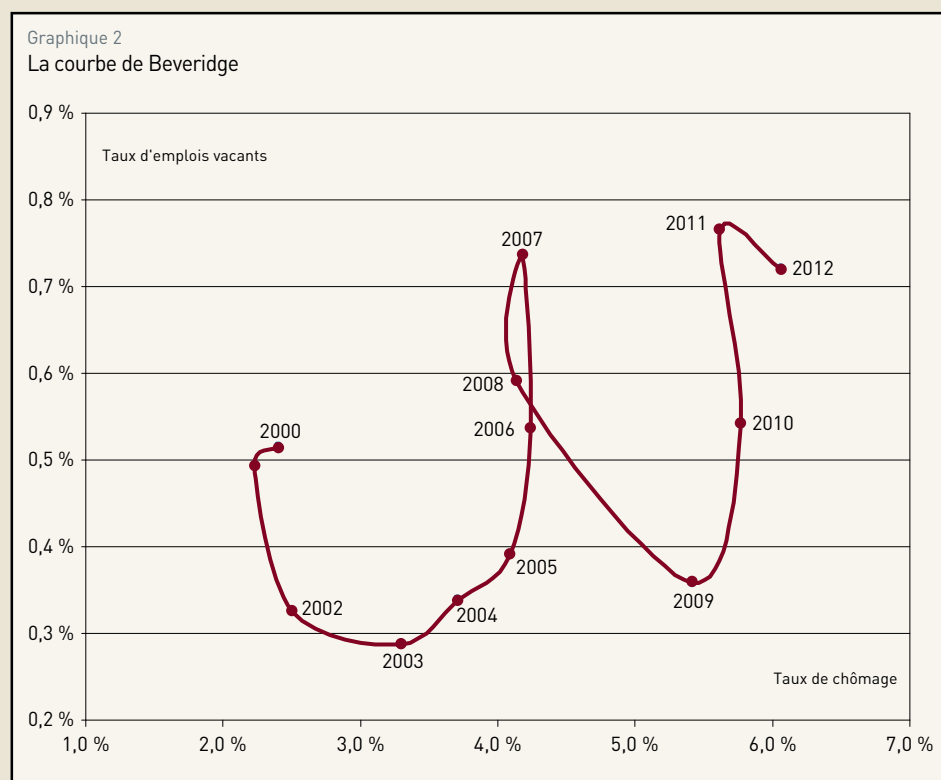
par le NAIURU, représente 2,3 p.p. de cette hausse. La progression résiduelle de la hausse (0,5 p.p.) serait imputable à la composante cyclique du chômage. En 2015, l'écart entre taux de chômage observé et structurel serait de seulement 0,2 p.p, ce qui présuppose qu'une croissance plus forte qu'anticipée pourrait conduire rapidement à des pressions inflationnistes sur le marché du travail et à des pertes de compétitivité.

En limitant l'analyse à la période 2007-2012 (données observées), on constate que le chômage observé a augmenté de 1,9 p.p., dont 1,4 p.p. sont imputables à la hausse du NAIURU. La forte poussée de l'intervalle de confiance qui entoure les estimations du NAIURU suggère que la hausse du chômage structurel est statistiquement significative. En effet, la limite supérieure en 2007 (4,8%) est inférieure à la limite inférieure de l'intervalle en 2012 (5,9%). Ces résultats impliquent qu'une baisse durable du chômage observé ne sera possible qu'à travers des réformes structurelles qui augmentent la flexibilité du marché du travail, améliorent les qualifications des personnes à la recherche d'un emploi et fournissent aux employeurs potentiels des incitations pour recruter, former et retenir la main-d'œuvre.

2. DES INDICATEURS ALTERNATIFS CONFIRMENT LA HAUSSE DU CHÔMAGE STRUCTUREL

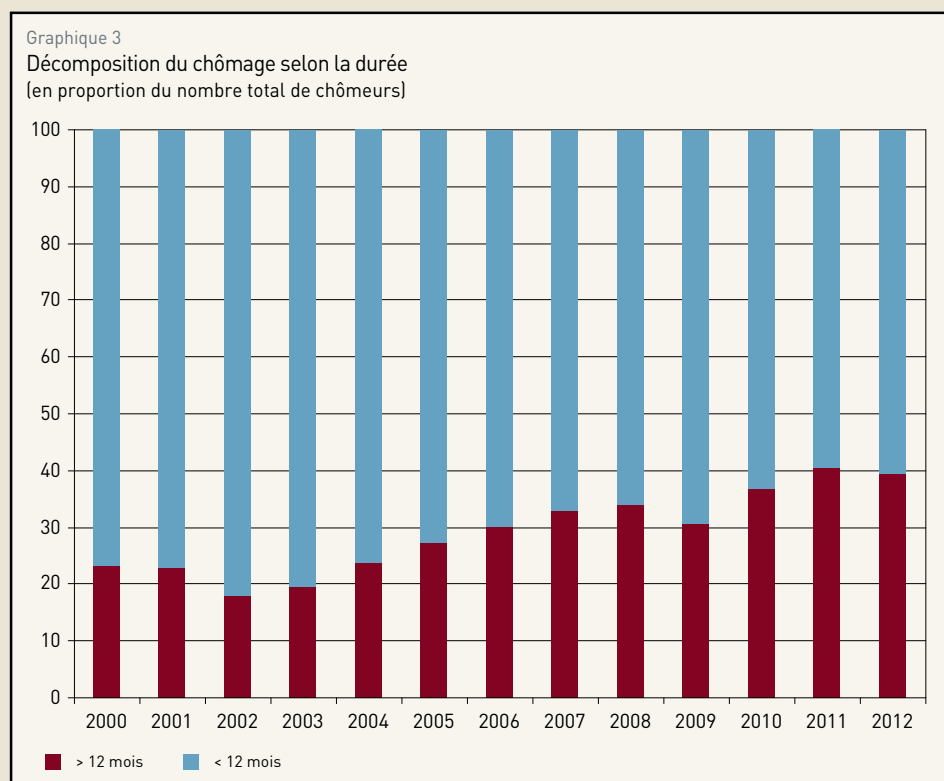
La courbe de Beveridge met en relation le taux de chômage et le taux d'emplois vacants au cours du cycle économique. A court terme, des déplacements « le long » de la courbe refléteraient les mouvements cycliques du chômage. Cependant, sur un horizon temporel plus long, un déplacement « de » la courbe suggérerait un changement structurel dans la relation chômage-postes vacants. Plus précisément, des déplacements vers l'origine sont souvent interprétés comme une amélioration de l'appariement entre l'offre et la demande de travail. Au contraire, un déplacement vers l'extérieur révélerait une inadéquation structurelle croissante entre les qualifications des chômeurs et celles requises pour les postes de travail nouvellement créés. En effet, un même nombre d'emplois vacants serait couplé à un taux de chômage plus élevé.

Au Luxembourg, la courbe de Beveridge s'est graduellement déplacée vers la droite entre 2000 et 2007, suggérant une augmentation du chômage structurel et incompressible. Dans le sillage de la crise, le déplacement de la courbe de Beveridge vers l'extérieur s'est considérablement exacerbé, en particulier au cours de l'année 2009. Par la suite, la forte amélioration du taux d'emplois vacants (qui demeure toujours largement au-dessus de sa moyenne historique) n'a pas permis un retour vers l'origine.



Sources : données ADEM, STATEC, calculs BCL

La hausse apparente du chômage structurel est corroborée par la hausse concomitante du chômage de long terme²¹. Sur la période 2000-2007, la part des chômeurs de longue durée dans le nombre total de chômeurs a progressé de 9,7 p.p. Cette hausse tendancielle du chômage de long terme s'est amplifiée suite à la crise. En 2012, 40% des demandeurs d'emploi inscrits auprès de l'ADEM étaient au chômage depuis plus d'un an. Près d'un quart l'était depuis plus de deux ans²².



Sources : données ADEM, calculs BCL

l'offre et la demande de travail semble la plus élevée pour des postes requérant a priori des niveaux de qualification plus faibles. Aussi, la tertiarisation progressive de l'économie luxembourgeoise²⁴ impliquerait une baisse de la demande pour des salariés peu qualifiés. Par ailleurs, actuellement près d'un quart du nombre total de demandeurs d'emploi est âgé de plus de 50 ans. De même, il convient de noter que plus d'un chômeur sur cinq est considéré comme « travailleur à capacité réduite » ou « travailleur handicapé ». Cette catégorie de chômeurs a quasiment doublé depuis la crise.

Ces catégories de personnes sont particulièrement vulnérables au chômage de longue durée. En atteste le fait qu'actuellement plus de 60% des chômeurs âgés de plus de 50 ans sont sans emploi depuis plus de douze mois. Parmi les chômeurs peu qualifiés, cette part s'établit à 50%. Le chômage de longue durée touche davantage encore les travailleurs à capacité de travail réduite ou handicapés, dont 80% sont au chômage depuis plus de douze mois et 65% depuis plus de deux ans.

21 Demandeurs d'emploi au chômage depuis plus de 12 mois.

22 Alors que la population de chômeurs à la recherche d'un emploi depuis plus de douze mois a quintuplé entre 2000 et 2012 (passant de 1 100 à près de 6 000 personnes sur cette période), le nombre de chômeurs de court terme a été multiplié par 2,5.

23 Plus précisément, entre 2008 et 2012, le nombre de chômeurs peu qualifiés (hautement qualifiés) a progressé d'environ 2 100 personnes (1 150 personnes) en termes absolus. En termes relatifs cependant, le nombre de demandeurs d'emploi faiblement qualifiés a progressé de 45% tandis que le nombre de chômeurs hautement qualifiés a doublé.

24 La baisse de la part de l'emploi industriel dans l'emploi total et de la part de l'industrie dans la valeur ajoutée indique une désindustrialisation de l'économie nationale. Ce phénomène n'est cependant pas propre au Luxembourg et caractérise d'autres économies avancées.

3. CONCLUSION

Les plus récentes estimations de la BCL suggèrent d'une part, une hausse tendancielle du chômage structurel au Luxembourg et d'autre part, que la progression du chômage sur l'horizon de projection est essentiellement (mais non exclusivement) imputable à la hausse du chômage structurel.

Cependant, il convient de rappeler que le chômage structurel est estimé avec un degré d'incertitude important. En témoigne la largeur de son intervalle de confiance à 95%. Pour la plupart des observations, le chômage observé (ou projeté) évolue à l'intérieur de cet intervalle, de sorte que l'écart entre chômage observé et chômage structurel n'est pas statistiquement significatif. Par ailleurs, les résultats obtenus peuvent diverger substantiellement selon le modèle utilisé. A cela s'ajoute l'incertitude sur les données, sujettes à révisions. Finalement, la part importante de salariés frontaliers dans l'emploi total (et dans les recrutements) est une source additionnelle d'incertitude. De fait, le taux de chômage luxembourgeois ne prend pas en compte les pertes d'emplois des non-résidents (pourtant surreprésentés dans des secteurs davantage vulnérables aux fluctuations cycliques).

Nonobstant cela, les divers indicateurs analysés révèlent que la hausse du chômage au Luxembourg ne serait que très partiellement attribuable à des phénomènes conjoncturels et requiert par conséquent des réformes structurelles. Eu égard aux caractéristiques de la population au chômage, il est à craindre que le « noyau dur » du chômage ne bénéficie que très peu (et que graduellement) de la reprise conjoncturelle. En effet, des phénomènes de stigmatisation, la dépréciation du capital humain occasionnée lors d'une longue période de chômage ou encore une concurrence accrue en provenance des pays limitrophes sont susceptibles d'alimenter le chômage structurel. Dans ce cadre, l'objectif principal des politiques pour l'emploi devrait être de limiter les risques d'effets d'hystérèses en promouvant l'employabilité des chômeurs et en favorisant la formation (continue et initiale) afin d'améliorer l'appariement entre l'offre et la demande de travail.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 Industrie et construction

Les données de l'année 2012 concernant la production industrielle n'ont été que peu révisées, ce qui confirme le bilan tiré sur base des chiffres provisoires à savoir une chute de la production industrielle totale sur l'ensemble de l'année 2012 (-5,3%). La production de biens d'équipement a progressé au premier et au deuxième trimestre ainsi que la production de biens énergétiques lors du deuxième et troisième trimestre. Néanmoins, sur l'ensemble de l'année, seule la production de biens d'équipement affiche une (légère) progression (+ 0,6%).

Au-delà des variations de la production, le niveau atteint en décembre 2012 est très bas, équivalant à seulement 66% du niveau observé en avril 2008, qui représente le maximum des 5 dernières années. De même, sur l'ensemble de l'année 2012 l'indice de confiance dans l'industrie est nettement plus faible (-32 en moyenne) que sur l'année 2011 (-9,66).

Les données du mois de janvier et février 2013 confirment un recul de la production industrielle dans tous les domaines, les deux secteurs les plus touchés étant les biens intermédiaires et les biens d'équipement. Notons que la production sidérurgique recule de -5,3% sur ces deux mois en glissement annuel, une baisse bien moins importante que celle observée sur l'année 2012 (-19%) et qui semble indiquer une certaine stabilisation de la production (à un niveau néanmoins très faible), entamée au quatrième trimestre de 2012 (+ 1,6% en glissement annuel). Toutefois, les enquêtes de conjoncture des quatre premiers mois de l'année montrent que dans la sidérurgie, la quasi totalité des répondants

estime l'état du carnet de commandes insuffisant et trois quarts d'entre eux s'attendent à une nouvelle diminution de la production, d'autant que les stocks sont jugés trop élevés.

Dans les autres secteurs, les répondants s'attendent essentiellement à une stabilité de la production, bien qu'à l'heure actuelle l'état du carnet de commandes soit jugé insuffisant par deux tiers des répondants, que ce soit au niveau des commandes domestiques ou des commandes étrangères. Le degré d'utilisation des capacités de production reste faible dans l'ensemble de l'industrie (65%) mais cela est essentiellement dû au secteur de la sidérurgie qui présente un taux d'utilisation très en dessous de la moyenne, soit 40%.

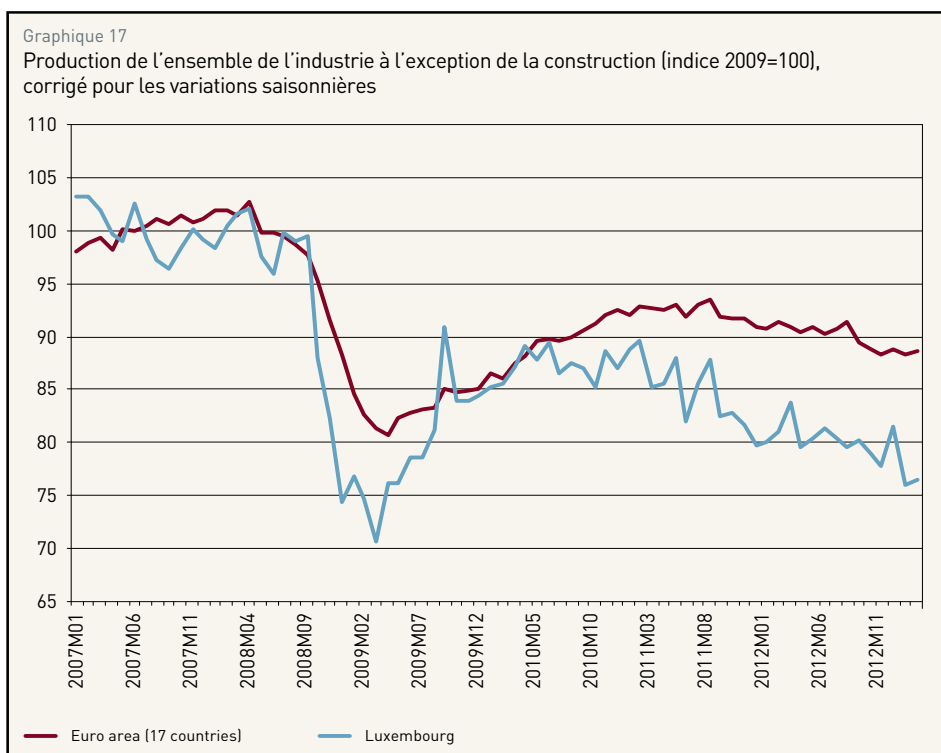
Tableau 6 :

Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuel)

	2011	2012	2012-T1	2012-T2	2012-T3	2012-T4	2013-M1 M2
Production par jour ouvrable (pjo) total y.c. Sidérurgie	-2,5	-5,3	-7,1	-5,5	-6,1	-2,5	-6,1
Pjo - Biens intermédiaires	-3,9	-10,2	-13,7	-12,5	-9,5	-3,9	-5,8
Pjo - Biens d'équipement	3,5	0,6	6,8	2,1	-4,4	-1,9	-10,9
Pjo - Biens de consommation	-1,6	-1,2	-1,7	0,2	-3,0	-0,6	-1,1
Pjo - Biens énergétiques	-9,2	-3,3	-12,9	2,6	2,1	-1,9	-3,4
Pjo - Industrie, sidérurgie exclue	-3,4	-3,7	-5,0	-3,1	-3,5	-2,9	-5,8
Pjo - Sidérurgie	5,0	-19,0	-23,6	-23,2	-24,4	1,6	-5,3

Source: Statec

Après une hausse de l'indice de confiance dans l'industrie en janvier, celui-ci chute de nouveau en février et en mars mais remonte légèrement en avril. Le niveau reste très bas, le mois de mars constituant le minimum observé depuis avril 2009.



Source : Eurostat

Un recul de la production industrielle est également observé dans l'ensemble de la zone euro mais le déclin est plus marqué au Luxembourg, qui connaît un décrochage depuis le milieu de l'année 2010.

Le secteur de la **construction**, qui avait semblé faire preuve d'une résistance certaine par rapport à l'industrie depuis la crise financière, a vu sa production s'inscrire en net retrait en 2012. Sur base annuelle, la production de la construction a enregistré une baisse de 5,6 % en 2012. Un recul de la production d'une telle ampleur ne s'était pas vu depuis l'année 1996 (-7,2%). Si la morosité dans le secteur de la construction concerne la zone euro dans son ensemble, il n'en reste pas moins qu'en 2012, la diminution de la production s'est limitée à 1,7% dans la zone euro.

La baisse de la production de construction observée en 2012 au Luxembourg s'est accompagnée d'une réduction de 6% des heures travaillées. Ces tendances négatives se sont poursuivies au premier trimestre 2013. En janvier 2013, la production par jours ouvrables (pjo) a enregistré une baisse de 23,7% par rapport au même mois de l'année précédente. Dans le même temps, le volume de travail presté a accusé une diminution de 21,2% et le nombre de salariés a fléchi de 3,2%. Il va sans dire que les conditions météorologiques, caractérisées par un mois de janvier particulièrement froid, ont pesé sur l'activité dans la construction (bâtiment et génie civil). Les températures ont continué à être inférieures aux normales saisonnières au Luxembourg en février et mars 2013, si bien que de nouvelles baisses de la production de la construction ont été observées en février et mars 2013. Au total, la pjo a fléchi de 8,4% au premier trimestre 2013. Dans le même temps, le volume de travail presté a enregistré une diminution de 11,6% et le nombre de salariés a baissé de 3,8%. Les données relatives à la zone euro, qui sont disponibles pour l'ensemble du premier trimestre 2013, indiquent de leur côté une baisse de la production limitée à 4,2%. Il convient toutefois de garder à l'esprit qu'au Luxembourg comme dans la zone euro, les aléas climatiques ne sauraient expliquer l'ensemble de la baisse. La tendance générale de fond reste caractérisée par l'extrême faiblesse et la dégradation de l'activité de l'ensemble des principaux sous-secteurs (travaux spécialisés, bâtiment et génie civil).

Par contre, les résultats des dernières enquêtes de conjoncture dans le secteur de la construction au Luxembourg envoient des signaux plutôt positifs. Le solde d'opinion relatif aux perspectives d'évolution de l'emploi, en particulier, a enregistré une hausse notable entre mars et mai 2013 (+10 points). De plus, l'opinion des entrepreneurs sur leurs carnets de commandes a progressé de 7 points sur la même période. Au total, l'indicateur de confiance dans la construction a progressé en mai pour le deuxième mois consécutif même s'il demeure à un niveau très faible (et inférieur à sa moyenne historique) depuis le début de l'année.

Dans le secteur résidentiel, le nombre total de permis de bâtir a progressé de 0,3% en 2012. Au total, 4 183 permis de construire ont été accordés en 2012, les permis de construire ayant progressé de manière plus dynamique sur le segment des maisons collectives (+5,1%) que des maisons individuelles (-9,3%).

Tableau 7 :

Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2011	2012	2012-T1	2012-T2	2012-T3	2012-T4	2013-T1
Production par jour ouvrable (pjo) -Total	2,1	-5,6	-10,5	-5,9	-2,4	-3,0	-8,4
Heures travaillées	0,7	-6,0	-10,9	-6,0	-3,2	-3,0	-11,6
Permis de bâtir ¹⁾	17,5	0,3	17,5	0,3	30,9	-12,8	-

Source : Statec

¹⁾ Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).

Encadré 3 :

L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES AU LUXEMBOURG

Au Luxembourg, deux associations (la "Ligue médico-sociale" et "Inter-Actions") fournissent des informations et conseils financiers aux ménages en matière de surendettement. Les rapports annuels de ces associations fournissent une répartition détaillée des caractéristiques des ménages demandant conseil.²⁵ Depuis 2002, le nombre de ménages conseillés augmente, avec un pic de 926 ménages conseillés en 2010 et une légère amélioration en 2011 (786 ménages)²⁶. Les données recueillies fournissent une indication sur l'évolution à travers le temps. Cependant, elles ne sont pas représentatives de la population des ménages résidant au Luxembourg. En effet, ces données sont biaisées à cause du phénomène d'auto-sélection, qui conduit certains ménages à demander des conseils tandis que d'autres ne le font pas (il est peu probable que tous les ménages surendettés au Luxembourg aient approché une des associations).

Par contre, en 2010/2011 la BCL et le CEPS/Instead ont conduit l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages (Luxembourg Household Finance and Consumption Survey ou LU-HFCS)²⁷. Cette enquête est représentative de l'ensemble de la population des ménages résidents et fournit des informations détaillées sur la répartition des actifs et des passifs à travers cette population. Par ailleurs, l'enquête HFCS est une initiative de l'Eurosystème qui présente un certain degré d'harmonisation, ce qui permet d'effectuer des comparaisons entre les 15 pays de la zone euro. Par exemple, parmi les ménages luxembourgeois qui détiennent une dette, la valeur médiane de leur dette s'élève à €73 400. Ce chiffre s'inscrit au second rang (après les Pays-Bas) des 15 pays européens participant à l'enquête HFCS²⁸.

Cet encadré suit la structure et le raisonnement présenté dans le rapport Household Finance and Consumption Survey (ECB Statistics Paper Series, No. 2) de l'Eurosystème qui présente plusieurs indicateurs d'endettement pour la zone euro, ses pays membres et pour différents types de ménages.

Le tableau 1 considère différents sous-groupes de ménages selon leurs caractéristiques²⁹ et rapporte la part de chaque sous-groupe qui détient une dette. La dernière ligne considère l'ensemble des ménages et indique la part de ménages qui détient une dette, celle qui détient une dette hypothécaire et celle qui détient une dette hypothécaire sur sa résidence principale (RPM). Ainsi dans cette ligne, il apparaît que 58% des ménages résidant au Luxembourg sont endettés (contre 44% au niveau de la zone euro). Dans les colonnes centrales, il apparaît que 39% des ménages luxembourgeois détiennent une dette hypothécaire (23% dans la zone euro). Enfin, les colonnes situées à droite révèlent que 33% des ménages luxembourgeois détiennent une dette hypothécaire sur leur résidence principale (19% dans la zone euro).

25 Pour plus d'information voir Ligue médico-sociale (www.ligue.lu/fr/activites/dette.html) et Inter-Actions (www.inter-actions.lu).

26 Selon le recensement de la population de 2011, 208 565 ménages privés ont été dénombrés au Grand-Duché de Luxembourg. Pour plus d'information voir STATEC (2013) Recensement de la population de 2011 – Premier résultats N°15 « Ménages et types de familles »

27 Pour une introduction méthodologique et une description des premiers résultats de l'enquête LU-HFCS, voir Mathä, T.Y., A. Porpiglia and M. Ziegelmeyer (2012): The Luxembourg Household Finance and Consumption Survey: Introduction and results. BCL WP 73.

28 Pour plus d'information voir Household Finance and Consumption Network (2013): The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the first wave. ECB Statistics Paper Series, No. 2.

29 Les caractéristiques socio-démographiques des ménages se rapportent à la personne de référence.

Tableau 1:

Pourcentage des ménages endettés pour différentes composantes de la dette au Luxembourg (LU) et dans la zone euro (EA) (en %)

	PART DES MÉNAGES QUI DETIENNENT UNE DETTE		PART DES MÉNAGES QUI DETIENNENT UNE DETTE HYPOTHÉCAIRE		PART DES MÉNAGES QUI DETIENNENT UNE DETTE HYPOTHÉCAIRE SUR RPM	
	LU	EA	LU	EA	LU	EA
Taille du ménage						
1	46,4	29,2	28,6	10,7	23,4	8,5
2	50,0	39,7	26,9	20,7	22,0	16,7
3	62,4	55,6	47,4	31,2	41,7	26,8
4	78,6	63,6	56,4	40,9	48,2	35,3
5 ou plus	80,4	64,0	61,8	38,7	53,1	33,4
Statut d'occupation du logement						
Propriétaires sans dette sur RPM	29,6	24,6	6,6	6,4	na	na
Locataires	46,8	35,9	11,3	3,0	na	na
Percentile de revenu brut						
< 20	39,6	22,9	12,1	6,6	9,4	5,8
20-39	51,5	35,0	30,8	12,5	25,3	10,6
40-59	59,9	43,7	40,3	20,4	35,2	17,8
60-79	68,4	55,8	54,2	32,9	49,0	27,5
80-100	72,5	61,3	56,8	43,4	45,3	35,1
Percentile du patrimoine net						
< 20	47,3	44,1	8,4	5,6	3,5	4,5
20-39	68,7	38,0	51,2	15,0	43,6	13,6
40-59	70,4	46,1	56,2	32,4	52,1	29,4
60-79	53,0	45,1	41,0	31,0	37,4	27,2
80-100	52,4	45,3	37,2	31,7	27,5	22,2
Classe d'âge						
16-34	66,8	55,3	43,0	22,3	38,4	20,1
35-44	77,1	61,8	58,8	37,2	52,0	33,6
45-54	71,7	55,8	46,6	32,4	36,6	26,5
55-64	55,4	43,1	37,9	22,5	30,1	16,8
65-74		23,7		11,7		8,7
75+	20,9	7,7	7,4	2,7	6,9	1,9
Statut d'emploi						
Employé	73,8	57,9	53,0	32,6	46,3	28,3
Travailleurs indépendants	69,8	56,8	52,0	35,2	29,6	27,1
Retraités	29,9	19,5	13,2	8,9	10,6	6,3
Sans emploi	44,3		16,2		16,2	
Autres	28,8	39,5	9,1	11,5	9,1	10,1
Education (ISCED)						
Informel ou primaire	52,6	30,3	30,3	13,7	24,9	11,3
Secondaire	57,1	48,7	36,9	23,2	32,9	19,8
Tertiaire	67,9	54,1	52,9	36,3	43,2	30,0
Ensemble des ménages	58,3	43,7	38,8	23,1	32,8	19,4

Source: enquête LU-HFCS de la BCL et du CEPS/INSTEAD; Calculs basés sur données pondérées et à imputation multiple. Les données de la zone euro (EA) sont rapportées par le ECB Statistics Paper Series, No. 2.

La première ligne se concentre sur les ménages à une seule personne. Au Luxembourg 46% de ces ménages détiennent une dette (dans la zone euro il s'agit de 29% des ménages à une seule personne). Dans la partie centrale, 29% des ménages à une personne détiennent une dette hypothécaire (y compris sur la résidence principale) et à droite 23% des ménages à une personne détiennent une dette hypothécaire sur la résidence principale.

On constate que la part des ménages endettés tend à augmenter avec la taille du ménage, son revenu et son niveau d'éducation. Cette tendance se retrouve pour les trois types d'endettement. En considérant la distribution du patrimoine net, au Luxembourg, la part de ménages endettés suit une courbe en cloche. La part de ménages endettés atteint un pic de 70% dans le troisième quintile du patrimoine net. On observe également une courbe en cloche à travers la distribution des ménages par âge. Le pic est ici atteint pour les 35-44 ans, où la majorité des ménages ont investi dans une résidence principale et sont toujours en train de rembourser leur dette. Des pourcentages plus élevés sont observés pour les employés ou les indépendants, contrairement aux autres catégories de ménages (retraités, sans-emploi, etc.).

Le tableau 2 considère les mêmes catégories de ménages mais présente (en colonne) différents indicateurs du poids de la dette et de la fragilité financière. Dans chaque cas le tableau rapporte la médiane de l'indicateur à travers les ménages endettés dans le sous-groupe concerné. Seulement pour la dernière colonne, les médianes sont calculées pour l'ensemble des ménages.

RATIO DETTE-SUR-ACTIFS

Le ratio dette-sur-actifs est le rapport du montant total de la dette à l'actif brut. Dans la dernière ligne, il apparaît que la valeur médiane de cet indicateur au Luxembourg se situe à 18%, ce qui est inférieur à la valeur pour la zone euro (22%). Ce chiffre cache une variation considérable à travers les différents groupes de ménages. Les ménages locataires se situent à 40%, tandis que les ménages propriétaires possédant une dette hypothécaire se trouvent à 23% et les ménages sans dette hypothécaire à seulement 3%. Ces différences se justifient en partie par la détention d'actifs immobiliers (dont la valeur dépasse normalement celle de l'emprunt hypothécaire). Le ratio dette-sur-actifs diminue avec l'augmentation du revenu brut des ménages. Au Luxembourg, le ratio atteint un sommet au deuxième quintile de revenu, possible signe d'un accès limité à l'endettement pour les ménages à revenu plus faible. Pour la distribution du patrimoine net, les ménages situés dans le premier quintile ont une valeur médiane du ratio dette-sur-actifs de 84%. Dans le deuxième quintile, cette valeur diminue à 52%, puis baisse encore à 4% pour le cinquième quintile. En général, le ratio apparaît plus faible pour le Luxembourg que pour la zone euro. Le ratio dette-sur-actifs diminue rapidement avec l'âge. En analysant par catégorie d'emploi, les retraités possèdent le ratio le plus faible (5%), ce qui est cohérent avec la théorie du cycle de vie (réduction de la dette durant la vie professionnelle, diminution des actifs durant la retraite). Le ratio dette-sur-actifs est le plus élevé pour les ménages sans emploi (68%), suivis par les employés (24%) puis par les indépendants (14%). Selon le niveau d'éducation, les ménages n'ayant pas dépassé le niveau des études primaires ont le ratio dette-sur-actifs le plus élevé (27%).

Tableau 2:

Indicateurs du poids de la dette et de la fragilité financière des ménages au Luxembourg (LU) et dans la zone euro (EA) (médiane en %)

	RATIO DETTE-SUR-ACTIFS		RATIO DETTE-SUR-REVENU		RATIO SERVICE DE LA DETTE-SUR-REVENU		RATIO SERVICE DE LA DETTE HYPOTHÉCAIRE-SUR-REVENU		RATIO DETTE HYPOTHÉCAIRE-SUR-VALEUR DE LA RPM		RATIO ACTIFS LIQUIDES NETS-SUR-REVENU	
	LU	EA	LU	EA	LU	EA	LU	EA	LU	EA	LU	EA
Taille du ménage												
1	28,5	33,7	96,5	42,8	19,3	14,2	20,7	18,8	40,5	42,5	22,88	24,0
2	10,5	18,0	48,6	49,1	14,9	12,6	16,7	14,9	25,2	35,3	30,66	25,7
3	17,7	21,7	111,9	72,0	15,7	14,0	15,1	16,3	21,8	38,2	16,50	12,8
4	16,2	18,7	112,2	88,5	17,1	14,6	14,7	15,5	28,7	33,3	11,34	12,4
5 ou plus	20,6	25,2	122,1	78,2	16,6	15,8	14,0	16,4	21,7	40,0	5,16	5,5
Statut d'occupation du logement												
Propriétaires	2,9	3,7	23,8	27,4	9,2	11,3	9,9	12,5	M	M	51,2	36,8
Propriétaires avec dette hypothécaire	22,6	29,8	171,1	174,9	19,8	18,3	16,4	16,3	27,5	37,3	16,5	15,3
Locataires	39,9	41,5	24,6	16,2	11,7	8,0	16,9	14,4	M	M	6,1	8,8
Percentile de revenu brut												
< 20	26,7	36,2	45,2	67,8	20,2	26,5	35,9	40,0	17,7	32,9	9,5	10,8
20-39	37,6	26,1	92,1	39,6	20,1	16,5	22,6	23,2	44,8	33,9	14,4	14,4
40-59	21,8	22,2	115,3	51,7	19,6	15,0	19,4	19,6	31,0	34,2	17,5	17,7
60-79	15,7	21,1	103,4	68,8	17,2	14,0	14,6	15,8	25,5	38,0	27,6	20,3
80-100	13,8	17,7	71,4	75,6	11,4	11,2	10,8	11,4	24,3	39,5	38,8	30,6
Percentile du patrimoine net												
< 20	84,0	108,2	30,6	24,7	13,6	10,4	28,2	22,3	92,6	112,4	1,4	0,7
20-39	52,3	27,0	262,8	30,6	21,2	13,3	20,6	19,2	68,0	74,5	17,7	19,1
40-59	17,7	30,4	121,1	131,0	17,4	17,9	15,5	17,2	24,3	44,9	17,2	20,6
60-79	8,9	12,4	72,9	81,1	13,4	14,4	13,5	14,4	14,7	24,0	35,4	31,7
80-100	4,3	7,1	61,7	75,7	13,6	12,7	12,7	12,9	12,1	17,7	77,1	66,0
Classe d'âge												
16-34	57,5	46,4	244,1	64,3	20,4	15,4	21,1	20,5	70,4	56,5	15,4	7,7
35-44	25,6	29,4	153,5	96,4	18,8	16,1	16,6	17,1	31,2	40,4	13,1	10,9
45-54	13,7	17,6	58,3	66,5	13,7	13,0	12,3	13,7	18,0	29,1	14,3	12,4
55-64	6,1	10,9	39,8	39,8	14,1	11,7	13,5	12,7	9,5	24,9	25,2	24,2
65-74		8,4		37,1		12,2		15,1		20,0		37,3
75+	3,1	6,3	32,3	15,8	11,2	8,4	22,0	11,0	9,2	19,1	54,7	49,6
Statut d'emploi												
Employé	23,7	26,6	120,2	68,7	17,0	13,9	16,2	15,7	30,7	40,0	14,3	13,0
Travailleurs indépendants	14,1	13,6	111,5	91,0	16,3	16,7	16,5	16,8	28,5	33,7	30,0	19,0
Retraités	4,6	7,9	28,9	30,7	13,0	11,3	16,3	13,3	7,1	19,9	47,7	41,0
Sans emploi	68,1		105,4		25,3		23,3		57,4		3,2	
Autres	5,4	42,8	37,2	43,5	16,9	15,1	13,3	20,0	15,5	33,4	9,6	4,2
Education (ISCED)												
Informel ou primaire	27,3	18,8	61,8	49,8	16,7	15,1	16,4	17,6	29,0	31,8	7,0	13,4
Secondaire	15,0	23,1	84,1	47,0	16,5	12,8	17,2	15,4	22,4	37,4	25,5	17,2
Tertiaire	19,3	22,4	116,5	104,1	16,7	15,2	15,3	15,4	31,2	40,0	40,4	31,2
Ensemble des ménages	18,2	21,8	86,9	62,0	16,6	13,9	16,3	15,9	27,5	37,3	20,5	18,6

Source: enquête LU-HFCS de la BCL et CEPS/INSTEAD; les données de la zone Euro (EA) sont rapportées par le ECB Statistics Paper Series, No. 2; Calculs basés sur données pondérées et à imputation multiple. Les classes d'âge pour le Luxembourg sont modifiées par rapport à zone euro en tenant compte du faible nombre d'observations pour la tranche d'âge 75+ au Luxembourg. Les ratios dette-sur-actifs et dette-sur-revenu sont calculés pour les ménages endettés uniquement. Le ratio service de la dette-sur-revenu est subordonné à la tenue de toute dette à l'exclusion des ménages qui ne détiennent que des lignes de crédits ou un compte assorti d'une autorisation de découvert auprès d'un organisme financier ou dette sur cartes de crédit. Le ratio service de la dette hypothécaire-sur-revenu est limité aux ménages avec une dette hypothécaire, le ratio prêt-valeur de l'RPM est limité aux ménages avec une dette hypothécaire sur leur RPM. Le ratio actifs liquides-sur-revenu est calculé pour l'ensemble de ménages. Pour les pourcentages des ménages endettés respectifs, voir le tableau 1.

RATIO DETTE-SUR-REVENU

Cet indicateur est calculé par le rapport du montant total de la dette au revenu brut annuel des ménages. Il permet d'évaluer si la dette peut être remboursée à partir des flux de revenu plutôt qu'en réduisant le stock des actifs (et donc un éventuel besoin de réduire la dette à moyen/long terme). Alors que la plupart des résultats sont similaires à ceux du ratio dette-sur-actifs, la corrélation entre le revenu brut et les actifs bruts est loin de l'unité (0,48 pour le Luxembourg; 0,35 pour la zone euro). Au Luxembourg, la médiane du ratio dette-sur-revenu est de 87% et est plus élevée qu'en zone euro (62%). Cet indicateur est relativement élevé pour les ménages célibataires (97%), faible pour les ménages de deux personnes (49%) et élevé pour les ménages de plus grande taille (112-122%). Par contre, dans la zone euro le ratio dette-sur-revenu augmente généralement avec la taille du ménage. Sans surprise, le ratio dette-sur-revenu est particulièrement élevé pour les propriétaires possédant un emprunt hypothécaire (171%). Par ailleurs, ce ratio est plus élevé pour les ménages situés dans le deuxième quintile de la distribution du patrimoine net (263%) et il tend à décroître pour des quintiles supérieurs. Comme pour de nombreux autres indicateurs, le ratio dette-sur-revenu tend à diminuer avec l'âge du ménage. Enfin, ce ratio est particulièrement faible pour les retraités et plutôt élevé pour les ménages ayant validé un enseignement supérieur.

RATIO SERVICE DE LA DETTE-SUR-REVENU

Ce ratio est calculé comme le paiement total mensuel de la dette rapporté au revenu brut mensuel. Il se focalise sur les échéances de court terme en tenant compte du taux d'intérêt. La médiane de ce ratio est de 17% au Luxembourg (14% pour la zone euro). Il varie considérablement à travers les différents groupes de ménages, souvent de façon différente du ratio dette-sur-actifs. En particulier, il est faible pour les ménages locataires dont le ratio dette-sur-actifs est le plus élevé. En général, les locataires ne possèdent pas de bien immobilier et donc leur niveau de dette est plus faible. Le ratio dette-sur-actifs diminue avec l'âge du ménage tandis que cette tendance est moins prononcée pour le ratio service de la dette-sur-revenu. Au Luxembourg, ce dernier est notamment élevé pour le deuxième quintile de patrimoine net. Dans cette catégorie, le ratio dette-sur-actifs était lui-même important. Ce ratio est également élevé pour les ménages sans emploi, ce qui suggère de possibles difficultés pour le remboursement de la dette. Egalement, pour les retraités ce ratio est parmi les plus faibles.

RATIO SERVICE DE LA DETTE HYPOTHÉCAIRE-SUR-REVENU

Ce ratio est obtenu par le rapport entre le paiement d'intérêt mensuel (sur tous les emprunts hypothécaires) et le revenu brut mensuel. Evidemment, cet indicateur ignore les ménages ne possédant pas de dette hypothécaire (61% au Luxembourg contre 77% en zone euro). Puisque la grande majorité de la dette est une dette hypothécaire, ce ratio est proche du ratio précédent. La valeur médiane est similaire (16,3% contre 15,7%), bien que des différences apparaissent entre groupes de ménages. Ce ratio est plus faible pour les ménages possédant une résidence principale mais sans emprunt hypothécaire, suivis par les ménages locataires et les ménages propriétaires avec emprunt hypothécaire. La valeur médiane est similaire pour les locataires et les propriétaires avec emprunt immobilier. Enfin, ce ratio reste assez important pour les ménages âgés de plus de 65 ans, pour lesquels le ratio service de la dette-sur-revenu était le plus faible.

RATIO DETTE HYPOTHÉCAIRE-SUR-VALEUR DE LA RÉSIDENCE PRINCIPALE

Ce ratio est le rapport du montant de l'emprunt hypothécaire sur la résidence principale et la valeur de cette résidence. La valeur médiane de ce ratio est de 28% au Luxembourg (37% dans la zone euro). Elle est plus élevée pour les ménages situés en bas de la distribution du patrimoine net (93%) et pour les ménages jeunes (70%). Par contre, elle est plus faible pour les ménages à patrimoine plus élevé (12%), les ménages âgés (autour de 9%) et les ménages retraités (7%). Ces chiffres sont similaires à ceux de la zone euro.

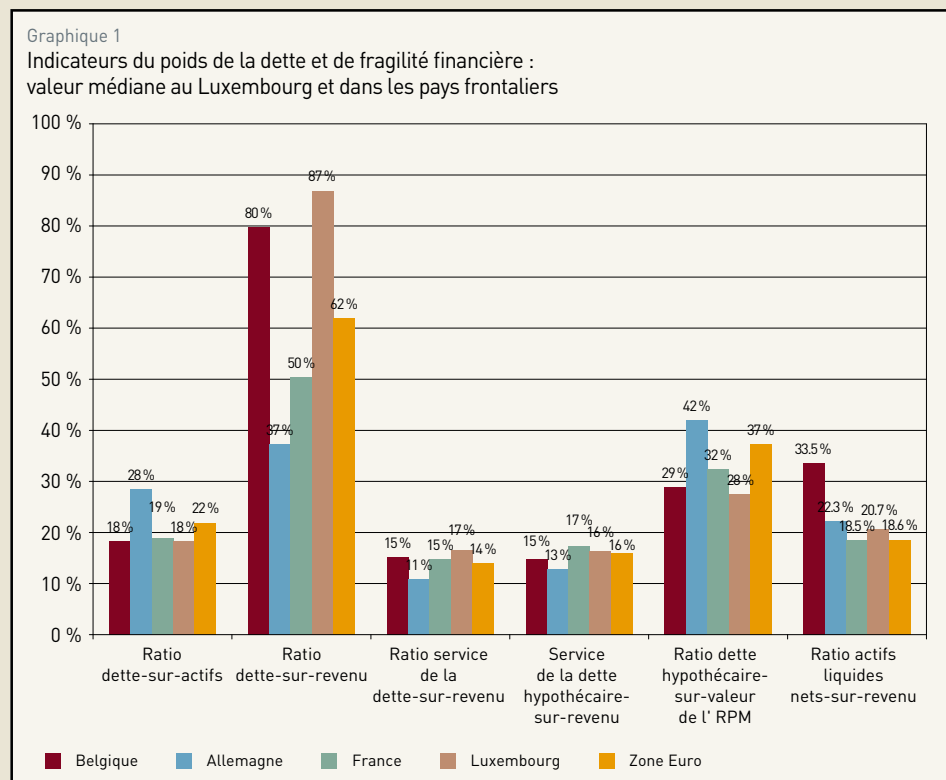
RATIO DES ACTIFS LIQUIDES NETS-SUR-REVENU

Les actifs liquides nets incluent les dépôts, les fonds d'investissement, les obligations, les participations aux entreprises privées et non cotées, les actions et comptes sous gestion après déduction des lignes de crédit, des découverts bancaires, des dettes sur cartes de crédit et d'autres dettes non-hypothécaires (ECB Statistics Paper Series, No. 2). Le rapport de ces actifs liquides nets au revenu annuel brut donne une indication de la capacité du ménage à rembourser la dette en cas de perte du revenu brut.

Au Luxembourg, le ménage médian détient 21% de son revenu annuel en actifs liquides, ce qui est légèrement supérieur à la zone euro (19%). L'indicateur est plus élevé pour les propriétaires, ce qui suggère une liquidité meilleure que celle des locataires. Le ratio tend à augmenter avec le niveau de revenu et du patrimoine, mais également avec l'âge et le niveau d'éducation, bien que la relation ne soit pas toujours régulière.

COMPARAISON DES RÉSULTATS AVEC LES PAYS FRONTALIERS

Le graphique 1 compare les différents indicateurs pour le Luxembourg et la zone euro avec ceux des pays frontaliers. Le ratio dette-sur-actifs est le moins élevé au Luxembourg et en Belgique (18%). La faible valeur de ce ratio au Luxembourg est liée à la valeur élevée du patrimoine immobilier (résidence principale des ménages et autres biens immobiliers, y compris ceux utilisés pour des activités entrepreneuriales). Celle-ci représente 82,1% du total des actifs bruts des ménages luxembourgeois (52,3% pour la zone euro). En Allemagne, le ratio dette-sur-actifs est plus élevé (28%) suite à la croissance plus modeste des prix immobiliers allemands au cours des dernières décennies. Par contre, le ratio dette-sur-revenu est plus élevé au Luxembourg (87%) et plus faible en Allemagne (37%). De plus, le ratio service de la dette-sur-revenu atteint 17% au Luxembourg alors que dans les pays frontaliers, ce ratio varie entre 11 et 15%. Le ratio de dette hypothécaire-sur-valeur de la résidence principale atteint 28% au Luxembourg, situé en dernière place. Le ratio actifs liquides nets sur revenu est plus élevé en Belgique (34%), il atteint 19% au Luxembourg et 17% pour la zone euro.



Source : ECB Statistics Paper Series, No. 2 – tableau 3.4. Les données sous-jacentes sont imputées et pondérées.

de la résidence principale atteint 28% au Luxembourg, situé en dernière place. Le ratio actifs liquides nets sur revenu est plus élevé en Belgique (34%), il atteint 19% au Luxembourg et 17% pour la zone euro.

CONCLUSIONS

La part élevée de ménages endettés au Luxembourg (58%) et la valeur médiane élevée de la dette parmi ces ménages (€73 400) soulèvent des interrogations quant à la soutenabilité de cette dette. Cependant, par rapport aux actifs détenus, cet endettement apparaît moins inquiétant et se situe même en dessous de la valeur médiane pour la zone euro. La valeur médiane du

rapport entre le service de la dette et le revenu brut des ménages est légèrement supérieure au Luxembourg (16%) qu'en zone euro (14%). De plus, les actifs liquides à disposition des ménages luxembourgeois sont légèrement plus élevés par rapport à leur revenu brut que pour le ménage médian de la zone euro (LU 21%, zone euro 19%).

Cependant, certains groupes de ménages sont exposés à un risque de surendettement plus important. Ainsi les ménages propriétaires avec dette hypothécaire ont les ratios dette-sur-revenu et service de la dette-sur-revenu les plus élevés. En cas de détérioration de leur situation financière, certains de ces ménages pourraient avoir des difficultés à rembourser leur dette. De plus, le ratio dette-sur-actifs et le ratio service de la dette-sur-actifs sont relativement élevés (52% et 21%) pour les ménages du deuxième quintile du patrimoine net. Ces ménages ont également un faible montant d'actifs liquides par rapport à leur revenu (18%), ce qui suggère une marge de manœuvre réduite. Le groupe le plus vulnérable reste celui des ménages sans emploi, avec les valeurs les plus élevées du ratio dette-sur-actifs (68%) et du ratio service de la dette-sur-actifs (24%) et le plus faible ratio actifs liquides nets-sur-revenu (3%). Les ménages jeunes font face à un ratio de service de dette-sur-revenu élevé et au plus important ratio de service de la dette-sur-actifs. Tandis que ces ménages jeunes ont la capacité de payer les intérêts de leur dette à partir de leur revenu, des chocs économiques défavorables (tels qu'une hausse des taux hypothécaires et/ou une perte d'emploi) peuvent les conduire à des situations d'insolvabilité.

En conclusion, les ménages résidant au Luxembourg apparaissent fortement endettés en valeur absolue par rapport au ménage médian de la zone euro. Si la soutenabilité de la dette des ménages au Luxembourg ne semble a priori pas pré-occupante, elle reste vulnérable à une baisse éventuelle des prix immobiliers. La hausse continue du taux de chômage est aussi un danger, dans la mesure où il peut créer des difficultés pour les ménages quant au remboursement de leur dette.

1.2.3.2 Secteur financier

1.2.3.2.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'élève à 26 534 personnes au 31 mars 2013, soit une baisse de 144 emplois par rapport au 31 décembre 2012.

Entre décembre 2012 et mars 2013, 40 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs (hausse allant de 1 à 19 employés), tandis que 50 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 34 employés).

1.2.3.2.2 Evolution du nombre des établissements de crédit

Depuis le début de l'année 2013, le nombre d'établissements de crédit est resté constant à 141 unités, suite à l'ouverture d'une nouvelle banque fin janvier et la fermeture d'une autre entité début mars.

En ce qui concerne la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes dominent toujours le paysage bancaire de la place financière avec 37 unités présentes en avril 2013. On dénombre également 14 banques françaises, 11 banques suisses, 9 banques italiennes, 6 banques belges et 5 banques luxembourgeoises.

1.2.3.2.3 Le bilan des établissements de crédit

Au 30 avril 2013, la somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois, à l'exclusion de leurs succursales étrangères, s'est établie à 752 993 millions d'euros, confirmant une certaine reprise de l'activité bancaire depuis la fin décembre de l'année précédente. Cependant, cette progression est

insuffisante pour résorber la baisse observée depuis le mois de mai 2012. Par conséquent, l'activité bancaire s'est contractée de 4,3% entre le mois d'avril 2012 et le mois d'avril 2013. Une fois de plus, l'activité sur le marché interbancaire détermine l'évolution de la somme des bilans de l'ensemble de la place financière, avec un recul de 12,0% du financement interbancaire et une baisse de 6,9% au niveau des créances. Une analyse plus détaillée des postes bilantaires nous offre une vue contrastée des principaux éléments régissant l'activité bancaire. En effet, du côté de l'actif, les banques ont accordé moins de crédits à leur clientèle, privilégiant les investissements dans leur portefeuille de titres financiers, tandis que le passif du bilan met en lumière un important afflux de dépôts de la clientèle.

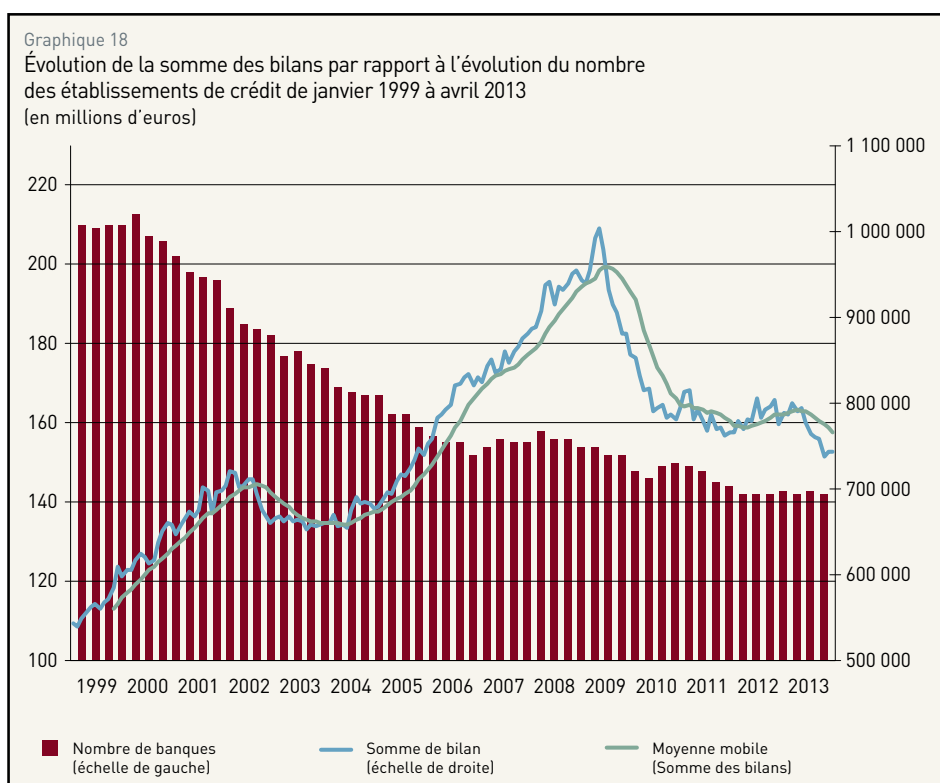
Parallèlement au développement de la somme des bilans, le graphique ci-dessous met en exergue la concentration dans le secteur bancaire au Luxembourg depuis le début des années 2000.

Evolution du volume des principaux postes de l'actif des bilans

Les prêts interbancaires demeurent l'activité principale des établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise, comme en témoigne un poids relatif de 51,4% du total bilantaire. Fin avril 2013, les créances interbancaires s'établissent à 386 875 millions d'euros, en recul de 28 810 millions d'euros par rapport à leur niveau de l'année précédente. Il est important de garder à l'esprit que ces créances incorporent les dépôts auprès de la Banque centrale du Luxembourg. Ces derniers enregistrent une forte baisse de 26 318 millions d'euros en comparaison annuelle ce qui porte leur encours à 30 665 millions d'euros fin avril 2013. Les montants déposés auprès de la Banque centrale du Luxembourg, un

indicateur de nervosité du marché interbancaire en temps de crise, poursuivent donc leur tendance baissière observée depuis le second semestre de l'année précédente tandis que les créances envers les autres établissements de crédit augmentent de 23 038 millions d'euros en termes brut depuis fin décembre 2012, soit une hausse de 6,9%.

Les créances sur la clientèle s'élèvent à 175 702 millions d'euros fin avril 2013, en baisse de 8 841 millions d'euros en comparaison annuelle sous l'impulsion d'une diminution des crédits alloués aux contreparties résidant dans la zone euro. Une ventilation géographique plus détaillée permet de mieux éclairer cette contraction. Concernant les résidents luxembourgeois, les autres intermédiaires financiers ont réduit leurs recours au financement bancaire de 4 974 millions d'euros durant la période d'observation tandis que le crédit alloué aux sociétés non-financières et aux ménages ont augmenté de respectivement 1 102 millions d'euros et 1 643 millions d'euros. Il convient de noter que ce sont surtout les crédits immobiliers, en progression de 1 468 millions d'euros, qui soutiennent la hausse du crédit



Source : BCL, CSSF

accordé aux ménages luxembourgeois. Par contre, les crédits accordés aux sociétés non-financières résidant dans les autres pays membres de la zone euro enregistrent une diminution de 3 524 millions d'euros entre le mois d'avril 2012 et avril 2013.

Le portefeuille de titres des banques est le seul poste d'actif ayant soutenu l'activité des établissements de crédit durant la période sous analyse. Avec un encours de 162 548 millions d'euros fin avril 2013, le portefeuille-titres est composé à 91,1% de titres à revenus fixes et à 8,9% de titres à revenus variables dont actions, participations et parts d'organismes de placement collectif monétaires. Entre fin avril 2012 et fin avril 2013, le portefeuille détenu par les établissements de crédit de la place financière a progressé de 8 547 millions d'euros, soit 5,5%, sous l'impulsion des portefeuilles obligataires et du portefeuille d'actions. Il convient d'interpréter ces chiffres avec prudence car les actifs financiers sont comptabilisés à leur juste valeur. La période sous analyse a connu des conditions plus favorables sur les marchés financiers. Parmi plusieurs facteurs, citons le redressement des principaux indices boursiers, une baisse des écarts de taux de la dette souveraine entre les pays périphériques et ceux du cœur de la zone euro, mais également un euro globalement stable vis-à-vis des devises de référence (hormis la forte dépréciation du yen depuis le second semestre de l'année écoulée). A ce titre, le portefeuille obligataire augmente de 7 184 millions d'euros en comparaison annuelle et a bénéficié d'effets de valorisation favorables (effets de change et de prix). Force est de constater cependant que la hausse observée est principalement imputable à de plus importants volumes échangés, les transactions s'élevant à 6 089 millions d'euros.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une forte évolution à la baisse depuis le mois d'avril 2012. Malgré un poids relatif de 3,7% de la taille du bilan des banques en avril 2013, ce poste d'actif a diminué de 4 879 millions d'euros en comparaison annuelle et atteint un encours de 27 868 millions d'euros en avril 2013.

Tableau 8:

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)
(en millions d'euros, données brutes)

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	04-2012	12-2012	04-2013	04-2012 - 04-2013		12-2012 - 04-2013		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	04-2013
Créances interbancaires	415 686	371 651	386 875	-28 810	-6,9	15 224	4,1	51,4
Créances sur la clientèle	184 543	174 714	175 702	-8 841	-4,8	988	0,6	23,3
Portefeuille titres	154 001	160 144	162 548	8 547	5,5	2 404	1,5	21,6
Autres actifs	32 747	31 211	27 868	-4 879	-14,9	-3 342	-10,7	3,7
Total de l'actif	786 977	737 720	752 993	-33 983	-4,3	15 273	2,1	100,0

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Evolution du volume des principaux postes du passif des bilans

L'analyse de l'actif peut aisément être transposée au passif du bilan des banques. La baisse du financement interbancaire fait ici écho à la diminution des activités de prêt aux autres établissements de crédit. Les dettes interbancaires s'inscrivent à 314 657 millions d'euros fin avril 2013, en baisse de 43 013 millions d'euros par rapport à leur niveau de l'année précédente (soit 12,0%). A l'instar de l'analyse de l'actif, il convient de distinguer les opérations effectuées auprès de la Banque centrale du Luxembourg. Cette dernière continue de réduire son apport de liquidités au secteur bancaire. En effet, les crédits

reçus de la Banque centrale du Luxembourg s'élèvent à 2 753 millions d'euros fin avril 2013, en baisse de 2 316 millions d'euros en comparaison annuelle. Enfin, le solde net des actifs et passifs interbancaires, à l'exclusion des activités de dépôt et crédit auprès de la Banque centrale du Luxembourg, est créditeur à raison de 44 306 millions d'euros fin avril 2013.

Les dettes envers la clientèle, deuxième poste du passif avec un poids relatif de 38,4%, progressent de 5,0%, ou 13 738 millions d'euros depuis le mois d'avril 2012, pour s'inscrire à 289 354 millions d'euros fin avril 2013. Soulignons également leur rapide progression de 7,1% (soit 19 196 millions d'euros en termes bruts) depuis fin décembre de l'année 2012. Cette source de financement est principalement constituée par les dépôts des autres intermédiaires financiers résidant au Luxembourg, dont les montants déposés atteignent un encours de 114 166 millions d'euros fin avril 2013. Il convient cependant de noter que les ménages et les sociétés non-financières résidant dans la zone euro ont contribué à la hausse des dépôts bancaires à raison de 4 387 millions d'euros depuis le mois d'avril 2012, dont 251 millions proviennent des ménages originaires des autres pays membres de la zone euro.

Entre avril 2012 et avril 2013, le refinancement sous la forme de dettes représentées par un titre a également connu une forte baisse de 7,5%, soit 5 001 millions d'euros en termes bruts. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, ces positions faisant l'objet de fluctuations en raison de la valorisation comptable des titres. Cependant, la baisse effective du portefeuille s'élève à 4 653 millions d'euros, ces instruments de dette ayant subi des effets de valorisation négatifs de l'ordre de 340 millions d'euros.

La rubrique des autres passifs représente 11,6% de la taille du bilan des banques et a légèrement progressé, de 293 millions d'euros depuis avril 2012, pour atteindre 87 107 millions d'euros vers la fin avril 2013.

Tableau 9 :

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)
(en millions d'euros, données brutes)

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	04-2012	12-2012	04-2013	04-2012 - 04-2013		12-2012 - 04-2013		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	357 670	318 939	314 657	-43 013	-12,0	-4 282	-1,3	41,8
Dettes envers la clientèle	275 616	270 158	289 354	13 738	5,0	19 196	7,1	38,4
Dettes représentées par un titre	66 877	62 030	61 875	-5 001	-7,5	- 155	-0,2	8,2
Autres passifs	86 814	86 592	87 107	293	0,3	514	0,6	11,6
Total du passif	786 977	737 720	752 993	-33 983	-4,3	15 273	2,1	100,0

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs

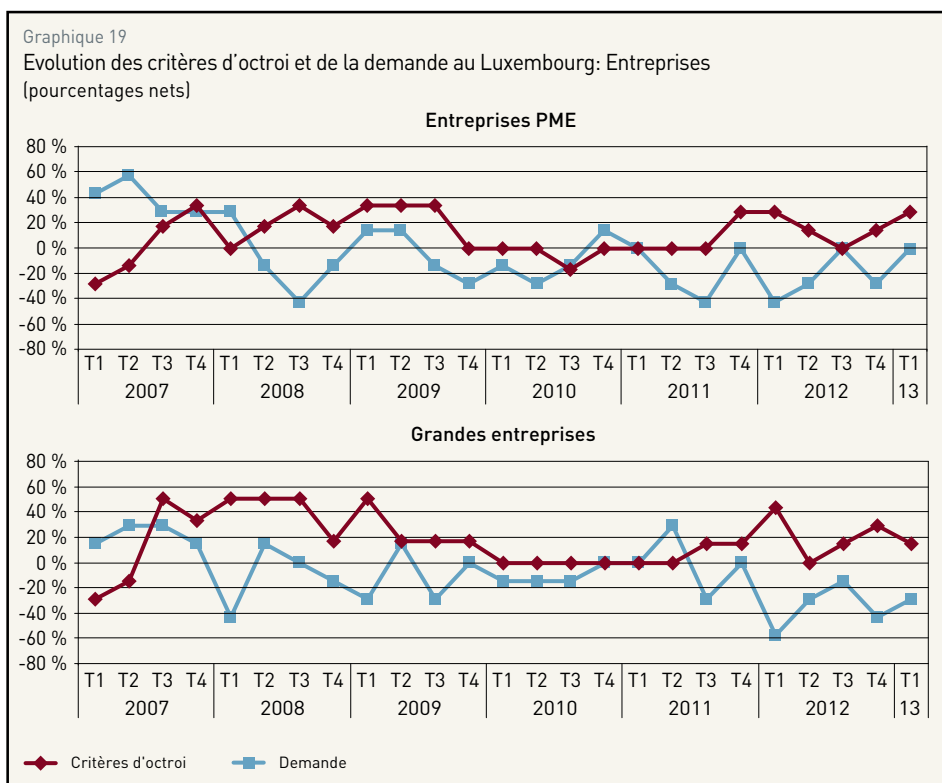
1.2.3.2.4 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande. Les résultats de

l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement des critères d'octroi (une hausse de la demande) et la part de celles ayant signalé un assouplissement (une baisse). A noter que les résultats luxembourgeois ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

La plus récente enquête fut réalisée en avril 2013 et couvre le premier trimestre 2013. Au Luxembourg, les résultats indiquent que les banques sont devenues plus restrictives en matière d'octroi de crédits aux entreprises. Les critères d'attribution appliqués aux crédits aux ménages sont restés inchangés. S'agissant de la demande nette, cette dernière a continué à se replier légèrement au Luxembourg pour les entreprises alors que la demande nette relative aux crédits aux ménages s'est inscrite en hausse. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les résultats font apparaître que si le durcissement net des critères d'octroi de prêts appliqués par les banques aux entreprises et aux ménages a continué de se modérer, le fléchissement net de la demande de prêts s'est accentué, en particulier pour les ménages.

Pour les données dérivées des questions régulières de l'enquête, les graphiques représentent l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs au Luxembourg.



Source : BCL

Luxembourg s'est également traduit par des conditions d'octroi (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur) moins favorables, notamment en ce qui concerne les marges des banques. Force est de constater que les critères d'attribution n'ont toujours pas été assouplis depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, ni au Luxembourg, ni dans la zone euro dans son ensemble.

Entreprises: Au Luxembourg, les résultats de l'enquête indiquent que les banques ont durci leurs critères d'octroi des crédits octroyés aux PME (petite et moyenne entreprise) et aux grandes entreprises. Les critères d'attribution font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit d'une banque. Les pourcentages nets s'inscrivent respectivement à +29% et +14%. Dans la zone euro, les pourcentages nets sont restés positifs mais légèrement moins prononcés par rapport au quatrième trimestre 2012. Cette évolution est surtout attribuable à une détérioration des perceptions de risques des banques.

Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro et au

La demande nette émanant des grandes entreprises a diminué à nouveau, alors que celle émanant des PME est restée inchangée. Selon les banques, cette évolution découle surtout d'un recours à d'autres types de financement, comme du financement interne et des émissions de titres de créances. Généralement, la demande émanant des entreprises au Luxembourg est plutôt morose, voire négative, depuis 2008. Dans la zone euro, la demande nette a également reculé. Cette évolution est imputable à un moindre besoin de financement lié notamment aux investissements en capital fixe.

Ménages (habitat): En ce qui concerne les crédits immobiliers octroyés aux ménages luxembourgeois, les critères d'attribution, qui font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit d'une banque, sont restés inchangés au premier trimestre 2013. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont durcis davantage, en raison des perspectives maussades en ce qui concerne l'activité économique générale ainsi que des perspectives défavorables concernant le marché du logement.

Quelques banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé un durcissement de certaines conditions d'octroi (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur), notamment en ce qui concerne les marges sur les prêts plus risqués perçues par les banques et la quotité d'emprunt (loan-to-value ou LTV ratio). Dans la zone euro, le durcissement des critères d'octroi s'est surtout traduit par un élargissement des marges sur les crédits plus risqués.

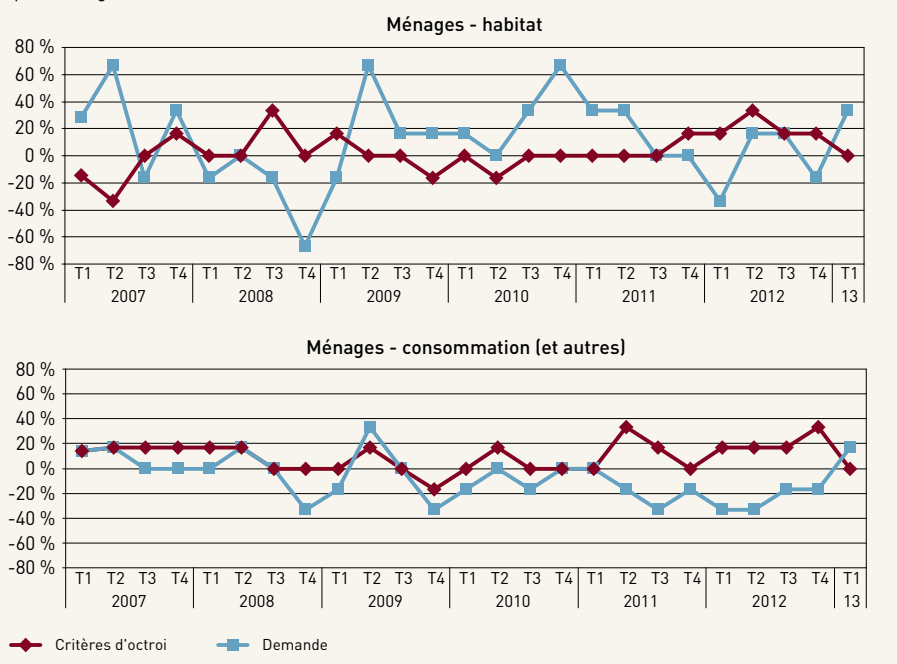
La demande nette relative aux crédits immobiliers a rebondi au premier trimestre 2013. Par contre dans la zone euro dans son ensemble, la demande nette s'est repliée. Cette évolution serait principalement imputable à un moindre besoin de financement découlant d'une dégradation des perspectives sur le marché du logement et de la confiance des consommateurs.

Ménages (consommation et autres) : Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés au premier trimestre 2013. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont quelque peu durcis, en raison des perceptions de risques des banques découlant notamment de la capacité de remboursement des consommateurs.

Les pourcentages nets relatifs aux conditions d'octroi (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur) ont été peu élevés au Luxembourg et dans la zone euro.

Au Luxembourg, la demande nette s'est inscrite en légère hausse pour la première fois depuis 2009. Au niveau de la zone euro la demande nette s'est repliée davantage au premier trimestre 2013, en raison d'un recul des dépenses de consommation en biens durables et d'une baisse de la confiance des consommateurs.

Graphique 20

Evolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg: Ménages
(pourcentages nets)

Source : BCL

Réponses aux questions supplémentaires: L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée au premier trimestre 2013 comprenait aussi deux questions supplémentaires, dont une qui a trait à l'accès au financement des banques. Depuis l'enquête de janvier 2012, cette question couvre également l'impact des tensions financières sur l'évolution des dépôts des banques. Les résultats de l'échantillon luxembourgeois n'indiquent pas de détériorations des conditions d'accès au financement. Dans la zone euro, les banques ont fait état d'une nouvelle amélioration, moins prononcée toutefois, de leur accès au financement pour la plupart des catégories (dépôts à court terme, marchés monétaires, émission de titres de créance et titrisation) par rapport au quatrième trimestre 2012.

Une autre question supplémentaire permet d'évaluer plus spécifiquement l'impact de la crise de la dette souveraine sur les conditions de refinancement des banques, ainsi que sur les critères d'octroi. Depuis l'enquête de janvier 2013, cette question couvre également l'impact sur les marges des banques. Au Luxembourg, l'exposition directe à la dette souveraine a légèrement contribué à un durcissement des critères d'octroi, alors qu'aucune incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement et les marges de crédits n'a été rapportée. Dans la zone euro dans son ensemble, l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques ainsi que sur les critères d'octroi s'est légèrement atténuée par rapport au trimestre précédent.

Encadré 4 :

L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits octroyés au secteur privé³⁰, publié en mars 2013 (voir Bulletin 2013/1). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le premier trimestre, ainsi qu'avril 2013.

L'encadré est focalisé sur les données bilantaires (données BSI) des IFM, notamment en raison d'une ventilation détaillée de ces données. Si plusieurs ajustements statistiques ont été effectués, les séries ne sont pas ajustées pour les effets saisonniers. Les informations prises en compte pour analyser l'évolution des crédits octroyés au secteur privé comprennent également d'autres sources, dont la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données MIR) qui couvre les volumes de crédits nouvellement accordés, ainsi que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) qui fournit des indications sur l'évolution de l'offre et de la demande des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises.

Dans le *Graphique 1*, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé par les IFM implantées au Luxembourg sont ventilées selon l'origine géographique des contreparties. Le graphique retrace également l'évolution du taux de croissance annuel des crédits octroyés par l'ensemble des IFM de la zone euro aux contreparties du secteur privé de la zone euro.

La progression annuelle des crédits octroyés par les IFM de la zone euro est devenue négative à la fin du deuxième trimestre 2012 et s'est stabilisée à environ -0,8% depuis le quatrième trimestre 2012. La série luxembourgeoise avait déjà atteint un niveau en dessous de zéro au début de l'année 2012. Par rapport au développement des crédits octroyés par les IFM de la zone euro, la série luxembourgeoise a entamé une tendance haussière au premier trimestre 2013, pour finalement s'établir à -2,4% en avril 2013. Si la contribution des crédits octroyés aux non-résidents est négative depuis avril 2012, celle des crédits destinés aux contreparties résidentes est devenue légèrement positive au premier trimestre 2013.

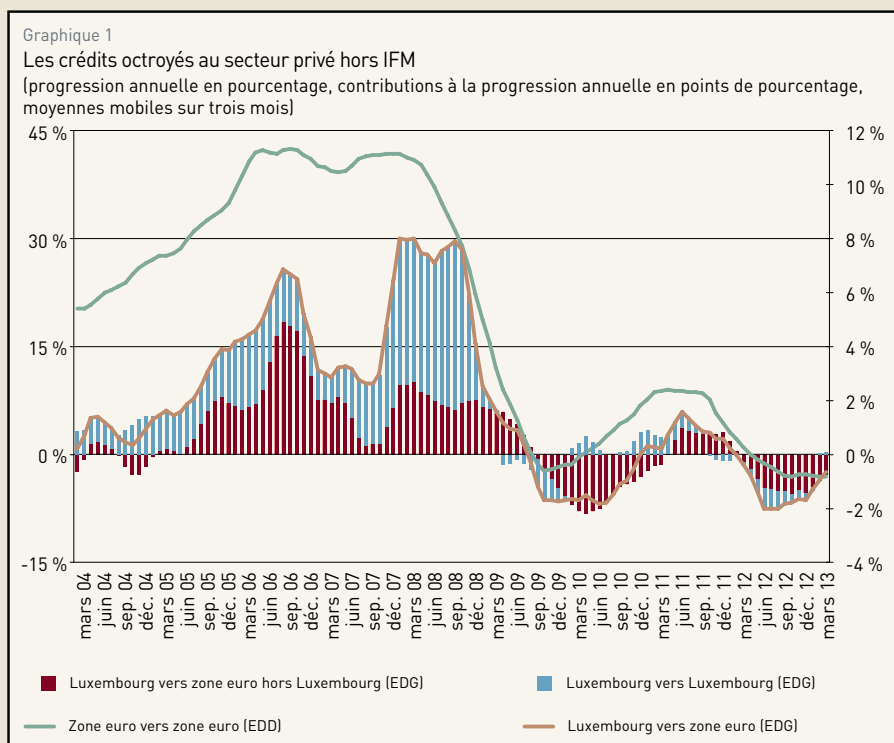
³⁰ Dans le présent encadré, « secteur privé » signifie « secteur privé hors institutions financières monétaires (IFM) ». L'interbancaire est exclu de l'analyse, entre autres en raison de sa volatilité. Le secteur privé se compose des ménages, des sociétés non-financières (SNF) ou entreprises, des sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) et des autres intermédiaires financiers (AIF). Les prêts aux ménages sont également ventilés selon le type de crédit (crédits immobiliers, crédits à la consommation et autres crédits). Légèrement plus de la moitié des prêts octroyés par les IFM au Luxembourg à des contreparties du secteur privé de la zone euro sont destinés à des non-résidents.

La suite de l'encadré se limitera aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associés aux développements macroéconomiques luxembourgeois.

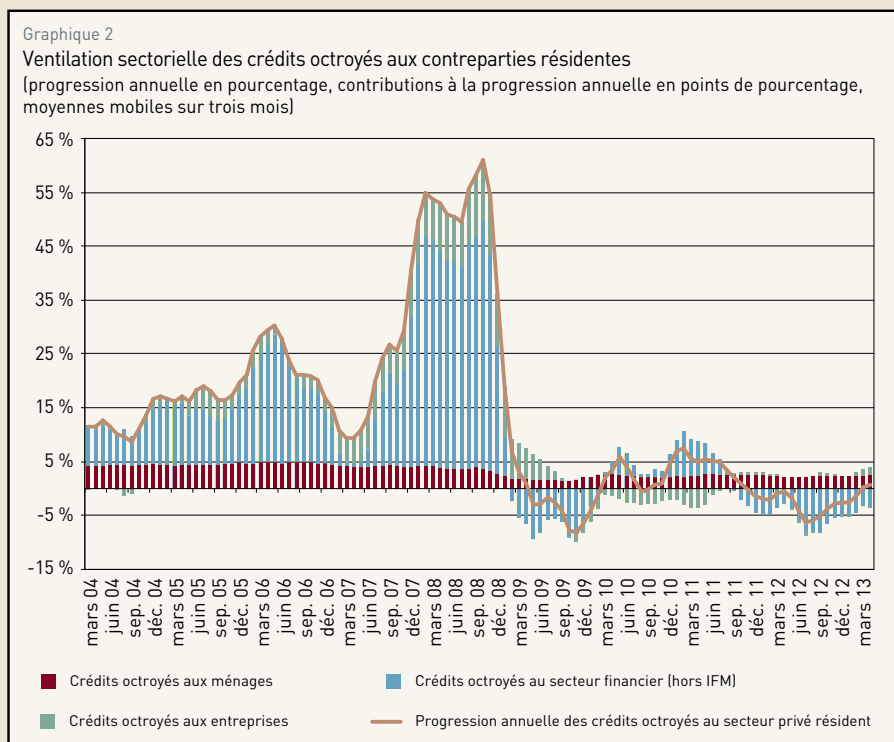
Selon les données d'avril 2013, environ 40% des encours de crédits octroyés aux résidents sont destinés au secteur financier hors institutions financières monétaires (IFM), dont en majeure partie des crédits octroyés aux AIF. La part des crédits aux SAEP est peu élevée. Environ un tiers des crédits sont octroyés aux ménages, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 20% des encours sont destinés aux entreprises. La composition sectorielle des encours a d'importantes implications pour les développements des crédits et pour l'économie plus généralement.

Compte tenu du poids des crédits aux AIF (largement composés de fonds d'investissement), il est peu surprenant de constater que la faible dynamique des crédits octroyés aux contreparties résidentes soit largement attribuable à une évolution défavorable des crédits octroyés au secteur financier hors IFM, comme l'établit le *Graphique 2*.

En effet, la contribution négative des crédits au secteur financier hors IFM à la progression annuelle de l'ensemble des crédits octroyés au secteur privé persiste depuis plusieurs trimestres. La contribution



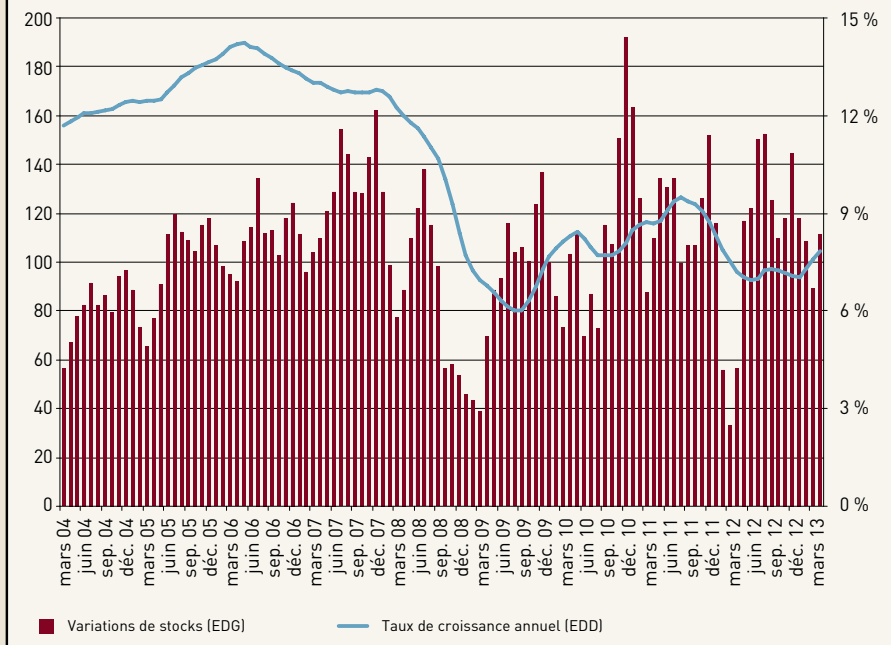
Sources : BCL, BCE



Source : BCL

Graphique 3

Les crédits immobiliers octroyés aux résidents du Luxembourg
(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

des crédits aux ménages, principalement influencée par des crédits immobiliers, est toutefois toujours positive. Au premier trimestre, la contribution des crédits octroyés aux SNF a entamé une tendance positive. Toutefois, cette dynamique reste à confirmer dans les mois futurs.

Malgré l'importance des crédits octroyés au secteur financier, une analyse détaillée de ce secteur dépasse la portée de cet encadré. Maintes informations disponibles pour les secteurs des ménages et des entreprises ne couvrent d'ailleurs pas les AIF. Les variables explicatives sous-jacentes ne sont de surcroît pas aisément identifiables, même suite à un travail analytique approfondi.

Le *Graphique 3* présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou de variations de stocks³¹ (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

Après une baisse constatée depuis la mi-2011, le taux de croissance annuel des crédits à l'habitat s'est stabilisé depuis le troisième trimestre 2012, pour s'inscrire à 7,9% en avril 2013. Les variations mensuelles des encours se poursuivent à des niveaux élevés.

La collecte MIR fournit des informations supplémentaires sur les développements des crédits immobiliers. Elle permet notamment d'apprécier l'évolution des crédits nouvellement accordés, alors que les développements des volumes de crédit dérivés des données bilantaires des banques sont également affectés par les remboursements de crédits, qui ont un impact négatif sur les encours. Les données disponibles dans le cadre de la collecte MIR, non reprises dans le graphique, vont dans le sens d'une progression continue des crédits à l'habitat nouvellement accordés³². Si la progression annuelle de ces crédits est très volatile, elle confirme toutefois la modération de la dynamique de crédits discernable sur base des données bilantaires reprises dans le graphique. Comme indiqué dans la note de bas de page sur les différences méthodologiques entre la collecte MIR et la collecte BSI, les données MIR ne sont pas ventilées selon l'origine géographique de la contrepartie. Néanmoins, la ventilation des encours indique que la vaste majorité des crédits immobiliers (plus de 90%) sont destinés à des ménages résidents. Afin d'être complet, il est utile de mentionner la collecte statistique sur les crédits immobiliers

31 Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours (corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).

32 Il convient de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte MIR et la collecte BSI. Par exemple, pour la collecte MIR il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données BSI seuls les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte MIR comprennent toutes les renégociations des crédits existants et ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg. Les informations disponibles dans le cadre de cette collecte trimestrielle sont largement en ligne avec la modération de la dynamique de crédits précitée.

Selon les informations disponibles dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, ces développements s'expliqueraient surtout par l'évolution de la demande de crédits immobiliers. La demande nette relative aux crédits immobiliers a rebondi lors de la plus récente enquête, après une légère baisse remarquée au quatrième trimestre 2012. Pour ce qui est du côté de l'offre de crédits, les critères d'octroi sont restés inchangés au premier trimestre 2013. Plus généralement, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique toutefois que les critères d'attribution relatifs aux crédits à l'habitat n'ont pas changé considérablement depuis l'émergence des turbulences financières.

Il convient d'évoquer les développements des crédits à la consommation, qui se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. La progression annuelle s'inscrit aux alentours de zéro depuis le troisième trimestre 2012. Les variations mensuelles des encours de crédits ont fortement rebondi suite au festival de l'automobile au premier trimestre, avant de s'inscrire aux alentours de zéro en avril. Ces développements sont largement en ligne avec l'évolution des crédits nouvellement accordés.

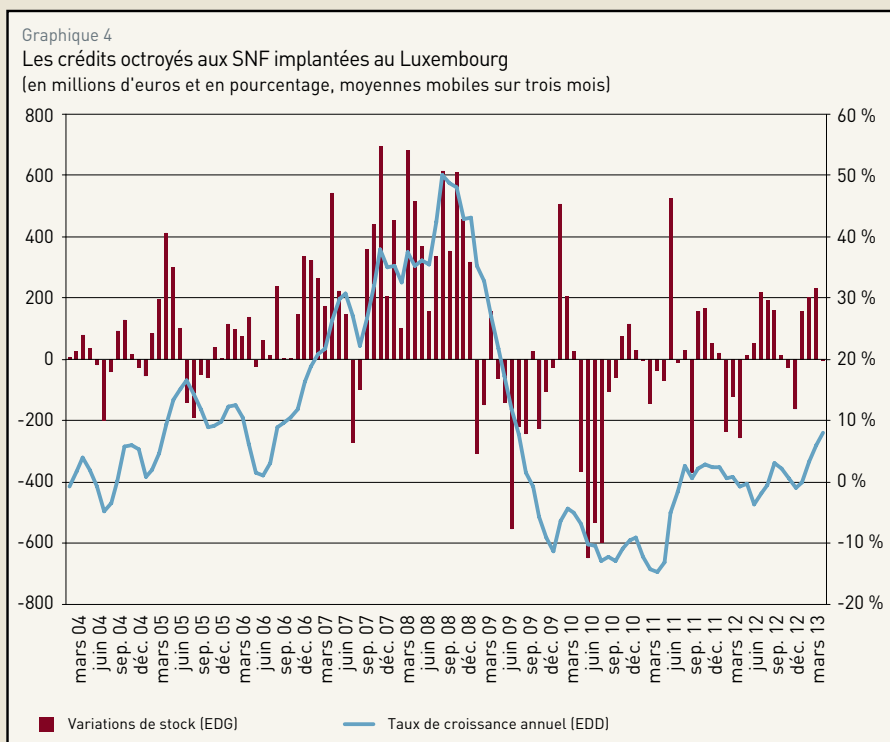
L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés entre janvier et mars 2013, tandis que la demande nette s'est inscrite en légère hausse.

Pour ce qui est du secteur des entreprises, l'évolution des crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg a rebondi au premier trimestre 2013 après une évolution plutôt atone en 2012, comme le montre le *Graphique 4*.

Le taux de croissance annuel des volumes d'encours de crédits est devenu positif au premier trimestre pour s'inscrire à 8,1% en avril. Cette évolution

positive découle partiellement d'un effet de base. L'évolution des variations mensuelles des encours demeure plutôt morose, malgré des flux positifs constatés entre janvier et mars 2013. S'agissant des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte MIR, les volumes mensuels relatifs aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros continuent à s'inscrire à des niveaux élevés. Par contre, les gros volumes se maintiennent à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009.

Dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les banques ont indiqué avoir durci leurs critères d'octroi des crédits aux PME (petites et moyennes entreprises) ainsi qu'aux grandes entreprises. La demande s'est inscrite de nouveau en baisse au premier trimestre 2013.



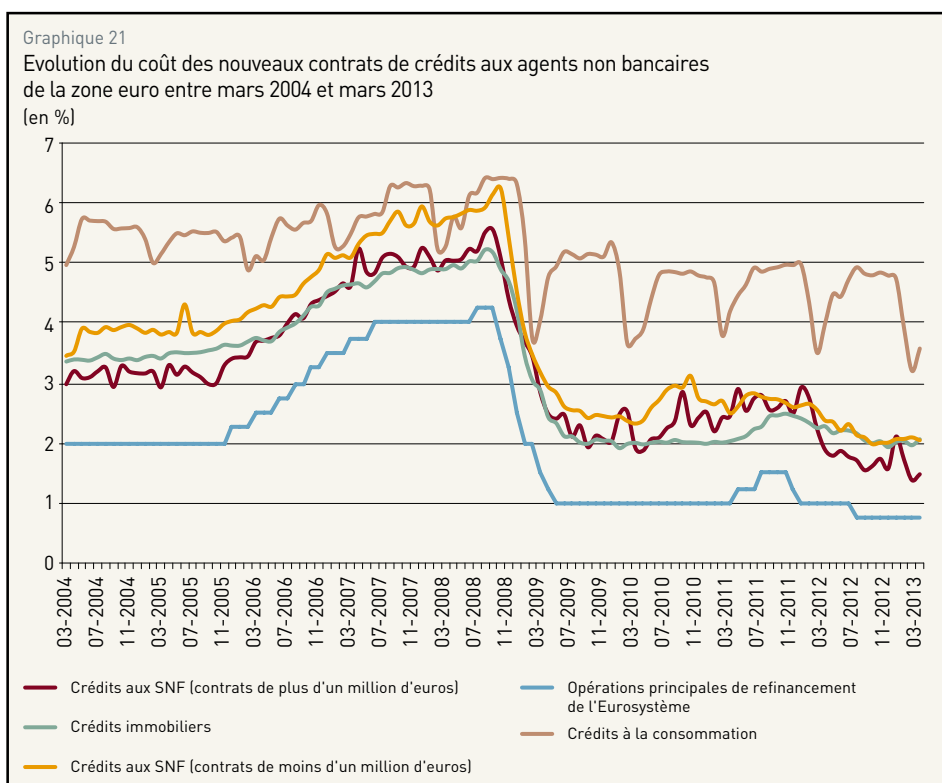
Source : BCL

On peut donc conclure que, malgré une tendance haussière, le recul des crédits octroyés au secteur privé résident s'est poursuivi au premier trimestre ainsi qu'en avril 2013, évolution qui découle d'une diminution continue des crédits octroyés au secteur financier hors IFM. Les encours de crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse continue, la progression annuelle s'étant stabilisée depuis le troisième trimestre 2013 à environ 7%. La progression des encours de crédits destinés aux entreprises établies au Luxembourg a rebondi au premier trimestre 2013. Toutefois, cette dynamique reste à confirmer dans les mois futurs. Si l'enquête sur la distribution du crédit bancaire ne signale pas de durcissement généralisé des critères d'octroi, un durcissement partiel se dégage des résultats récents. Ces derniers suggèrent toutefois que les développements des crédits à l'habitat ainsi que des crédits octroyés aux SNF s'expliquent notamment par l'évolution de la demande.

1.2.3.2.5 Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises

Taux d'intérêt des crédits accordés par les banques

Dans la lignée de la baisse des taux directeurs de l'Eurosystème, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable³³ a diminué de 22 points de base entre mars 2012 (2,28%) et mars 2013 (2,06%). Sur base de chiffres provisoires, le taux variable sur les nouveaux crédits immobiliers est en baisse en avril 2013 à 2%. A titre indicatif, le mois de janvier 2010 s'était caractérisé par l'observation la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique (en 2003) avec un taux de 1,91%, tandis que le taux du mois d'août 2008 était le taux le plus élevé enregistré à 5,22%.



Source : BCL

Le coût des crédits à la consommation est également en baisse entre mars 2012 et mars 2013. Ainsi, le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation du taux est comprise entre une et cinq années est passé de 3,98% à 3,58%. Les conditions de financement des crédits à la consommation se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité, leur évolution doit donc être appréhendée avec prudence. A titre d'exemple, le taux des crédits à la consommation est généralement plus favorable en février et en mars en raison du festival de l'automobile à Luxembourg. Ainsi, les chiffres provisoires d'avril 2013 confirment cela en indiquant que le coût des crédits à la consommation est en hausse de 69 points de base pour atteindre 4,59%.

La catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux

33 Taux variable et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à un an.

investissements immobiliers ni à la consommation, a également vu son coût diminuer entre mars 2012 (2,18%) et mars 2013 (1,47%). Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente. Sur base des données provisoires pour le mois d'avril 2013, le coût variable des autres crédits s'établit à 1,45%.

La baisse des taux directeurs de l'Eurosystème s'est également répercutée sur tous les nouveaux contrats passés avec les sociétés non financières entre mars 2012 et mars 2013.

Ainsi pour les nouveaux crédits accordés aux sociétés non financières ayant un montant inférieur

à un million d'euros, nous notons, pour les contrats à taux variable, une baisse de 33 points de base. Le taux correspondant est en effet passé de 2,38% en mars 2012 à 2,05% en mars 2013. En ce qui concerne le mois d'avril 2013, les chiffres provisoires disponibles indiquent que le taux variable s'est inscrit à 2%.

Pour ce qui est du coût des nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières pour des montants supérieurs à un million d'euros, nous notons une baisse de 41 points de base. Le taux correspondant est en effet passé de 1,89% en mars 2012 à 1,48% en mars 2013 et à 1,43% selon les chiffres provisoires du mois d'avril 2013.

Taux d'intérêt des dépôts en banque

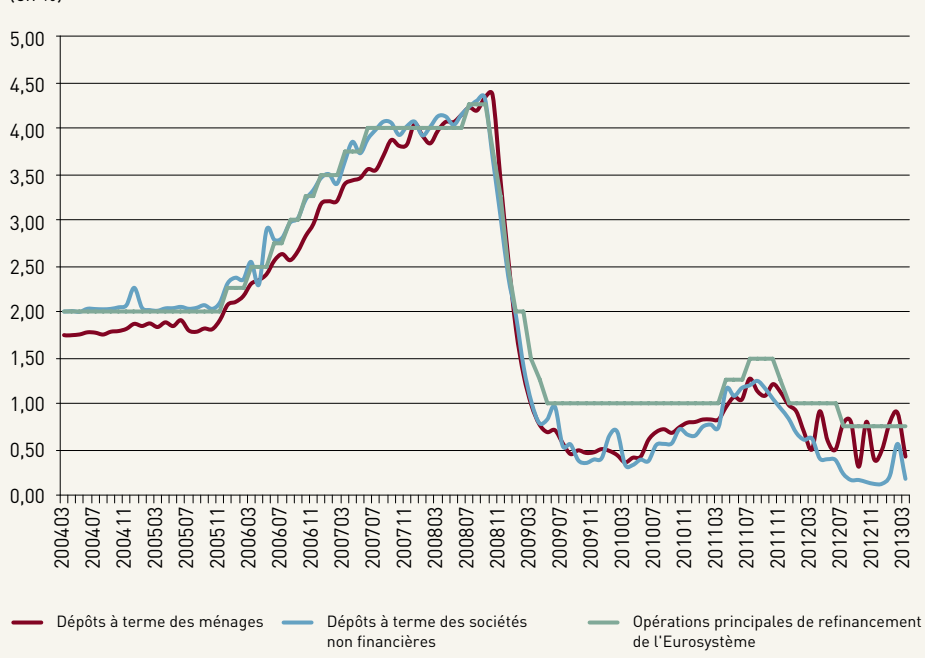
La rémunération des dépôts est en baisse générale entre mars 2012 et mars 2013, dans le sillage de la baisse des taux directeurs de l'Eurosystème.

En ce qui concerne la rémunération des dépôts à terme des ménages d'une durée inférieure ou égale à 1 an, elle est passée de 0,50% en mars 2012 à 0,42% l'année suivante. A titre d'information, le mois de septembre 2012 s'est caractérisé par l'observation la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique avec un taux de 0,31%, tandis que le taux du mois d'octobre 2008 était le taux le plus élevé enregistré à 4,36%. Les chiffres provisoires d'avril 2013 indiquent que la rémunération de ces dépôts est cependant en hausse à 0,85%.

Concernant la rémunération des dépôts des sociétés non financières d'une durée inférieure ou égale à 1 an, les mois de novembre et de décembre 2012 se sont caractérisés par les observations les plus basses depuis la mise en place de cette collecte statistique avec un taux à 0,12%, le taux du mois de mars 2013 est de 0,18%. C'est en septembre 2008, que le taux le plus élevé (4,33%) avait été enregistré. En avril 2013, la rémunération des dépôts d'une durée inférieure ou égale à 1 an est passée à 0,21%, toujours selon les chiffres provisoires.

Graphique 22

Evolution de la rémunération des dépôts aux agents non bancaires de la zone euro sur la période entre mars 2004 et mars 2013 (en %)



Source : BCL

A titre informatif, les chiffres commentés ci-dessus ne reflètent pas la récente baisse des taux directeurs de la BCE, effective depuis le 8 mai 2013.

1.2.3.2.6 L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements luxembourgeois à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger diminue de 8,1% par rapport au premier trimestre de l'année précédente pour s'élever à 1 310 millions d'euros fin avril 2013. En substance, cette baisse provient de l'effet conjugué d'une baisse des revenus d'intérêts et une hausse des frais de personnel.

Tableau 10:

Comptes de profits et pertes agrégés en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des établissements luxembourgeois (en millions d'euros, sauf indication contraire)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	03-2012	03-2013	03-2012 - 03-2013	
				VARIATION EN POURCENT	VARIATION EN TERMES BRUTS
1	Produits d'intérêts	4 680	3 315	-29,2	-1,365
2	Produits de dividendes	96	87	-9,4	-9
3	Charges d'intérêts	3 363	2 215	-34,1	-1,148
4	Marge sur intérêts (1+2+3)	1 413	1 187	-16,0	-226
5	Revenus nets sur commissions	1 025	1 132	10,4	107
6	Revenus nets sur opérations de change	78	111	42,3	33
7	Autres revenus nets	174	217	24,7	43
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	1 277	1 460	14,3	183
9	Produit bancaire (4+8)	2 690	2 647	-1,6	-43
10	Frais de personnel	679	739	8,8	60
11	Frais d'exploitation	517	530	2,5	13
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 196	1 269	6,1	73
13	Amortissements sur immobilisé non financier	68	68	0,0	0
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	1 426	1 310	-8,1	-116

Source: BCL, sur base d'une collecte de la CSSF

Au niveau des revenus sur intérêts, marqués par de faibles marges d'intermédiation, les intérêts perçus baissent de 29,2% (soit 1 365 millions d'euros) par rapport au premier trimestre de l'année précédente, s'inscrivant dès lors à 3 315 millions d'euros, tandis que les intérêts bonifiés diminuent de 34,1% (soit 1 148 millions d'euros) pour s'élever à 2 215 millions d'euros. Les produits de dividendes ont quant à eux reculé de 9,4% pour s'établir à 87 millions d'euros à la fin de mars 2013. Par conséquent, sur base annuelle, la marge sur intérêts (dividendes compris) atteint 1 187 millions d'euros à la fin du premier trimestre 2013, affichant une diminution de 16,0% en comparaison annuelle (soit 226 millions d'euros en termes bruts). Il convient de noter que la baisse de la marge sur intérêts intervient dans un contexte de baisse des taux d'intérêt accordés aux ménages et aux sociétés non-financières.

A contrario, les revenus hors intérêts augmentent de 14,3% (soit 183 millions d'euros) sur douze mois pour s'établir à 1 460 millions d'euros à la fin de mars 2013, contre 1 277 millions d'euros à la même période de l'année précédente. Cette source de revenus est principalement soutenue par les revenus nets sur commission. Ces derniers profitent des conditions plus favorables sur le marché des actions et augmentent de 107 millions d'euros en comparaison annuelle pour s'élever à 1 132 millions d'euros au mois de mars 2013.

Les autres revenus nets reflètent les variations de juste valeur des portefeuilles-titres détenus par les banques. Ces revenus non-récurrents, d'un caractère typiquement hétérogène et volatil, contribuent à hauteur de 217 millions d'euros au produit bancaire. Par rapport au premier trimestre de l'année 2012, cette position enregistre une hausse de 24,7%, soit 43 millions d'euros en termes bruts, contrastant avec la baisse de 121 millions d'euros entre le mois de mars 2011 et mars 2012.

Par conséquent, le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 1,6% en comparaison annuelle et s'élève à 2 647 millions d'euros au 31 mars 2013.

Du côté des frais généraux, on note une progression de 6,1% par rapport à l'année précédente. Ce chiffre se décompose en une hausse de 2,5% des frais d'exploitation (soit une progression de 13 millions d'euros) et de 8,8% des frais de personnel (soit 60 millions d'euros de plus). L'augmentation des frais de personnel est en partie due aux charges engendrées par les mesures de réduction des effectifs de certains établissements de crédit mais également à des effets statistiques, une banque de la place ayant changé la date de clôture de ses comptes.

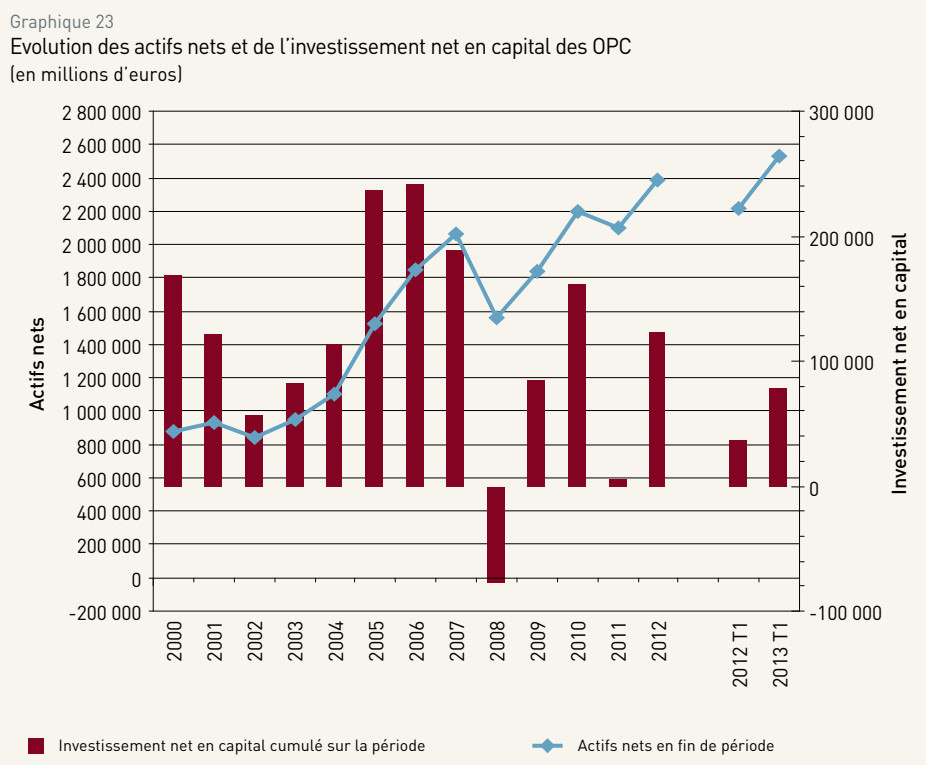
1.2.3.2.7 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 13 unités au cours du premier trimestre de 2013 sous l'effet, notamment, de la poursuite de la progression du nombre de fonds d'investissements spécialisés (+20 unités entre décembre 2012 et mars 2013). Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 105 unités au cours du trimestre écoulé, passant ainsi de 13 420 à 13 525 unités.

L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Au cours du premier trimestre de 2013, les marchés financiers ont enregistré des performances plutôt positives. En parallèle, les investissements nets se sont montés à 78 213 millions d'euros au cours de la même période. Par conséquent, la valeur nette d'inventaire (VNI) observée à la fin du mois de mars s'est appréciée de près de 6% par rapport au niveau observé en décembre 2012. A la fin mars 2013, la VNI totale des fonds d'investissement s'élevait à 2 528 920 millions d'euros, ce qui représente une croissance de 14,1% par rapport au niveau observé à la fin mars 2012.



Source : CSSF

Tableau 11 :

Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif (en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	dont nombre de compart. monétaires	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ^{1) 2)}	Variation des marchés financiers ³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2002	1 941	7 806	375	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	445	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	432	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	449	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	451	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	463	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	477	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	479	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	461	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	412	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	280	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2012										
jan.	3 837	13 273	303	2 157 081	5 163	55 406	-26 946	-1,2	60 569	2,9
fév.	3 847	13 334	302	2 203 159	13 104	32 974	-5 039	-0,2	46 078	2,1
mars	3 866	13 343	297	2 217 206	18 102	-4 055	26 310	1,2	14 047	0,6
avril	3 872	13 368	295	2 225 600	4 362	4 032	30 192	1,4	8 394	0,4
mai	3 874	13 412	294	2 212 027	4 669	-18 242	-7 181	-0,3	-13 573	-0,6
juin	3 867	13 407	292	2 224 479	-2 081	14 533	39 480	1,8	12 452	0,6
juil.	3 864	13 408	291	2 296 717	6 672	65 566	107 052	4,9	72 238	3,2
août	3 872	13 439	291	2 295 399	10 515	-11 833	209 458	10,0	-1 318	-0,1
sep.	3 866	13 434	290	2 314 448	9 434	9 615	282 371	13,9	19 049	0,8
oct.	3 868	13 479	288	2 329 649	21 127	-5 926	257 712	12,4	15 201	0,7
nov.	3 863	13 481	284	2 359 722	15 422	14 651	300 303	14,6	30 073	1,3
déc.	3 841	13 420	280	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7	24 104	1,0
2013										
jan.	3 840	13 436	229	2 405 928	26 675	-4 573	248 847	11,5	22 102	0,9
fév.	3 849	13 518	229	2 468 070	29 323	32 819	264 911	12,0	62 142	2,6
mars	3 854	13 525	229	2 528 920	22 215	38 635	311 714	14,1	60 850	2,5

Source : CSSF

¹⁾ L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

²⁾ Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2011 et 2012.

³⁾ Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement (fonds actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, 'hedge funds' et autres fonds) est présentée dans le tableau suivant.

Tableau 12 :

Evolution du total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement

(en millions d'euros, encours en fin de période)


	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	HEDGE FUNDS	AUTRES FONDS
2009	582 011	590 183	410 505	31 407	26 587	52 904
2010	755 119	743 202	506 755	39 009	31 961	62 355
2011	780 519	628 449	519 059	43 020	29 600	61 219
2012	1 011 961	713 103	572 209	43 800	27 505	61 806
Reclassifications	38 983					
2012						
jan.	852 974	668 421	533 812	44 172	30 466	62 272
fév.	872 531	694 294	547 487	43 465	30 969	62 553
mars	885 201	694 947	552 459	43 224	30 240	62 014
avril	895 892	691 688	550 506	43 436	30 218	62 578
mai	911 661	656 735	544 169	43 585	29 488	62 758
juin	927 583	665 215	545 516	43 678	29 357	63 154
juil.	968 674	692 378	561 199	44 103	29 517	67 399
août	974 636	685 727	565 938	41 552	28 462	68 230
sep.	977 281	700 706	573 827	40 970	29 498	70 494
oct.	992 766	695 542	569 491	44 079	28 343	66 527
nov.	1 006 945	704 789	569 271	44 737	27 713	63 623
déc.	1 011 961	713 103	572 209	43 800	27 505	61 806
2013						
janv.	1 033 184	733 911	585 678	44 111	27 494	60 192
févr.	1 066 969	757 988	600 735	44 447	27 789	62 945
mars	1 105 751	785 554	616 724	44 198	26 882	66 791

Source : BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds depuis décembre 2009. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires, les fonds d'actions et les fonds mixtes représentent les catégories de fonds les plus importantes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie 'autres fonds' reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment et qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

Rappelons qu'en janvier 2012, le reclassement de certains fonds monétaires en fonds non-monétaires a augmenté artificiellement le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 38 983 millions d'euros.

Au cours du premier trimestre de 2013, les fonds obligataires ont connu une croissance de 9,3%, poursuivant ainsi la progression régulière et constante enregistrée depuis le début de l'année 2012. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui progressé de 10,1% sur la période étudiée, pour atteindre un encours de 785 554 millions d'euros à la fin du mois de mars. Les actifs des fonds



mixtes ont également augmenté de 7,8%. Enfin, les fonds immobiliers, les 'hedge funds', et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de 0,9%, -2,3% et 8,1% au cours du premier trimestre.

1.2.3.3 Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin mars 2013, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 229 unités, en baisse de 51 unités par rapport au mois de décembre. Cette évolution est due à la suppression des compartiments inactifs depuis janvier 2012 dont le prospectus n'a pas été mis à jour pour se conformer à la définition des OPC monétaires entrée en vigueur au cours de cette période. Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était déjà tombé de 412 à 303 en raison d'un changement de définition³⁴.

La somme des bilans

Au cours du premier trimestre de 2013, la somme des bilans a diminué, passant de 223 788 millions d'euros à 220 170 millions d'euros. Depuis le début de l'année 2012, le total bilantaire des fonds monétaires affiche une tendance nettement baissière.

Les actifs des fonds monétaires évoluent généralement à l'inverse des marchés financiers. Lorsque ceux-ci affichent de bonnes performances, comme en juin/juillet ou septembre de cette année, les OPC monétaires perdent de leur attrait aux yeux des investisseurs. Par contre, en cas d'instabilité sur les marchés financiers, comme au cours de la période mars-mai, les gestionnaires de patrimoine se tournent vers les OPC monétaires, dont les rendements sont limités mais constituent un placement peu risqué et liquide. Le contexte de taux d'intérêt faibles et de baisse de l'aversion au risque au quatrième trimestre de 2012 et au premier trimestre de 2013 a ainsi négativement affecté le bilan des OPC monétaires.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et d'un portefeuille de titres de créance dont la maturité moyenne n'excède pas 6 mois. De plus, ces titres de créances doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement 883/2011 de la BCE.

Fin mars 2013, le portefeuille de titres représentait 76,4% de l'actif, soit 168 174 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 21,5%, soit 47 256 millions d'euros. Au cours du premier trimestre de 2013, la diminution du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une contraction des créances bancaires (-9,2%), le portefeuille de titres demeurant quant à lui relativement stable (+0,6%).

³⁴ Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.

Tableau 13 :

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des OPC monétaires et leur évolution

(encours en fin de période)

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	03-2012	12-2012	03-2013	03-2012 - 03-2013		12-2012 - 03-2013		01-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	54 364	52 067	47 256	-7 108	-13,1	-4 811	-9,2	21,5
Portefeuille titres	191 826	167 093	168 174	-23 652	-12,3	1 081	0,6	76,4
Autres actifs	6 216	4 628	4 740	-1 476	-23,7	112	2,4	2,2
Total de l'actif	252 406	223 788	220 170	-32 236	-10,6	-3 618	-1,6	100,0

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Fin mars 2013, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (90 627 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (48 210 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (28 759 millions d'euros).

Au cours du premier trimestre de 2013, le volume total des titres en portefeuille a augmenté de 0,7%, la baisse des titres émis par les administrations publiques (-5,7%) et le secteur privé non bancaire (-8,7%) étant plus que compensée par la hausse des titres émis par les établissements bancaires (+8,1%).

Tableau 14 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie¹⁾

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	03-2012	12-2012	03-2013	03-2012 - 03-2013		12-2012 - 03-2013		03-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Etablissements de crédit	104 145	83 823	90 627	-13 518	-13,0	6 804	8,1	54,1
Administrations publiques	51 796	51 106	48 210	-3 586	-6,9	-2 896	-5,7	28,8
Autres secteurs	35 230	31 498	28 759	-6 471	-18,4	-2 739	-8,7	17,2
Total	191 171	166 427	167 596	-23 575	-12,3	1 169	0,7	100,0

Source : BCL

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.²⁾ Poids relatif par rapport au total des crédits**1.2.3.4 Commerce et autres services non financiers**

Les statistiques de l'année 2012 relatives aux ventes dans le commerce et aux autres activités tertiaires du secteur non financier ne sont guères réjouissantes, exception faite pour le commerce de détail. Les évolutions en 2012 en moyenne annuelle des chiffres d'affaires (CAs) ont été négatives dans plusieurs secteurs et non les moindres : le commerce et la réparation automobile, le commerce de gros, le transport par eau, le transport aérien et les services auxiliaires des transports (voir tableau). La très bonne résistance du commerce de détail s'est poursuivie en 2012 (+22,9%). Néanmoins, il convient de souligner qu'une fois de plus, le commerce électronique (relevant des ventes par correspondance ou VPC) et la vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS) se sont avérés être les principaux moteurs du commerce de détail dans son ensemble.

Les données provisoires pour les mois de janvier et février 2013 indiquent une hausse notable du CA dans le commerce de détail (+19,9% par rapport au bimestre janvier-février 2012) et plus limitée dans le commerce de détail hors VPC et VCMS (+1,5%). La hausse du CA a aussi été conséquente dans le transport aérien (+11,6%) et dans une moindre mesure dans l'hôtellerie-restauration (+3,5%). Pour ce qui est du commerce de gros et des services liés aux transports (hors aérien), les évolutions des CAs ont au contraire été très défavorables. Le CA a ainsi baissé de 5,5% dans le commerce de gros.

Dans le secteur automobile, 50 398 nouvelles immatriculations ont été enregistrées sur l'ensemble de l'année 2012 au Luxembourg. Ce chiffre, qui constitue la quatrième meilleure performance depuis 1981, permet de se rapprocher des sommets atteints avant la crise financière.

Avec une hausse de 1% de ses immatriculations automobiles enregistrées en 2012, le Luxembourg pourrait sembler avoir fait preuve d'une certaine forme de résistance en comparaison avec la baisse observée dans l'Union européenne sur la même période (-8,2%) ou chez ses principaux partenaires économiques (-13,9% en France, -14,9% en Belgique et -2,9% en Allemagne sur la même période). Il conviendrait toutefois de rester prudent, l'apparente bonne tenue des immatriculations automobiles au Luxembourg en 2012 s'étant expliquée pour partie par l'accroissement des exportations et la non reconduction des primes concernant les véhicules non électriques et non-hybrides.

Les statistiques disponibles concernant le premier trimestre de l'année 2013 ne sont guères réjouissantes. Les immatriculations automobiles du Luxembourg ont reculé de 8,9% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Sur la même période, la baisse atteint 9,8% dans l'Union européenne (+0,5% en Belgique, -14,6% en France et -12,9% en Allemagne). Autre fait notable, le nombre de véhicules exportés après une période d'immatriculation inférieure à trois mois a progressé de 130% au premier trimestre 2013.

En avril 2013, une nouvelle baisse des immatriculations a été observée au Luxembourg (-4,0% sur un an, alors que dans l'Union européenne une hausse de 1,7% était observée sur la même période). Les exportations de véhicules immatriculés depuis moins de trois mois ont pour leur part bondi de 213%.

Tableau 15:

Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs* (en taux de variation annuel)

	2011	2012	2012-T1	2012-T2	2012-T3	2012-T4	2013-T1
Immatriculations de voitures	0,3	1,0	0,7	-0,2	-5,3	10,1	-8,9
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	7,7	-7,2	-4,4	-6,3	-13,0	-5,7	-
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	15,8	-15,2	-11,5	-15,2	-15,3	-18,6	-
Commerce de détail	24,0	22,9	22,5	22,8	25,7	21,3	-
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC ¹ et VCMS ²)	4,3	3,3	4,8	2,2	3,7	2,6	-
Hôtels et restaurants	3,8	3,1	3,8	2,2	2,7	3,6	-
Transport aérien	9,1	-0,4	-3,3	-3,9	-0,8	5,9	-
Transport par eau	7,9	-15,6	4,5	-15,9	-21,8	-24,5	-
Transport terrestre	5,3	1,2	-1,0	1,3	-1,6	5,9	-
Services auxiliaires des transports	10,6	-4,1	-0,7	-5,9	-9,6	0,1	-

Source : Statec, calculs BCL

* En valeur

¹ VPC : ventes par correspondance

² VCMS : ventes de carburants en magasins spécialisés

1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg après correction des variations saisonnières a reculé en mai, pour la première fois depuis octobre 2012.

Trois composantes de l'indicateur de confiance ont négativement évolué ce mois-ci. Ainsi, les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg et à leur situation financières se sont inscrites en légère baisse en mai, tandis que leurs craintes concernant l'évolution future du chômage se sont fortement accrues (+11 points). En revanche, les anticipations relatives à la capacité d'épargner des ménages se sont redressées en mai.

La confiance des consommateurs évolue en dessous de sa moyenne historique (estimée à 0) depuis septembre 2011. La baisse notable qu'elle a enregistré en mai 2013 met fin à 6 mois consécutifs de hausse et il conviendra de surveiller si cette évolution négative se confirme au cours des mois prochains. En effet, l'indicateur de confiance des consommateurs est relativement volatil au mois le mois et un délai minimum de trois mois est généralement nécessaire avant de pouvoir en déduire un changement de tendance dans l'opinion des consommateurs du Luxembourg.

La montée de l'inquiétude face au chômage est l'élément le plus troublant. Si elle se confirmait, elle pourrait être considérée comme le reflet de fondamentaux économiques jugés peu reluisants pour les dépenses de consommation.

L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs du Luxembourg comporte un certain nombre de questions mensuelles directement liées à leurs intentions de dépenses. Il s'agit des questions portant sur l'« intérêt à faire actuellement des achats importants » et l'« intention d'achats de biens d'équipements au cours des 12 prochains mois ». Les résultats à cette dernière question sont malheureusement peu exploitables, compte-tenu de la relative volatilité des réponses des consommateurs. De plus, la corrélation de la série avec les dépenses de consommation des ménages est proche de zéro. L'opinion des consommateurs sur l'intérêt à faire actuellement des achats importants affiche de son côté une corrélation avec les dépenses de consommation des ménages qui est près de 30% inférieure à celle observée entre l'opinion des ménages sur l'évolution du chômage et les dépenses de consommation des ménages. D'où notre intérêt particulier pour les évolutions de cette composante de l'indicateur de confiance des ménages relative au chômage.

Les résultats corrigés des variations saisonnières sont repris dans le tableau ci-dessous:

Tableau 16:

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSUMMATEURS	ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS				
			SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES	
2011	mai	8	2	13	-3	46	
	juin	5	-2	18	-3	43	
	juillet	5	-1	27	1	49	
	août	0	-9	34	-3	45	
	septembre	-1	-14	38	0	47	
	octobre	-8	-24	46	-4	43	
	novembre	-7	-29	42	-3	48	
	décembre	-7	-27	40	-3	41	
	2012	janvier	-3	-23	35	-3	48
		février	-7	-22	40	-6	42
		mars	-5	-21	42	-2	47
		avril	-6	-24	40	-1	42
mai		-7	-24	46	-8	47	
juin		-7	-21	48	-4	43	
juillet		-3	-19	45	0	50	
août		-8	-26	51	-3	47	
septembre		-9	-26	48	-7	44	
octobre		-15	-38	56	-11	46	
novembre		-12	-37	48	-8	44	
décembre		-12	-37	44	-9	43	
2013	janvier	-11	-32	43	-8	39	
	février	-7	-22	42	-5	39	
	mars	-7	-25	41	-5	41	
	avril	-6	-24	37	-6	42	
	mai	-9	-26	48	-8	46	

Source : BCL

Note : Les soldes relatifs à la situation économique générale, à la situation financière et à la capacité d'épargner des ménages représentent l'écart entre les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une amélioration et les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une détérioration sur les douze prochains mois. En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation témoigne au contraire d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable des attentes.

L'indicateur de confiance des consommateurs résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes : situation économique générale au Luxembourg, chômage au Luxembourg (signe inversé), situation financière des ménages et capacité d'épargner des ménages.

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs évolue en-dessous de sa moyenne historique depuis août 2011 (voir graphique). En mai 2013, elle a enregistré son sixième mois consécutif de hausse.

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

Selon la dernière version des comptes nationaux annuels, il apparaît que la croissance annuelle moyenne du PIB s'est établie à +0,3% en 2012.

Les différentes composantes de la demande intérieure se sont globalement bien comportées sur l'ensemble de l'année, avec une croissance de la consommation des ménages de +1,5%, de la consommation publique de +5% et surtout de la formation brute de capital fixe de +7%. D'un autre côté, les exportations se sont sensiblement contractées, à hauteur de -3,1%. Signalons par ailleurs que les données relatives aux années antérieures à 2012 n'ont subi aucune révision.

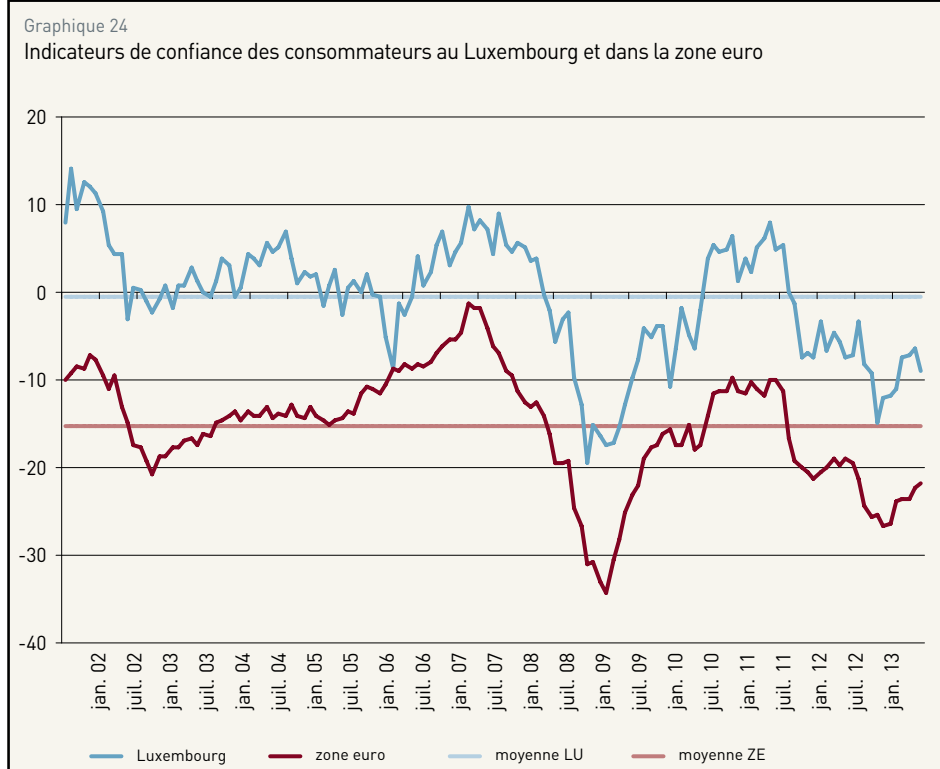


Tableau 17:

Croissance annuelle du PIB réel et des composantes de la demande

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Consommation privée	3,3	-0,3	-2,0	2,2	2,0	1,5
Consommation publique	2,8	1,5	4,5	3,0	1,5	5,0
Formation brute de capital fixe	18,4	2,0	-15,5	6,8	10,2	7,0
Exportations	9,0	4,4	-10,9	7,7	5,5	-3,1
Importations	9,3	6,1	-14,1	12,1	8,6	-2,7
Exportations nettes	7,8	-3,4	5,0	-10,3	-7,8	-5,3
PIB réel	6,6	-0,7	-4,1	2,9	1,7	0,3

Source : Statec, calculs BCL (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel, on note un net repli de l'activité dans le secteur commercial au sens large (-2,8%), le secteur financier (-3,7%) et surtout l'industrie (-6,1%), tandis que la progression de l'activité a été relativement soutenue dans la plupart des autres secteurs, en particulier dans le secteur des services aux entreprises (+5,2%).

Tableau 18:

Croissance annuelle de la valeur ajoutée dans les différentes branches économiques

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Agriculture	-10,2	-12,3	19,7	0,0	-5,5	-4,4
Industrie, y compris énergie	9,9	-20,7	-19,6	5,7	0,6	-6,1
Construction	10,4	-8,0	-3,5	4,4	-3,1	0,6
Commerce; transports; hébergement et restauration	3,8	-2,6	-10,1	2,6	1,1	-2,8
Information et communication	12,3	5,3	11,8	13,1	11,9	5,2
Activités financières et d'assurance	5,6	3,8	-5,4	2,0	-4,8	-3,7
Activités immobilières	7,8	2,5	-0,5	3,8	2,5	4,1
Services aux entreprises et location	12,3	1,1	-2,2	-1,6	10,4	5,2
Administration publique, éducation et santé	3,3	1,4	2,0	2,9	1,8	4,4
Autres activités de services	3,7	2,7	4,1	2,4	4,3	3,6

Comptes trimestriels

La dernière publication des comptes nationaux trimestriels fait ressortir que le PIB réel a affiché au 4^{ème} trimestre de 2012 une progression de 1,6% par rapport au trimestre précédent. La progression par rapport au trimestre correspondant de l'année 2011 est également de 1,6%. Par ailleurs, le profil de croissance du PIB pour les trimestres antérieurs a été globalement revu à la baisse. Ainsi, il ressort à présent que l'activité au troisième trimestre de 2012 était en contraction sur base annuelle de 0,5% alors que la précédente version des comptes indiquait que l'activité économique avait quasiment stagné (-0,1%). Notons que l'acquis de croissance pour l'année 2013 qui découle des données disponibles est à présent de +1,1%.

Au cours de ce quatrième trimestre 2012, la consommation des ménages et surtout la formation brute de capital ont franchement rebondi, la croissance en rythme trimestriel s'établissant respectivement à +2% et +5,1%. Par ailleurs, la croissance des exportations s'est à nouveau renforcée, s'établissant à +2,5% (contre +2,1% au troisième trimestre et +0,7% au deuxième).

En base annuelle, la consommation privée et la formation brute de capital affichent une très faible progression (respectivement +0,6% et +0,4%), tandis que les dépenses de consommation publiques ont progressé vigoureusement, à raison de 5,4%. A côté de cela, les exportations affichent une évolution positive (+1,5%) pour la première fois depuis de nombreux trimestres alors que dans le même temps la croissance des importations est demeurée négative (-0,8%).

Tableau 19:

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T1 2012	T2 2012	T3 2012	T4 2012	T1 2012	T2 2012	T3 2012	T4 2012
Consommation privée	1,2	-1,5	-1,0	2,0	4,5	1,4	-0,6	0,6
Consommation publique	2,9	0,6	0,6	1,2	5,0	5,0	4,3	5,4
Formation brute de capital	3,3	-5,9	-1,8	5,1	12,8	9,3	-10,1	0,4
Exportations	-3,6	0,7	2,1	2,5	-5,3	-4,1	-2,0	1,5
Importations	-2,1	-1,5	0,2	2,7	-1,1	-3,2	-5,6	-0,8
PIB réel	0,0	0,5	-0,5	1,6	-0,3	0,6	-0,5	1,6
Emploi salarié	0,5	0,5	0,5	0,6	2,8	2,2	2,1	2,2
Emploi total	0,5	0,5	0,5	0,6	2,7	2,2	2,1	2,2
Rémunération moyenne par salarié	-0,1	0,0	-0,4	2,1	1,2	1,4	0,4	1,8
Productivité du travail	-0,5	-0,0	-1,0	1,0	-3,1	-1,5	-2,5	-0,5
Coût unitaire du travail	0,4	0,1	0,5	1,1	4,5	3,0	3,0	2,3

Remarque: les données relatives à l'emploi et par conséquent les indicateurs afférents sont ajustés pour les variations saisonnières

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Signalons encore que la croissance annuelle de la rémunération par tête s'est accélérée au dernier trimestre de 2012, s'établissant à 1,8% (contre 0,4% au trimestre précédent), tandis que dans le même temps la productivité du travail s'est à nouveau contractée mais à un rythme nettement moindre que précédemment (-0,5% contre -2,5% au trimestre précédent). Par conséquent, la progression des coûts salariaux unitaires s'est quelque peu tassée, la croissance s'établissant à +2,3% sur un an.

Au niveau sectoriel, on note un net rebond de l'activité dans la plupart des secteurs sur base trimestrielle. En effet, la croissance s'est établie à 1,4% par rapport au trimestre précédent dans la construction, 1,9% dans l'industrie, 2,3% dans le secteur des services immobiliers, de location et aux entreprises et à 3,5% dans le secteur commercial au sens large. D'un autre côté, l'activité s'est à nouveau légèrement contractée dans le secteur financier (-0,4%). En rythme annuel, l'activité économique progresse légèrement dans la construction (+0,2%) et le secteur commercial (+0,8%), tandis que la progression est nettement plus vive dans le secteur des services immobiliers, de location et aux entreprises (+5,7%) et les autres services (+4,2%). Enfin, l'activité économique était toujours en repli de 2,6% sur un an dans l'industrie et de 1,3% dans le secteur financier.

Tableau 20:

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T1 2012	T2 2012	T3 2012	T4 2012	T1 2012	T2 2012	T3 2012	T4 2012
Agriculture, chasse et pêche	0,0	0,0	0,0	-4,2	-11,1	-4,0	0,0	-4,2
Industrie y compris énergie	-1,2	-2,6	-0,6	1,9	-7,2	-6,8	-8,1	-2,6
Construction	0,2	-1,0	-0,5	1,4	-4,3	-2,6	-1,7	0,2
Commerce, transports et communications	-1,0	-0,7	-0,8	3,5	-0,3	-1,8	-3,4	0,8
Services financiers	-3,0	4,1	-1,9	-0,4	-8,1	-1,5	-3,4	-1,3
Services immobiliers, de location et aux entreprises	3,4	0,0	-0,1	2,3	7,0	5,0	5,3	5,7
Autres activités de services	2,6	0,6	0,3	0,7	4,3	4,5	3,8	4,2

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

1.2.6 Projections macroéconomiques de juin 2013

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2012³⁵ et ont été élaborées dans un contexte peu favorable. La situation conjoncturelle domestique paraissait alors fort mitigée et le contexte européen était particulièrement défavorable avec l'entame d'une récession technique dans la zone euro. Pour le Luxembourg, une décélération du PIB réel de 1,7% en 2011 à 0,5% en 2012 avec une reprise à 1,0% en 2013 et 2,7% en 2014 étaient escomptées par la BCL. Ce scénario de revirement conjoncturel se basait sur une reprise fort graduelle à partir du début 2013, soutenue à court terme par une évolution favorable des marchés financiers et à moyen terme par la reprise de la croissance mondiale. Il était néanmoins admis que la dynamique de croissance à moyen terme resterait en deçà de sa moyenne historique, sur fond d'ajustements futurs du secteur financier, ces ajustements pouvant affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg. De nombreux risques, dont certains potentiellement virulents, entouraient aussi ce scénario et ils faisaient tous pencher la balance des risques vers le bas.

Evolutions récentes

Depuis cet exercice de décembre 2012, le contexte européen s'est davantage dégradé et la récession technique dans la zone euro - avec un recul cumulé du niveau du PIB réel de 0,7% au tournant de l'année 2012/2013 - a été plus profonde qu'anticipé initialement. Au niveau national, les comptes nationaux annuels publiés en avril 2013 ont confirmé les estimations antérieures, le STATEC estimant la croissance économique en 2011 à 1,6% et celle de 2012 à 0,3%. La dynamique trimestrielle issue des comptes nationaux trimestriels serait toutefois surprenante avec une croissance particulièrement dynamique en fin d'année 2012. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2013 tel qu'il est enregistré à la fin du quatrième trimestre 2012 sur la base des seuls comptes nationaux se chiffrerait à 1,1%, ce qui serait déjà supérieur à nos projections antérieures pour l'année entière. A l'issue du quatrième trimestre 2012, le PIB réel aurait aussi quasiment rejoint son niveau d'avant la crise³⁶.

Selon les indicateurs à court terme, l'activité économique au Luxembourg a vraisemblablement connu une relative embellie au premier semestre 2013 et ceci en dépit d'une zone euro qui persiste dans la récession.

Le secteur financier tend à profiter du retour graduel de la confiance sur les marchés financiers. Suite à la progression des marchés boursiers depuis la mi-2012, les revenus nets sur commissions des banques se sont redressés au premier trimestre 2013 par rapport au trimestre correspondant de 2012. La VNI des OPC tire aussi profit de cette accalmie et elle devrait progresser pour le sixième trimestre consécutif au deuxième trimestre 2013. Aux niveaux dernièrement observés, la croissance moyenne de la VNI en 2013 serait supérieure à 10%, soit plus du double de la croissance des années 2011 et 2012.

Les nouvelles ne sont pas aussi favorables pour le secteur non-financier, mais elles ne suggèrent pas non plus une détérioration supplémentaire de la conjoncture. Le recul du chômage partiel depuis décembre 2012 et une relative stabilisation de la production industrielle au premier trimestre 2013 sont des lueurs d'espoir. La récession dans la zone euro n'est certainement pas favorable au secteur non-financier, mais ce recul de l'activité est davantage concentré dans certains pays de la périphérie et en France. Le principal partenaire commercial du Luxembourg, l'Allemagne, a par contre connu une progression du PIB au premier semestre 2013. En général, la bonne santé de l'économie allemande devrait avoir des répercussions favorables sur l'économie luxembourgeoise par le biais du commerce.

35 Voir BCL, Bulletin 2012/4, pp.72-80.

36 Le PIB nominal aurait toutefois déjà dépassé son sommet d'avant la récession vers la mi-2010.

L'éventuel redressement de certains indicateurs de conjoncture ne doit en revanche pas occulter les faiblesses structurelles qui se pérennisent avec la crise financière et l'absence de croissance soutenue. Le recours au dispositif du chômage partiel pour la sixième année consécutive est le symptôme phare de cette fragilité du climat conjoncturel national et européen. Il témoigne à la fois de la faiblesse de la demande et du risque qui plane sur l'emploi. Le taux de chômage élargi avoisine ainsi les 10% au Luxembourg. En ce qui concerne le secteur financier, au-delà d'une marge sur intérêts faible, la hausse des coûts liée à la mise en œuvre de nombreuses réglementations plombe aussi la rentabilité des banques, ce qui ne devrait pas rester sans conséquence sur l'emploi. A moyen terme, d'autres facteurs vont aussi empêcher une reprise de l'activité plus soutenue. D'une part, on n'est pas à l'abri d'une résurgence de la crise financière en Europe ainsi que de nouvelles turbulences sur les marchés financiers. D'autre part, l'assainissement des finances publiques dans la plupart des pays développés va inévitablement entraver la demande et donc la croissance. Finalement, au Luxembourg, l'abolition partielle du secret bancaire à partir de 2015, devrait se solder par un impact structurel défavorable sur les activités du secteur financier. Si cette perte de revenus semble a priori gérable pour la place financière³⁷, l'impact total de cette mesure est toutefois particulièrement difficile à cerner.


En somme, si le diagnostic conjoncturel n'est pas aussi catastrophique que pour la zone euro, la croissance au Luxembourg demeure fort modeste et il ne semble guère réaliste de tabler sur un retour à la croissance tendancielle historique dans un futur proche.

Hypothèses techniques

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont notamment dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs.

La baisse du taux d'intérêt à court terme, soit l'Euribor à 3 mois, qui avait débuté au quatrième trimestre 2011, s'est poursuivie jusqu'au quatrième trimestre 2012, avant d'amorcer une légère remontée au premier trimestre de l'année 2013. Ce taux court devrait remonter progressivement jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Sur l'ensemble de l'année 2013, il s'établirait à 0,2%, puis à 0,3% en moyenne en 2014 et à 0,5% en moyenne en 2015 selon les opérateurs de marché. Les taux longs, qui apparaissaient orientés à la baisse depuis le début de l'année 2011, devraient atteindre 1,4% au deuxième trimestre 2013 pour remonter graduellement par la suite. En moyenne annuelle, ils s'établiraient à 1,5% en 2013 et atteindraient 1,8% en 2014 et 2,1% en 2015. Au total, on observerait une accentuation de la pente de la courbe des taux sur l'horizon de projection. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, progresseraient en moyenne de près de 14% en 2013, avant de se replier en 2014 (-1,3%) et en 2015 (-2,4%). Par rapport à décembre dernier, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été révisées à la hausse de l'ordre d'un peu plus de 12% en 2013 et d'environ 14% en 2014. Entre la mi-2011 et la fin 2012, l'euro s'est déprécié de plus de 10% par rapport au dollar, avant de regagner un peu de vigueur au premier trimestre 2013 pour se situer aux environs de 1,32\$/€. Depuis, il s'est déprécié quelque peu pour s'établir à environ 1,30 à la mi-mai 2013. Par rapport à décembre dernier, le taux de change euro/dollar a été révisé à la hausse à raison de 2,3% sur l'ensemble de l'horizon 2013-2015. Enfin, le prix du pétrole s'est inscrit en baisse, de 110\$/bl en décembre dernier à environ 103\$/bl en mai 2013. Selon les marchés des « futures », le prix du pétrole s'établirait à 106\$/bl en 2013, avant de revenir à 100\$/bl en 2014 et à 96\$/bl en 2015. Par rapport

37 Dans le cadre de la directive européenne sur l'épargne telle qu'en vigueur, l'Etat luxembourgeois collecte les impôts sur les revenus d'épargne des non-résidents et il reverse 75% de cette somme aux autorités fiscales des autres pays membres de l'Union européenne. Sur base des données du budget du gouvernement central pour l'année 2013, le montant anticipé de ces impôts collectés en 2013 se chiffrerait approximativement à €200 millions au total (y compris la part reversée).



à l'exercice de décembre 2012, les prix du pétrole n'ont que partiellement évolué sur l'horizon de projection. En tenant compte du taux de change de l'euro par rapport au dollar, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros sont revues à la baisse, à concurrence de 1,4% en 2013 et 2,3% en 2014.

Par rapport à l'exercice précédent, les révisions des hypothèses techniques sont dans l'ensemble légèrement favorables et plaideraient, toutes autres choses égales par ailleurs, pour un scénario de croissance un peu plus porteur pour l'économie luxembourgeoise. L'environnement macroéconomique international s'est malheureusement dégradé depuis l'exercice de projections de décembre 2012 et les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont été abaissées, comme on va le voir dans le paragraphe suivant. Aussi, les perspectives de croissance pour le Luxembourg vont plutôt subir de plein fouet la conjoncture maussade qui est attendue en Europe.

Environnement international

Les perspectives de reprise mondiale demeurent fragiles et inégalement distribuées. La croissance économique demeure soutenue dans les pays émergents et plus contenues dans les pays développés. Alors que les Etats-Unis et le Japon ont vu leur croissance nettement s'accélérer au premier trimestre 2013, la zone euro s'est enfoncée dans la récession en enregistrant son septième trimestre consécutif de baisse à l'issue de ce premier trimestre 2013.

Les plus récentes données disponibles suggèrent que le commerce international, qui a atteint un point bas en 2012, a montré des signes d'essoufflement sur les premiers mois de l'année 2013. Néanmoins, en moyenne annuelle, la croissance du commerce mondial devrait encore s'affermir en 2013 et en 2014.

Les scénarii de la Commission européenne et du FMI ont été ajustés à la baisse par rapport à décembre dernier. Ces deux institutions envisagent ainsi des croissances du PIB mondial en 2013 à peine supérieures à celle observées en 2012 (voir le tableau) mais, il est vrai, en sensible accélération en 2014. Pour la zone euro, elles s'accordent à prévoir une nouvelle diminution du PIB en 2013 et une reprise en demi-teinte en 2014. Le scénario de l'Eurosystème est quant à lui moins optimiste pour 2013, puisqu'il prévoit une diminution de 0,6 % du PIB de la zone euro. Pour l'année 2014, la croissance du PIB telle qu'envisagée par l'Eurosystème est revanche en ligne avec celle du FMI.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations de ses partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. La demande internationale adressée au Luxembourg devrait une fois de plus ne progresser que de manière marginale en 2013, avant de s'inscrire en nette accélération en 2014 et 2015.

Tableau 21 :

**Projections des institutions internationales et hypothèses techniques
(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)¹⁾**

	2012	2013	2014	2015
Commerce mondial (CE)	2,3 (-1,2)	3,2 (-1,1)	5,8 (-0,1)	
PIB mondial (FMI)	3,2 (-0,1)	3,3 (-0,3)	4,0	
PIB mondial (CE)	3,0 (-0,1)	3,1 (-0,2)	3,8 (-0,1)	
PIB zone euro (FMI)	-0,6 (-0,2)	-0,3 (-0,5)	1,1	
PIB zone euro (CE)	-0,6 (-0,2)	-0,4 (-0,5)	1,2 (-0,2)	
PIB zone euro (Eurosystème)	-0,5 (0,0)	-0,6 (-0,3)	1,1 (-0,1)	
Demande internationale adressée au Luxembourg	0,4 (-0,1)	0,5 (-1,3)	4,1 (-1,0)	5,5
Prix du pétrole en \$/bl ²⁾	112	106 (+1)	100 (0)	96
Taux de change \$/€ ³⁾	1,28 (-0,02)	1,31 (+0,03)	1,31 (+0,03)	1,31
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	0,6 (-0,2)	0,2 (0,0)	0,3 (0,0)	0,5
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	1,8 (0,0)	1,5 (-0,3)	1,8 (-0,4)	2,1
Eurostoxx ⁴⁾	240 (1)	273 (30)	269 (33)	263

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, FMI

¹⁾ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2012, en points de pourcentage.

²⁾ Révisions en \$/bl

³⁾ Révisions en \$/€

⁴⁾ Révisions en points d'indice

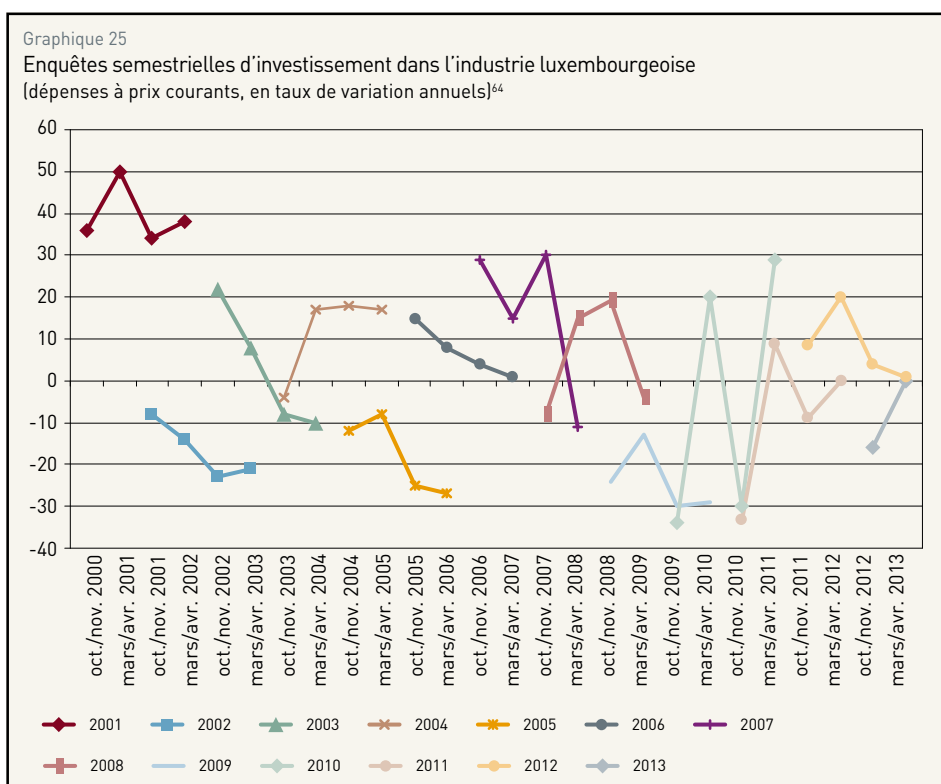
Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de juin 2013 font état d'une progression du PIB réel en 2013 qui se situerait entre 0,5 % et 1,1 %, soit légèrement moins qu'anticipé précédemment. La croissance escomptée pour 2014 et 2015 se situerait quant à elle entre 1,0 % et 3,0 %. L'économie progresserait donc graduellement, sans toutefois atteindre la moyenne historique de l'ordre de 4 %. La croissance en 2015 serait aussi plombée par le changement de régime sur la TVA du commerce électronique. Il est estimé que, *ceteris paribus*, cette mesure réduirait la croissance d'environ 1,2 point de pourcentage (pp) cette année-là. Par rapport à l'exercice de projections de décembre 2012, la révision à la baisse cumulée pour les années 2013 et 2014 est de 0,9pp. Cet ajustement est largement dû à la reprise économique différée en raison de la dégradation de l'environnement international et d'une récession plus profonde dans la zone euro en particulier. Au niveau national, le gouvernement n'a pas formellement adopté de nouvelles mesures budgétaires susceptibles d'entraver davantage la croissance en 2014 et 2015.

En 2013, l'embellie conjoncturelle est fortement tributaire de l'impact de l'amélioration des marchés financiers sur les résultats du secteur financier. 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 avait déjà décéléré en 2012, serait proche de la stagnation en 2013. Malgré la résilience du marché de l'emploi, les mesures budgétaires empêcheraient notamment une croissance plus importante des dépenses publiques et privées en 2013. L'investissement public reculerait - après des années de forte expansion ou de maintien à un niveau élevé - et la consommation privée pâtirait des augmentations des impôts directs et des mesures visant certains transferts (chèques service, forfait d'éducation et allocation de rentrée scolaire notamment). Au total, les mesures décidées en 2012, qui se chiffrent à environ 1,6 % du PIB selon les estimations de la BCL, amputeraient la croissance économique d'approximativement 0,8pp en 2013. Comparé à d'autres économies, cet impact - qui reflète un multiplicateur d'environ 0,5 - est toutefois assez modeste, en raison du fort degré d'ouverture de l'économie luxembourgeoise.

Au-delà de 2013, la poursuite de la reprise vers des taux plus élevés repose principalement sur les hypothèses techniques, à savoir une sortie de la zone euro de la récession et une progression de la demande mondiale proche de la moyenne historique. Le rebond de la demande domestique à partir de 2014 serait fort modeste et aussi moins dynamique que l'expansion des exportations. Il convient de noter que ce scénario est aussi conditionnel à l'hypothèse dite « à politique budgétaire inchangée », donc à l'absence de nouveaux efforts d'assainissement des finances publiques. Si cette hypothèse semble plausible pour l'année 2014, compte tenu notamment de l'échéance rapprochée des élections législatives, elle ne l'est certainement pas pour l'année 2015 comme l'attestent en particulier les intentions des autorités en matière de TVA. En l'absence de nouvelles mesures, le déficit public se dégraderait pour atteindre 3% du PIB en 2015 selon nos projections et le gouvernement a d'ores et déjà annoncé de nouveaux efforts sans toutefois les spécifier en détail³⁸.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'avril, les chefs d'entreprises dans le secteur manufacturier ont adapté leurs projets pour les dépenses d'investissement pour l'année courante (voir le graphique ci-dessus). Désormais, ces dépenses d'investissement ne reculeraient plus, mais elles se stabiliseraient par rapport à l'année passée. D'ailleurs sur base de ces mêmes enquêtes, ces dépenses n'auraient plus progressé depuis 2010, un résultat guère surprenant eu égard à la demande internationale léthargique et à des taux d'utilisation des capacités de production qui persistent à des niveaux très bas. Les conditions de financement extrêmement favorables ne constituent vraisemblablement pas une pierre d'achoppement. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêts officiels s'est en effet répercuté en des taux bancaires sur crédits extrêmement faibles³⁹. Etant donné que les crédits sont pour la plupart octroyés à taux variables, les emprunteurs en bénéficient sur les nouveaux crédits, mais également sur leurs encours. La persistance depuis plusieurs trimestres des taux d'intérêts à des niveaux très bas implique que les emprunteurs, aussi bien les entreprises que les consommateurs, ont bénéficié sur une période assez longue d'une hausse



Source : Commission européenne

38 Les projections de la BCL ne tiennent pas compte de certaines mesures du gouvernement telles qu'annoncées dans la 14^e mise à jour du programme de stabilité parce qu'elles ne sont pas suffisamment détaillées. La hausse du/des taux de la TVA n'a par exemple pas été incorporée dans les projections, car le gouvernement n'a pas annoncé l'ampleur de cet ajustement et les taux de TVA concernés. Voir aussi l'encadré 6.

39 L'absence de déséquilibres macroéconomiques majeurs au Luxembourg, du moins à court terme, explique vraisemblablement les primes de risque relativement plus faibles appliquées au-delà du « taux de base / sans risque » pour déterminer les coûts de financement des différents agents, que ce soit le coût d'emprunt de l'Etat, du secteur bancaire, des entreprises ou des ménages. Ainsi, la dynamique des taux bancaires appliqués sur les crédits aux entreprises ou aux particuliers a été beaucoup plus défavorable dans les autres pays de la zone euro et notamment dans les pays confrontés à un endettement public élevé, un secteur bancaire en difficultés ou une correction de leur marché immobilier. A l'heure actuelle, les niveaux des taux bancaires appliqués sur les crédits immobiliers et les crédits aux entreprises non-financières sont parmi les plus bas de la zone euro.

non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible via une charge d'intérêts amoindrie. Ces liquidités additionnelles peuvent atténuer les effets défavorables d'une éventuelle perte de revenu lors d'une période de basse conjoncture. Si les effets d'une variation des taux d'intérêt sur le revenu et le comportement des agents ne sont pas à sous-estimer, ils demeurent néanmoins difficiles à quantifier.

Contrairement à d'autres économies qui sont confrontées à des ajustements internes ou externes importants en raison d'un surendettement de leurs ménages, de leurs entreprises ou de l'Etat, il n'y a pas sur un horizon de court terme des indications quant à des déséquilibres majeurs susceptibles de contrarier la reprise au Luxembourg⁴⁰. La part de la valeur ajoutée non distribuée aux salariés - l'excédent brut d'exploitation relatif à la valeur ajoutée - reculerait certes à court terme par rapport à 2012 sans toutefois s'écarter significativement ou durablement de la moyenne depuis 1995. Ce faisant, l'évolution ne semble pas défavorable au point d'empêcher la progression projetée de l'emploi ou d'inhiber le financement des investissements des entreprises. En somme, il n'y a donc pas lieu d'anticiper un scénario défavorable sur une composante particulière de la demande au-delà des effets de la dynamique suggérée par les déterminants habituels.

Tableau 22:

Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à décembre 2012

(en % de variation annuel et en point de pourcentage)

	PROJECTIONS				RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2012		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
PIB réel	0,3	0,5 - 1,1	1,0 - 3,0	1,0 - 3,0	-0,2	-0,2	-0,7
IPCH	2,9	1,6	1,5	1,7	-	-0,3	-0,4
IPCH énergie	7,2	-3,8	-3,1	-1,7	-0,1	-0,8	-1,2
IPCH excluant l'énergie	2,3	2,4	2,3	2,3	-	-0,1	-0,1
IPCN	2,7	1,7	1,6	1,7	-	-0,1	-0,2
IPCN excluant l'énergie	2,2	2,3	2,1	2,1	-	-	-0,1
Echelle mobile des salaires	2,5	2,5	2,5	1,9	-	-	-
Coût salarial moyen	1,3	2,8	3,0	2,8	-1,2	-0,2	-0,3
Emploi salarié	2,3	1,8	1,4	1,5	0,1	0,4	-0,1
Taux de chômage	6,1	6,6	6,8	7,0	-	0,2	0,2

Source : STATEC, BCL

Marché de l'emploi et coûts salariaux

Les plus récentes informations disponibles révèlent une image assez contrastée de la situation sur le marché du travail luxembourgeois. Les données définitives témoignent d'une progression annuelle de l'emploi de 2,2% au dernier trimestre 2012, en légère accélération par rapport au trimestre précédent. D'un point de vue sectoriel, l'emploi continue d'évoluer dynamiquement dans les services aux entreprises et autres activités de services, le secteur public et le secteur commercial. Au contraire, l'emploi s'est à nouveau inscrit en retrait dans l'industrie et le secteur bancaire. De même, les perspectives d'embauches telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture auprès des entrepreneurs demeurent orientées à la baisse dans l'industrie et la construction. Contrastant avec cette morosité

40 Il convient cependant de noter que l'endettement total des ménages résidents relatif au revenu national brut a plus que doublé depuis 1999 pour se situer aux alentours de 77% en 2012. Cet endettement pèsera sur les ménages les plus vulnérables en cas de renversement des perspectives économiques et/ou d'une hausse des taux à court terme et il serait donc susceptible de ralentir la consommation privée.

ambiante, le taux d'emplois vacants demeure au-dessus de sa moyenne historique. Par ailleurs, le chômage partiel, qui avait fortement augmenté tout au long de l'année 2012, s'est inscrit en baisse au cours des premiers mois de l'année courante. Selon nos projections, l'emploi marquerait le pas, freiné par une activité économique peu porteuse. En 2013, la progression annuelle de 1,8% serait essentiellement imputable à l'acquis d'emplois à l'issue de l'année 2012. Le nombre de personnes occupées devrait décélérer davantage en 2014, avant de se redresser légèrement l'année suivante.

Outre les effets d'une conjoncture moins porteuse, la structure de la population au chômage (essentiellement âgée et peu qualifiée) devrait continuer de peser sur l'évolution de ce dernier. L'impact du ralentissement économique sur le taux de chômage serait cependant atténué par le recours au dispositif de chômage partiel⁴¹ et la poursuite des mesures pour l'emploi (qui contribueraient à contenir la progression du chômage au sens « strict »)⁴². De même, l'emploi frontalier, surreprésenté dans les secteurs « marchands », pourrait ralentir davantage que l'emploi résident. Par ailleurs, la révision à la baisse de la croissance potentielle de l'économie luxembourgeoise et la montée du chômage sont susceptibles de jouer négativement sur le solde migratoire net, ce qui ralentirait également la progression de la population en âge de travailler. De plus, face à une baisse de l'activité, les entreprises pourraient continuer d'opter davantage pour un ajustement de la marge intensive du travail. Sur les trois années à venir, le taux de chômage au sens « strict » progresserait de 6,6% en 2013 à 6,8% en 2014 et 7,0% en 2015.

A l'ajustement de la composante « volume » du marché du travail s'ajoute celui du coût du travail. Bien que peu d'informations soient diffusées à ce stade, les partenaires sociaux semblent avoir adopté un comportement prudent dans les négociations salariales. Cette retenue s'expliquerait par la montée tendancielle du chômage et une reprise économique qui reste marquée par une incertitude élevée. Ceci restreint considérablement le pouvoir de négociation des salariés, qui accorderont vraisemblablement la priorité à la préservation des emplois existants. En 2013, la baisse de l'activité serait en partie absorbée par une réduction du volume de travail. De même, les primes et gratifications – éléments de rémunération variables – devraient continuer de jouer comme facteur d'ajustement du coût du travail. Pour les années 2014 à 2015, les projections postulent une hausse faiblement positive des salaires réels, la progression s'expliquant essentiellement par un redressement progressif des heures travaillées. Ces projections incorporent également l'accord salarial dans la fonction publique. Dans le secteur bancaire, l'annonce de l'abolition partielle du secret bancaire et l'incertitude concernant son impact précis sur la place financière luxembourgeoise pourraient peser sur les négociations collectives. De plus, ces projections se basent sur l'hypothèse que le salaire social minimum réel ne serait pas ajusté en janvier 2015, eu égard à l'évolution négative des salaires réels horaires en 2012 et 2013. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 2,8% en 2013, 3,0% en 2014 et 2,8% en 2015 selon nos projections. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, la progression du coût salarial moyen nominal serait en majeure partie imputable à la contribution de l'indexation des salaires aux prix. Le mécanisme d'indexation, tel qu'il prévalait avant la récente modulation, devrait être réintroduit en 2015. Cependant, sur base des projections d'inflation sous-jacentes, aucune tranche indiciaire ne devrait être déclenchée en 2015.

41 Rappelons que, sauf prolongation, les conditions favorables auxquelles les entreprises peuvent avoir recours au chômage partiel ne sont valables que jusqu'au 31 décembre 2013. Un prolongement de ces mesures n'est cependant pas exclu, en particulier en cas de nouvelle dégradation de la situation conjoncturelle.

42 Par ailleurs, le gouvernement a récemment annoncé la mise en place (avant juin 2014) d'une garantie « jeunes », assurant aux jeunes âgés de moins de 25 ans de se voir offrir un emploi, un apprentissage, une formation continue ou un stage endéans les quatre mois suivant leur inscription auprès de l'ADEM.

Prix à la consommation

Dans le contexte des perspectives de croissance internationales et nationales plus maussades, le scénario d'inflation s'est légèrement amélioré par rapport à l'exercice précédent. L'inflation globale, qui avait déjà baissé en 2012, serait susceptible de reculer davantage en 2013, pour se stabiliser par après. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN reculerait, passant du niveau très élevé de 3,4% en 2011 à 2,7% en 2012 et autour de 1,7% sur les années 2013-2015. L'inflation telle que mesurée par l'IPCH demeurerait également en-dessous des 2% jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Le profil de l'inflation à l'exclusion de l'énergie serait toutefois différent, avec une légère accélération en 2013 et des variations d'une moindre amplitude. Ainsi, le taux annuel moyen en 2014-2015 serait quasiment identique au taux moyen de 2012. Les prix de l'énergie auraient pour leur part atteint leur sommet en 2012 et reculeraient consécutivement pendant trois années d'ici 2015. Leur taux de variation annuel passerait autour de 7% en 2012 à environ -4% en 2013 et à environ -2% en 2015. Il convient toutefois de noter que ce recul anticipé n'est que technique, car lié à l'hypothèse de reflux du prix du pétrole. Comparé à l'exercice précédent, les projections d'inflation ont été revues à la baisse, principalement en raison d'un scénario plus favorable pour le prix du pétrole en euros et dans une moindre mesure d'une conjoncture moins porteuse.

La relative stabilité de l'inflation à l'exclusion de l'énergie est en grande partie due à la stabilité de la rémunération par salarié et au profil assez plat 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, avec à la clé un scénario nettement plus défavorable pour l'évolution des coûts salariaux et des prix. Si l'inflation au Luxembourg est projetée légèrement en deçà de sa moyenne historique, elle demeurerait néanmoins au-dessus de celle de la zone euro et des pays limitrophes. La dynamique salariale notamment serait toujours plus élevée qu'ailleurs. Malgré la modulation du mécanisme d'indexation, la contribution de l'échelle mobile des salaires serait de 2,5pp par an sur la période 2012-2014. Elle serait dès lors de manière persistante supérieure à la moyenne des années précédentes (2pp).

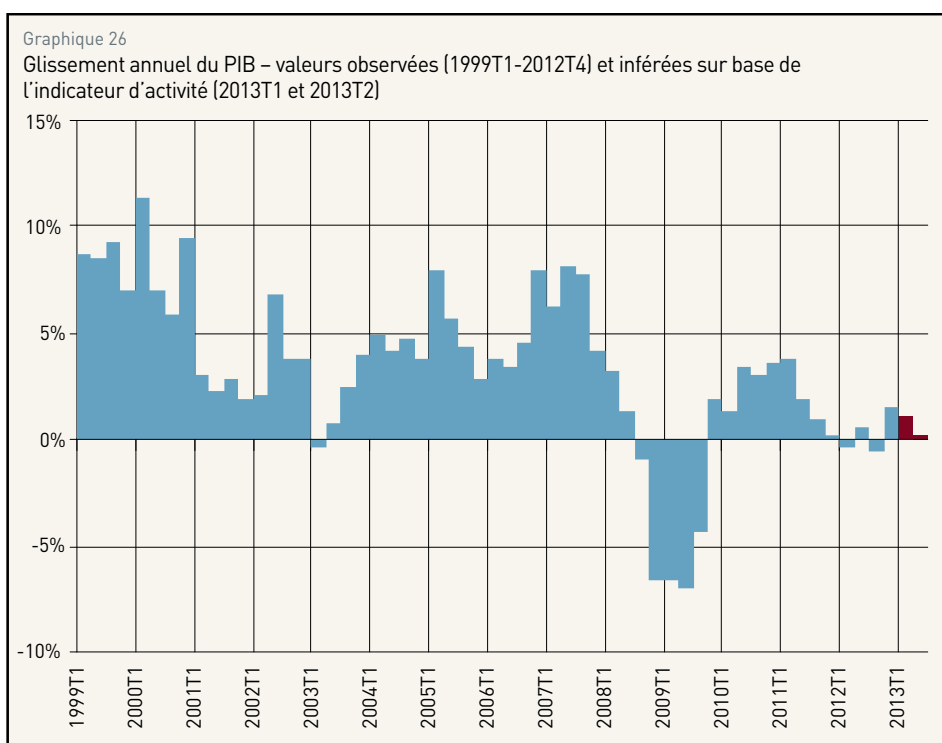
Au-delà des coûts salariaux, l'inflation domestique est également sous l'effet d'autres facteurs. L'inflation importée, telle qu'approchée par la progression de l'IPCH dans la zone euro, est susceptible de reculer jusqu'en 2015 et ceci à un niveau se situant en-deçà des 2%. La légère accélération projetée pour l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie en 2013 s'expliquerait en grande partie par des chocs exogènes. Les prix des biens alimentaires traités sont susceptibles de progresser plus rapidement au tournant de l'année 2012/2013, dans la foulée de l'envolée des prix de matières premières agricoles observée depuis la mi-2012. Les prix administrés progresseraient également de manière plus soutenue en 2013 qu'en 2012.

Analyse des risques

La crise financière en Europe est loin d'être résolue et elle 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 exclue. La crise se manifeste sous des formes diverses mais toutes imbriquées et qui se renforcent mutuellement, à savoir les turbulences sur les marchés financiers, en particulier les marchés de la dette publique, les craintes quant aux déficits publics élevés, les inquiétudes en ce qui concerne la santé du secteur bancaire et aussi l'endettement très élevé voire excessif du secteur privé dans plusieurs pays de la zone euro. Le scénario macroéconomique national demeurera tributaire de ces aléas lors des prochains trimestres. Si le Luxembourg a échappé à une hausse des taux obligataires souverains et si a priori il y a absence de déséquilibres macroéconomiques majeurs, il ne peut éviter les répercussions de la stagnation, voire de la récession chez ses partenaires commerciaux.

Le secteur bancaire demeure quant à lui 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 aussi par des coûts de mise en œuvre ainsi qu'une hausse du coût de capital, qui entravent la rentabilité des banques et risquent du coup de peser sur l'emploi. L'abolition partielle du secret bancaire d'ici 2015 aura également un impact défavorable sur la place financière. Celui-ci pourrait s'avérer sensiblement plus important qu'il ne l'est admis dans le scénario sous-jacent. Certains impacts défavorables risquent d'émerger sur un horizon plus lointain, car les nouvelles réglementations ne seront mises en œuvre que de manière graduelle d'ici 2019.

L'assainissement futur des finances publiques pèsera inévitablement sur la croissance économique. Le scénario actuel pour l'Union européenne fait état d'une amélioration des déficits publics en 2013 et ce dans la plupart des pays européens. Tous les pays ont annoncé des mesures de consolidation budgétaire, qui font partie intégrante des prévisions et qui sous-tendent un scénario de croissance assez maussade pour la zone euro. Cependant, par rapport aux projections de finances publiques figurant dans leurs Programmes de stabilité, presque tous les pays devront nécessairement consentir à des efforts additionnels pour 2014 et au-delà. Selon la Commission européenne, le déficit public dans la zone euro pourrait se chiffrer à 2,9% en 2013 et à 2,8% en 2014. Au Luxembourg, le gouvernement n'a pas annoncé de nouvelles mesures pour 2014, mais il manquerait son propre objectif de finances publiques équilibrées en 2014. Le déficit se creuserait d'ailleurs pour atteindre 1,3% en 2015 selon la 14^{ème} actualisation du Programme de Stabilité. Selon les projections de la BCL, un effort supplémentaire de l'ordre de 1,7% du PIB d'ici 2015 serait même nécessaire afin d'atteindre un tel objectif, pourtant bien modeste, d'un déficit de 1,3% du PIB.



Source : STATEC, calculs BCL

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. Or ils pèseront inévitablement sur la croissance économique. Il est admis que les multiplicateurs budgétaires sont généralement faibles dans les économies très ouvertes. Les multiplicateurs relatifs aux consolidations par le biais des impôts sont également plus faibles que ceux relatifs aux ajustements par le biais des dépenses. Au Luxembourg, une consolidation opérée partiellement via la hausse de la taxation indirecte n'aurait par conséquent qu'un impact limité sur la croissance en 2015. Dans la zone euro, un effort de l'ordre de 0,8% serait nécessaire d'ici 2014 afin d'atteindre les objectifs définis, ce qui amputerait alors la croissance du

PIB réel de la zone euro de presque 0,4pp et par le biais des relations commerciales celle du Luxembourg d'approximativement 0,2pp. Finalement, *ceteris paribus*, le scénario macroéconomique ajusté uniquement pour les engagements des gouvernements en matière de consolidation budgétaire future

en lieu et place des mesures actuellement entérinées indiquerait que la croissance économique au Luxembourg s'établirait en-dessous des 2% en 2014 et 2015.

L'indicateur d'activité, illustré au graphique 26, n'est pas utilisé directement dans les exercices de projection, dont il constitue en quelque sorte un complément. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, qui intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles, le PIB du Luxembourg progresserait entre 0,5% et 1,7% au premier trimestre 2013 par rapport au premier trimestre de l'année 2012. Au deuxième trimestre 2013, le glissement annuel du PIB s'établirait entre -0,9% et +1,3% (deuxième trimestre 2013 par rapport au deuxième trimestre 2012). Ces résultats doivent cependant être interprétés avec prudence, car les séries statistiques sous-jacentes sont empreintes d'une forte volatilité.

En ce qui concerne l'inflation, l'ajustement probable de la taxation indirecte en 2015 aura un impact sur les prix à la consommation. *Ceteris paribus*, dans le cas d'une transmission pleine de cette hausse de la taxation aux prix et sous l'hypothèse que 70% du panier de consommation subira, une augmentation du taux principal de la TVA, de 15% à 17%, se solderait par un choc supplémentaire de 1,2pp sur les prix. La hausse des prix exercerait à son tour un impact sur le coût salarial moyen via le mécanisme d'indexation des salaires. En fonction de la date de son introduction, la mesure pourrait faire avancer le paiement d'une tranche indiciaire en 2015. Il va de soi qu'une hausse des prix à la consommation sous l'effet d'un ajustement de la taxation indirecte devrait susciter une réflexion plus globale.

1.2.7 Le commerce extérieur

Le déficit du commerce extérieur a poursuivi son aggravation, en atteignant 1,9 milliard d'euros au premier trimestre de 2013 (+8,7% par rapport au même trimestre de l'année 2012), après avoir déjà culminé à 7,9 milliards d'euros sur toute l'année 2012 (+16,8% par rapport à l'année 2011). Cette détérioration du solde commercial est imputable à l'atonie de l'activité économique dans la zone euro qui continue à peser sur les exportations luxembourgeoises. Celles-ci sont en effet en recul de 13% totalisant 2,5 milliards au premier trimestre de 2013, après avoir déjà chuté de 9,7% (à 10,9 milliards d'euros) sur toute l'année 2012. En revanche, soutenues notamment par l'acquisition de matériel de transport, les importations n'ont baissé qu'à un rythme relativement faible au premier trimestre de 2013 (-5% à 4,4 milliards) et sur l'année 2012 (-0,2% à 18,8 milliards).

Les indices moyens des prix montrent une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation (+6% en 2011 et -2,5% en 2012) par rapport aux importations (+10% en 2011 et +0,9% en 2012). En conséquence, les termes de l'échange ont poursuivi leur détérioration (-3,4% en 2012, après -3,2% en 2011), contribuant ainsi, outre les importations exceptionnelles de matériel de transport, à la dégradation du solde commercial. Quant aux indices moyens des volumes du commerce, sur toute l'année 2012, ils montrent une importante chute des volumes à l'exportation (-7%) par rapport aux volumes à l'importation (-1,3%).

Au premier trimestre de 2013 et même au cours de l'année 2012, les exportations se sont contractées dans presque toutes les catégories de biens. Les produits sidérurgiques, principale composante des exportations de biens luxembourgeoises, ont subi un net ralentissement de leur croissance depuis la seconde moitié de l'année 2011 en enregistrant même un recul au dernier trimestre 2011 (-2%). Sur toute l'année 2012 et au premier trimestre de 2013, suite à la contraction de la demande émanant des pays de la zone euro, les exportations de produits sidérurgiques ont chuté respectivement de 13,6% et de 13%. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique d'ailleurs que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de 70% des exportations luxembourgeoises, ont reculé de 11% sur toute l'année 2012 et de 12,5% au premier trimestre de 2013. Les exportations à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont largement baissé (-12%)

en 2012 mais sont en nette progression (+13%) au premier trimestre de 2013. Les livraisons vers l'Asie ont par contre connu une évolution inverse : après avoir fortement progressé en 2012 (+22%), elles ont largement reculé (-41%) au premier trimestre de 2013.

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont reculé de 7% au premier trimestre de 2013, après avoir progressé de 9% sur toute l'année 2012. Les importations de matériel de transport (aéronefs et satellite), qui ont largement contribué au creusement du déficit commercial en 2012, sont en stagnation, voire en léger recul au premier trimestre 2013. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (83% de toutes les importations) ont poursuivi leur contraction : -6% au premier trimestre de 2013, après -3,3% sur toute l'année 2012. Sous l'effet notamment d'acquisition d'aéronefs évoqués ci-dessus, les importations en provenance des Etats-Unis se sont une nouvelle fois accrues au premier trimestre de 2013, après les fortes hausses de 2012 et 2011.

Tableau 23:

Commerce extérieur du Luxembourg

(valeur en millions d'euros et variation en% par rapport à la même période de l'année précédente)

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION
2003	8 833,7	-1,9%	12 108,8	-1,4%	-3 275,1	0,1%
2004	9 785,2	10,8%	13 677,3	13,0%	-3 892,1	18,8%
2005	10 177,6	4,0%	14 399,4	5,3%	-4 221,8	8,5%
2006	11 144,1	9,5%	15 714,7	9,1%	-4 570,6	8,3%
2007	11 945,9	7,2%	16 470,5	4,8%	-4 524,6	-1,0%
2008	11 987,5	0,3%	17 515,7	6,3%	-5 528,2	22,2%
2009	9 250,2	-22,8%	13 799,2	-21,2%	-4 549,0	-17,7%
2010	10 785,4	16,6%	16 421,9	19,0%	-5 636,5	23,9%
2011	12 089,2	12,1%	18 872,6	14,9%	-6 783,4	20,3%
2012	10 921,4	-9,7%	18 841,9	-0,2%	-7 920,5	16,8%
1 ^{er} trim	2 929,7	-7,2%	4 668,0	5,3%	-1 738,2	36,1%
2 ^e trim.	2 746,4	-10,6%	4 691,3	1,8%	-1 944,9	26,7%
3 ^e trim.	2 667,4	-11,8%	4 475,7	-7,0%	-1 808,3	1,0%
4 ^e trim.	2 577,8	-9,2%	5 006,9	-0,2%	-2 429,1	11,4%
2013						
1 ^{er} trim	2 543,9	-13,2%	4 433,4	-5,0%	-1 889,6	8,7%

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Le compte courant

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 2,5 milliards d'euros sur toute l'année 2012, contre 3 milliards d'euros en 2011. Cette importante détérioration (-18,6%) du surplus courant provient d'une aggravation des déficits structurels de la balance des marchandises et de celle des revenus. L'amélioration du surplus de la balance des services et la résorption du déficit des transferts courants n'ont toutefois pas suffi à neutraliser les évolutions négatives des marchandises et des revenus, entraînant ainsi cette baisse sensible de l'excédent courant. Les données préliminaires du premier trimestre 2013 montrent une poursuite de cette tendance avec de surcroît une forte aggravation du déficit des revenus, sous l'effet d'une importante hausse des dividendes et intérêts attribués aux investisseurs non-résidents. En dépit de l'amélioration de l'excédent des services, l'excédent courant s'est nettement dégradé au premier trimestre 2013.


Dans la balance des marchandises, l'importante hausse (+13%) du déficit qui a totalisé 6 milliards d'euros sur toute l'année 2012, résulte d'une forte contraction des exportations de biens (-8%) par rapport aux importations (-2%, voir section ci-dessus). L'accroissement du déficit des revenus, qui atteint 13,6 milliards d'euros en 2012, est dû à la fois à une hausse de 4% de la rémunération nette des frontaliers et surtout à une importante hausse (29%) des dividendes et intérêts attribués aux investisseurs non-résidents. Par contre, le déficit des transferts courants s'est résorbé de 18% (à 881 millions d'euros), suite notamment au niveau relativement bas du taux de refinancement qui a entraîné une baisse des versements nets de la BCL à l'Eurosystème dans le cadre de la redistribution du revenu monétaire.

La balance des services affiche une amélioration (+8%) de son excédent, qui a atteint 23 milliards d'euros en 2012. Dans les différentes catégories de services, de fortes baisses ont toutefois été observées dans le surplus du transport des marchandises (-16%) et dans le surplus des voyages (-6%). Après avoir subi une croissance négative au dernier semestre de 2011, dans le contexte de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, les exportations nettes de services financiers sont reparties à la hausse enregistrant une croissance positive (+3% à 15 milliards sur toute l'année 2012). Toutefois, en comparaison avec les taux de progression enregistrés au cours des trois années précédentes, la croissance de l'excédent des services financiers s'est nettement ralentie en 2012. Ce ralentissement est imputable à l'incertitude accrue sur les marchés financiers. Les turbulences sur les marchés ne se sont toutefois pas traduites par une baisse de la valeur des actifs détenus par les OPC, valeur dont sont largement tributaires les commissions financières et les frais de gestion perçus par les dépositaires résidents des OPC. Par ailleurs, l'investissement net en parts d'OPC est resté positif sur toute l'année 2012. Cette évolution favorable du secteur des OPC, dont la valeur des actifs financiers et les nouvelles souscriptions constituent une importante base de perception de commissions financières, a donc largement contribué à la croissance positive du surplus des services financiers. Les surplus des autres services, en particulier les assurances, les services audiovisuels et les autres services aux entreprises (audit et conseil) ont également connu une évolution positive.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs et de portefeuille ont enregistré respectivement des entrées nettes de 16 milliards et de 183 milliards d'euros sur toute l'année 2012. Ces entrées nettes ont été totalement compensées par des sorties nettes dans les autres investissements (crédits et dépôts classiques).

Les flux d'investissements directs (IDE) luxembourgeois à l'étranger se sont nettement réduits en 2012, en s'établissant à 102 milliards d'euros contre 245 milliards en 2011. De même les flux d'investissements



directs en provenance de l'étranger se sont réduits à 118 milliards en 2012, contre 275 milliards en 2011. Cette évolution négative n'est pas forcément liée à la faiblesse de l'activité économique réelle ni même à une baisse de l'attractivité du Luxembourg. En effet, la ventilation sectorielle des flux d'IDE du Luxembourg montre que près de 90% des flux bruts (et même des stocks, voir la section ci-dessous sur la position extérieure) sont effectués via des entités à vocation spéciale (essentiellement des SOPARFI) et qu'ils sont en transit. Le poids de ces sociétés est lié à la restructuration ou à la réorganisation interne de grands groupes internationaux.

Les entrées nettes de 184 milliards au titre d'investissements de portefeuille proviennent d'une forte hausse des placements nets des non-résidents dans les titres luxembourgeois. Les non-résidents ont ainsi investi 117 milliards d'euros dans les titres de participation (parts d'OPC en grande partie) sur toute l'année 2012 contre 51 milliards en 2011. En ce qui concerne les titres de créance, les non-résidents ont investi 170 milliards dans les titres luxembourgeois (correspondant en grande partie aux émissions obligataires du Fonds Européen de Stabilité Financière, FESF en sigle). Au total, les nouvelles souscriptions des non-résidents aux émissions de titres luxembourgeois ont rapporté 287 milliards d'euros en 2012, contre 38 milliards en 2011.

Après les ventes nettes de titres étrangers au second semestre 2011 (à concurrence de 93 milliards, dont 53 milliards d'actions), au cours de l'année 2012 les résidents ont accru progressivement leurs placements dans les titres étrangers qui ont totalisé 103 milliards d'euros. A l'exception du second trimestre 2012 qui s'est caractérisé par des ventes nettes d'actions étrangères, les résidents ont repris leurs achats d'actions en y investissant 15 milliards d'euros. De même s'agissant de titres de la dette, les résidents ont repris les achats d'obligations étrangères dès le début de l'année 2012, après les ventes nettes de 37 milliards observées au second semestre 2011. Sur toute l'année 2012, les achats d'obligations étrangères se sont ainsi élevés à 112 milliards d'euros. En revanche, les résidents ont continué à se détourner de titres étrangers de la dette à court terme qui ont subi des ventes nettes de 24 milliards sur toute l'année 2012.

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les sorties nettes de 208 milliards sont liées en grande partie (213 milliards) à une hausse des avoirs nets des autres secteurs (incluant surtout les prêts du FESF), compensée légèrement par des entrées nettes de 5 milliards résultant de la baisse des avoirs nets des IFMs.

Tableau 24 :

Balance des paiements du Luxembourg (en millions EUR ¹⁾)

UNITÉ ¹⁾ : MILLION EUR	2011			2012		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	189 411	186 383	3 028	214 844	212 378	2 466
Marchandises	13 720	19 159	-5 439	12 607	18 756	-6 149
Services	51 205	29 793	21 411	54 613	31 511	23 102
Revenus	119 232	131 105	-11 873	142 175	155 782	-13 607
Transferts courants	5 254	6 325	-1 071	5 450	6 331	-881
COMPTE DE CAPITAL	87	233	-146	80	308	-228
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER ²⁾			-2 698			-1 477
Investissements directs ³⁾	-245 403	275 052	29 649	-102 195	118 105	15 910
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-216 521	260 858	44 337	-76 897	131 729	54 832
Autres opérations, prêts intragroupes	-28 882	14 194	-14 688	-25 298	-13 624	-38 922
Investissements de portefeuille	27 226	37 701	64 927	-103 406	287 075	183 669
Titres de participation	28 161	23 355	51 516	-15 085	117 286	102 202
Titres de créance	-935	14 346	13 411	-88 321	169 788	81 467
Produits financiers dérivés			10 433			7 319
Autres investissements	-226 338	118 752	-107 586	-203 562	-4 677	-208 239
Avoirs de réserve			-121			-136
ERREURS ET OMISSIONS			-185			-761

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

²⁾ Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie. Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une augmentation, un signe positif une diminution.

³⁾ Pour les investissements directs, les avoirs se réfèrent aux investissements directs à l'étranger et les engagements aux investissements directs au Luxembourg.

Source : BCL/STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au troisième trimestre de 2012, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont progressé de 98 milliards d'euros pour atteindre 5 472 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre de 2012. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger se sont accrus de 91 milliards, une hausse inférieure à celle des avoirs extérieurs, en s'établissant à 5 460 milliards d'euros à fin décembre 2012. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi améliorée de 7 milliards d'euros en atteignant 12 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2012 contre 5 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2012.

La position extérieure du troisième trimestre 2012 a été révisée fortement à la baisse, la première estimation l'ayant évaluée à 33 milliards d'euros. Cette importante révision provient essentiellement de la prise en compte de nouvelles données sur les émissions des certificats de titres participatifs convertibles qui sont considérés comme instruments de dette. Les données sur ces titres proviennent de la nouvelle collecte statistique auprès des « sociétés émettrices ». Par ailleurs un important changement méthodologique a eu lieu dans l'évaluation des encours des capitaux propres d'investissements directs des sociétés des participations financières (SOPARFI). Ces encours ont été jusque là compilés sur base de la méthode de cumul des flux historiques. Or cette méthode n'est plus retenue dans la liste de différentes méthodes d'évaluation recommandées par le nouveau manuel de la balance des paiements

et de la position extérieure (6^{ème} édition). Les encours des capitaux propres et de participations des SOPARFI sont désormais calculés sur base de leurs valeurs bilantaires collectées par la BCL dans le cadre du reporting « sociétés émettrices ». L'intégration de cette nouvelle source des données, à partir du troisième trimestre 2012, a occasionné une importante révision à la baisse à la fois des capitaux propres des SOPARFI (investissements directs entrants) et de leurs participations (investissements directs sortants).

L'amélioration de la position extérieure nette du Luxembourg, entre le troisième et le quatrième trimestre 2012, résulte d'un effet positif de valorisation (19 milliards), compensé partiellement par un effet négatif de flux (12 milliards). Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est amélioré de 16 milliards à 235 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2012. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) a baissé de 21 milliards à 234 milliards d'euros tandis que celui des produits dérivés a reculé de 2 milliard à 11 milliards. Le déficit d'investissements de portefeuille s'est quant à lui contracté de 15 milliards en atteignant 468 milliards fin décembre 2012.

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 1 962 milliards d'euros fin décembre 2012, enregistrant une hausse de 41 milliards (dont 17 milliards correspondent aux flux de nouveaux investissements à l'étranger) et le reste aux effets positifs de valorisation. De même, le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit à 1 727 milliards d'euros fin décembre 2012, soit une hausse de 26 milliards (dont 23 milliards de nouveaux flux entrants et 3 milliards d'effet positif de valorisation). Comme pour les flux, les encours d'investissements directs se concentrent à plus de 90% sur les SOPARFI.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est améliorée de 15 milliards pour atteindre un déficit de 468 milliards d'euros fin décembre 2012. Les flux financiers nets ont eu un impact négatif de 47 milliards (les sorties de capitaux étant largement inférieures aux entrées). La valeur des titres étrangers détenus par les résidents s'établit à 2 320 milliards d'euros fin décembre 2012 contre 2 251 milliards fin septembre 2012. Cette hausse de 68 milliards entre les deux périodes s'explique à la fois par un effet-flux positif (acquisitions nettes à concurrence de 50 milliards) et par un effet positif de revalorisation (19 milliards ou 1% de l'encours initial). Du côté des engagements, les titres luxembourgeois ont subi un effet-flux positif tant pour les titres de créance (achats nets de 52 milliards) que pour les titres de participation (achats nets de 45 milliards, essentiellement des parts d'OPC). Par contre, les effets de valorisation se sont avérés négatifs pour les titres luxembourgeois (-43 milliards ou 2% de l'encours initial) compensant partiellement l'effet flux positif. La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'établit ainsi à 2 788 milliards fin décembre 2012, contre 2 734 milliards fin septembre 2012. Dans l'ensemble, les effets de valorisation se sont avérés négatifs (réduction de valeur) pour les titres luxembourgeois détenus par les non-résidents, alors qu'ils se sont avérés positifs (hausse de valeur) pour les titres étrangers détenus par les résidents, contribuant ainsi à la baisse du déficit total sur les valeurs mobilières.

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) s'est réduite de 22 milliards à 234 milliards fin décembre 2012. Cette baisse résulte d'un effet flux positif (+47 milliards) amputé largement par un effet négatif de change (-69 milliards). L'encours de créances, qui atteint 1 046 milliards fin décembre 2012, s'est réduit de 12 milliards (dont 11 milliards de flux – remboursement des créances par les non-résidents). L'encours d'engagements s'accroît en revanche (+10 milliards, suite à la fois à des effets flux et des effets de valorisation) en atteignant 812 milliards fin décembre 2012. A la fin du quatrième trimestre 2012, la position créditrice de toutes les institutions financières monétaires s'établit à 182 milliards d'euros, dont 111 milliards correspondent à la contribution de la BCL (solde TARGET en grande partie).

Tableau 25:

Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards EUR)

	ENCOURS À FIN 2012Q3 ²⁾	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT ¹⁾	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS ¹⁾	ENCOURS À FIN 2012Q4 ²⁾
Position extérieure nette	4,9	-11,8	19,1	12,2
Avoirs extérieurs bruts	5 373,7	50,7	48,1	5 472,5
Engagements extérieurs bruts	5 368,8	62,5	29,0	5 460,3
Investissements directs	219,4	-6,9	22,8	235,2
Luxembourgeois à l'étranger	1 921,0	16,8	24,5	1 962,3
Etrangers au Luxembourg	1 701,6	23,8	1,8	1 727,1
Investissements de portefeuille	-483,1	-47,1	62,0	-468,2
Titres étrangers	2 251,4	49,7	18,6	2 319,7
Titres de participation	877,7	17,6	17,2	912,5
Titres de créance	1 373,7	32,1	1,4	1 407,2
Titres luxembourgeois	2 734,5	96,8	-43,4	2 787,9
Titres de participation	2 195,2	45,2	-32,1	2 208,3
Titres de créance	539,3	51,6	-11,2	579,6
Produits dérivés	12,7	4,6	-6,4	10,8
Créances	143,2	4,9	-4,2	143,9
Engagements	130,6	0,3	2,2	133,1
Autres investissements	255,1	47,3	-68,8	233,6
Créances	1 057,3	-11,1	-0,5	1 045,7
Engagements	802,2	-58,4	68,3	812,1
Avoirs de réserve	0,79	0,10	-0,14	0,75

¹⁾ Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une diminution des avoirs et des engagements ou à un effet négatif de valorisation. Un signe positif traduit une hausse des avoirs et des engagements ou à un effet positif de valorisation.

²⁾ Les stocks d'avoirs et d'engagements sont repris avec un signe positif. Un signe négatif représente une position nette négative.

Source: BCL

1.2.10 Les comptes financiers

Le terme générique 'comptes financiers' englobe les comptes de patrimoine, les transactions en termes d'actifs et passif financiers, les gains et les pertes de détention, ainsi que les autres changements des actifs et passifs financiers.

Les comptes de patrimoine fournissent une vue d'ensemble détaillée des avoirs et engagements financiers des secteurs institutionnels domestiques⁴³ et du reste du monde. Ces actifs et passifs sont répartis par instrument financier⁴⁴. Pour chaque secteur, le patrimoine financier net résulte de la différence entre le total des actifs et le total des engagements financiers.

La variation des patrimoines financiers nets entre le début et la fin d'un trimestre résulte d'une part des *transactions financières* effectuées au cours de la période et d'autre part des *autres variations*, qui se composent principalement des variations de prix et de cours de change. Dans son acception plus spécifique, le terme 'comptes financiers' désigne l'enregistrement des transactions financières. Ainsi,

43 Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM), sociétés financières, sociétés non financières et administrations publiques.

44 Numéraire et dépôts, crédits, titres à revenus fixes, actions et participations, parts d'organismes de placement collectif, provisions techniques d'assurance et autres comptes à payer/à recevoir.

les comptes financiers mettent en évidence la manière dont les différents secteurs institutionnels affectent leur épargne, ou trouvent les ressources nécessaires pour financer leur déficit.

L'analyse détaillée se limite ici au secteur des ménages et des sociétés non-financières. Les évolutions conjoncturelles récentes des autres secteurs sont analysées en détail dans d'autres parties de la présente publication.

Tableau 25:

Evolution du patrimoine financier net des ménages luxembourgeois ¹⁾

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	09-2010	09-2011	09-2012	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	12-2012
Actifs financiers	54 104	53 430	57 451	-155	194	57 489
Numéraire et dépôts	27 019	28 369	30 051	271	-18	30 304
Titres autres qu'actions	8 020	6 192	6 556	-1 070	23	5 509
Crédits	273	267	251	7	0	258
Actions et autres participations	11 676	11 053	11 742	374	27	12 143
Provisions techniques d'assurances	7 117	7 549	8 851	262	162	9 275
Passifs financiers	20 685	22 382	23 993	251	-3	24 241
Crédits	20 685	22 382	23 993	251	-3	24 241
<i>dont: Court terme (moins d'un an)</i>	<i>946</i>	<i>895</i>	<i>968</i>	<i>10</i>	<i>-3</i>	<i>974</i>
<i>dont: Long terme (plus d'un an)</i>	<i>19 739</i>	<i>21 487</i>	<i>23 025</i>	<i>242</i>	<i>0</i>	<i>23 267</i>
Patrimoine financier net	33 419	31 049	33 458	-407	197	33 248

Source: STATEC / BCL

¹⁾ Y inclus les institutions sans but lucratif au service des ménages

Les actifs des ménages luxembourgeois sont majoritairement composés de numéraire et dépôts (53% du total fin décembre 2012) et d'actions, parts d'OPC et autres participations (21%). Au cours du quatrième trimestre de 2012, les ménages ont nettement désinvesti dans les 'titres à revenu fixe' (-1 070 millions d'euros), alors que les investissements nets en 'actions non cotées et autres participations' (374 millions), en dépôts (271 millions) et en produits d'assurance (262 millions) ont affiché des montants nettement positifs. Au cours du trimestre sous revue, les effets de marché se sont avérés globalement positifs pour presque tous les instruments. Au final, les avoirs totaux ont très légèrement augmenté, passant de 57 451 millions d'euros en septembre 2012 à 57 489 millions d'euros en décembre 2012.

Les engagements des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent la majorité. Au cours du quatrième trimestre de 2012, l'encours des crédits a continué de progresser, comme il le fait de façon régulière depuis 2006.

Tel qu'il ressort du tableau ci-dessus, les ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages ont enregistré un besoin net de financement s'élevant à 407 millions d'euros au cours du quatrième trimestre de 2012, les dettes ayant augmenté plus rapidement que les actifs. L'effet de marché favorable de 197 millions d'euros n'a pas été suffisant pour compenser le déficit. Au total, la valeur du patrimoine financier net s'est contractée, passant de 33 458 millions d'euros fin septembre à 33 248 millions d'euros fin décembre 2012.

Encadré 5 :

ACTIFS FINANCIERS NETS DES MÉNAGES: LE LUXEMBOURG EST-IL PLUS RICHE QUE LES AUTRES PAYS DE LA ZONE EURO?

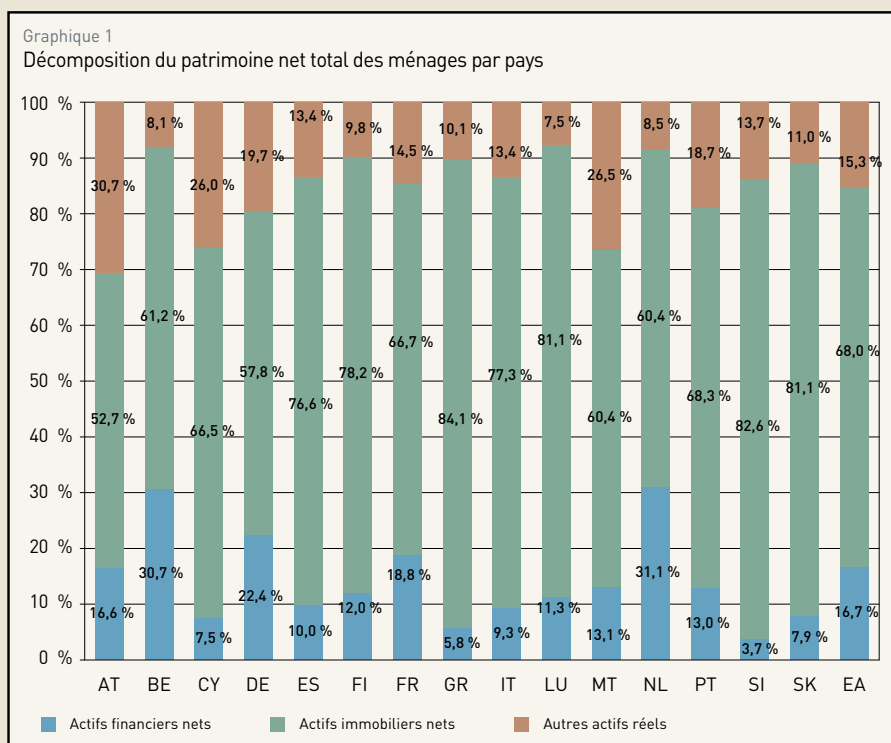
En avril, la Banque centrale européenne a publié les premiers résultats⁴⁵ de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages (Household Finance and Consumption Survey, HFCS). Cette enquête a rassemblé des informations harmonisées sur les actifs et passifs de plus de 62 000 ménages individuels à travers 15 pays de la zone euro. Jusqu'à présent, peu d'informations étaient disponibles sur la distribution des actifs et passifs à travers la population des ménages et il était difficile de comparer les pays de la zone euro.

L'écho des médias a mis l'accent sur les différences entre pays en termes du patrimoine net total des ménages (la somme des actifs réels et des actifs financiers moins les passifs). En termes de valeur moyenne, le patrimoine net est plus faible en Slovaquie (€ 79 700) et en terme de valeur médiane en Allemagne (€ 51 400). Sous les deux mesures, le patrimoine net est plus élevé au Luxembourg (moyenne € 710 100 et médiane € 397 800). Les valeurs luxembourgeoises sont également élevées par rapport à la zone euro (moyenne € 230 800 et médiane € 109 200).

En grande partie, ces différences entre pays s'expliquent par des différences concernant les actifs immobiliers nets (voir Graphique 1), car pour tous les pays ceux-ci constituent la partie la plus importante du patrimoine net. La section 4.3 du rapport BCE examine le lien entre ces différences entre pays et le taux d'accession à la propriété, les prix immobiliers, la dette hypothécaire, l'offre de logements publics, les impôts immobiliers, les transferts intergénérationnels, la taille des ménages et leurs revenus.

Cet encadré se concentre plutôt sur l'autre composante majeure du patrimoine net des ménages, c'est-à-dire les actifs financiers nets. Si la composante actifs immobiliers n'est pas toujours comparable à travers les différents pays à cause de différences institutionnelles (et surtout lors d'épisodes de bulle immobilière, comme en Irlande ou en Espagne), la composante actifs financiers devrait être plus comparable.

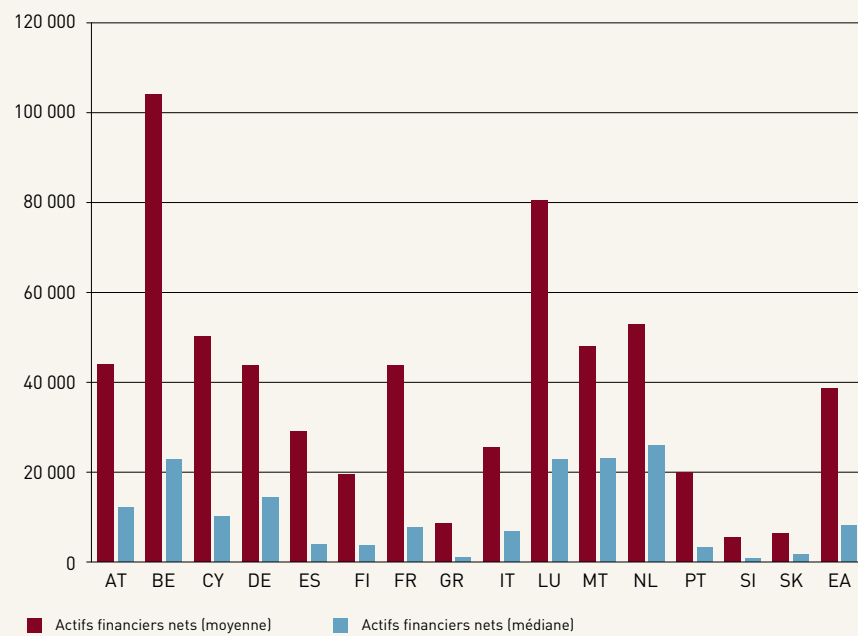
Le graphique 1 décompose le patrimoine net des ménages en trois catégories: les actifs financiers nets, les actifs immobiliers nets et les autres actifs réels. Les actifs financiers nets représentent la somme des comptes de dépôt, des fonds d'investissement, des obligations, des actions cotées en Bourse, des montants dus au ménage, des cotisations à des plans



Sources : enquête HFCS; calculs BCL bases sur données pondérées et à imputation multiple.

45 Household Finance and Consumption Network (2013) "The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the first wave." ECB Statistics Paper Series, No. 2.

Graphique 2

Actifs financiers nets des ménages par pays
(euros)

Sources : enquête HFCS; calculs BCL basés sur données pondérées et à imputation multiple.

Au Luxembourg, les actifs immobiliers nets représentent 81% du patrimoine net, le troisième pourcentage le plus élevé après la Grèce et la Slovaquie (la moyenne pour la zone euro est de 68%). Les actifs immobiliers nets représentent plus de 75% du patrimoine net aussi en Slovaquie, en Finlande, en Espagne et en Italie. Les différences du patrimoine net des ménages résidents au Luxembourg et des ménages des travailleurs frontaliers s'expliquent largement par les différentes dynamiques des prix immobiliers par pays, même après prise en compte des différences de revenus.

Au Luxembourg, le niveau moyen des actifs financiers nets est d'environ € 80 000 et le niveau médian autour de € 23 000. Parmi les autres pays de la zone euro, seule la Belgique a une plus grande valeur moyenne (> € 100 000). Ceci est cohérent avec l'encadré 1.3 du rapport annuel BCL 2010, qui compare les comptes financiers du secteur des ménages au Luxembourg à ceux des pays voisins. En termes médians, les ménages néerlandais ont les actifs financiers nets les plus élevés (€ 26 000), suivis par Malte, le Luxembourg et la Belgique (tous près de € 23 000).

Par rapport au patrimoine net total, la valeur moyenne au Luxembourg est 3,1 fois celle de la zone euro (la valeur médiane est 3,6 fois celle de la zone euro). Cependant, en se concentrant sur les actifs financiers nets, la moyenne au Luxembourg est seulement 2,1 fois celle de la zone euro (la médiane est 2,8 fois celle de la zone euro). Selon la note méthodologique de la BCE⁴⁷, le montant des actifs financiers par habitant estimé par l'enquête HFCS couvre entre 18% de leur valeur telle que mesurée par les comptes nationaux en Grèce et 58% de cette valeur en Belgique⁴⁸. La situation au Luxembourg se situe au

de pension privés et des plans d'assurance-vie et d'autres actifs financiers⁴⁶ après déduction de la dette non-hypothécaire. Au Luxembourg, les actifs financiers nets représentent 11% du patrimoine net total des ménages. Pour les autres pays de la zone euro cette part se situe entre 4% et 31%.

Quant aux autres composantes du patrimoine net, les actifs immobiliers nets représentent la somme de la valeur de la résidence principale (si le ménage est propriétaire) et d'autres biens immobiliers (y compris les biens utilisés pour des activités économiques), moins la dette hypothécaire totale. La dernière composante inclut les autres actifs réels, tels que les véhicules et les objets de valeur.

46 Participations en entreprises privées non cotées, comptes sous gestion, instruments financiers, etc.

47 Household Finance and Consumption Network (2013) "The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Methodological report for the first wave," ECB Statistics Paper Series, No. 1.

48 Voir tableau 10.5 de la note méthodologique de la BCE.

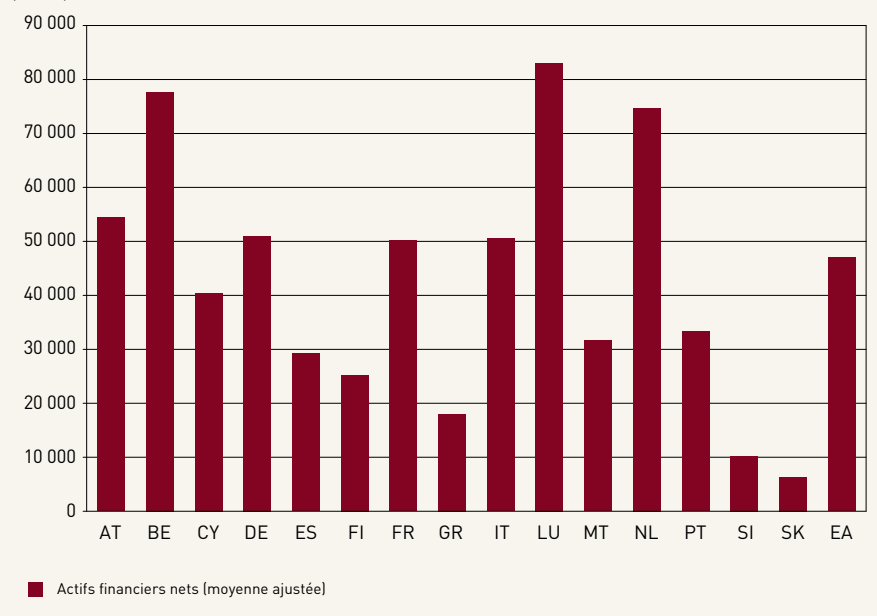
milieu, avec un taux de couverture de 39%⁴⁹. De plus, les ménages répondant à des sondages ont tendance à sous-estimer leurs actifs financiers plus souvent que leurs passifs ou leurs actifs réels⁵⁰. Afin de minimiser l'impact de ce biais sur le classement des pays, dans le graphique 3 les actifs financiers nets par pays sont corrigés par des taux de «sous-déclaration» estimés par pays. De plus, les actifs financiers nets sont exprimés par habitant pour tenir compte des différentes tailles du ménage représentatif parmi les pays de la zone euro.

Au Luxembourg, les actifs financiers nets par habitant (ajustés) s'élèvent à € 83 000, soit la valeur la plus importante à travers la zone euro.

Cependant, comme l'illustre le graphique 3, le Luxembourg n'est plus un point extrême par rapport aux autres pays de la zone euro (après cet ajustement). Le chiffre pour le Luxembourg est seulement 1,8 fois celui pour la zone euro (comme indiqué en haut, le patrimoine net, sans ajustement, est 3,1 fois celui de la zone euro). Ceci est cohérent avec un taux de couverture des actifs financiers plus élevé au Luxembourg (39%) que pour la zone euro (35%) ainsi qu'avec un ménage représentatif d'une taille plus grande (2,48 personnes au Luxembourg contre 2,32 personnes pour la zone euro).

Le patrimoine net des ménages luxembourgeois est principalement composé d'actifs immobiliers, dont la valeur a augmenté au cours des dernières décennies avec les prix immobiliers. Ceci a pu donner une image biaisée de la position du Luxembourg par rapport aux autres pays de la zone euro. En effet, différents aspects du marché immobilier peuvent limiter la comparabilité de valeurs immobilières à travers la zone euro (surtout lors d'épisodes spéculatifs comme récemment en Irlande, en Espagne ou à Chypre). C'est pourquoi cet encadré se concentre sur les actifs financiers nets, dont la valeur peut être plus comparable d'un pays à l'autre. A cette aune, le Luxembourg figure toujours en tête du classement, mais sa situation apparaît plus normale.

Graphique 3
Actifs financiers net par habitant (ajustés) par pays
(euros)



Sources : enquête HFCS; calculs BCL basés sur données pondérées et à imputation multiple.
L'ajustement utilise le rapport entre actifs financiers nets par habitant selon le HFCS et celui selon les comptes nationaux (voir note méthodologique BCE p. 97)

49 Les comptes nationaux et les enquêtes HFCS ne sont que partiellement comparables, car ils sont compilés à des fins différentes, utilisent des définitions différentes du patrimoine et couvrent des populations différentes. Par exemple, pour la plupart des pays de la zone euro, dans les comptes nationaux le secteur des ménages inclut également les établissements sans but lucratif au service des ménages (S.15). Voir la note méthodologique de la BCE.

50 Frick, Grabka, et Sierminska (2007) "Representative Wealth Data for Germany from the German SOEP: The Impact of Methodological Decisions around Imputation and the Choice of the Aggregation Unit," DIW Discussion Paper 672.

Les sociétés non financières détiennent quant à elles des avoirs principalement sous la forme de participations (66% du total des avoirs à la fin décembre 2012) et de crédits (26%). L'analyse de l'évolution récente des actifs financiers révèle un accroissement des investissements nets en termes de participations (3 826 millions d'euros), crédits accordés (1 939 millions d'euros) et dépôts (462 millions d'euros), mais des transactions nettes négatives dans le cas des titres autres qu'actions (-418 millions d'euros). Au total, les actifs se sont accrus, pour atteindre 355 488 millions fin décembre 2012.

Tableau 26:

Evolution des actifs et passifs financiers des sociétés non financières luxembourgeoises ^{1) 2)}
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	09-2010	09-2011	09-2012	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	12-2012
Actifs financiers	369 400	362 135	349 779	5 729	-21	355 488
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	-	-	17 786	462		18 247
Titres autres qu'actions	3 725	3 121	3 496	-418	-91	2 986
Crédits	-	-	89 904	1 939	-9	91 842
Actions et autres participations	248 342	248 076	230 453	3 706	71	234 230
dont: Actions cotées	1 758	1 012	1 204	-135	56	1 125
dont: Actions non cotées et autres participations	244 678	245 751	227 792	3 826	1	231 619
dont: Parts d'OPC	1 906	1 313	1 457	15	14	1 486
Autres	3 914	4 641	8 141	40	0	8 181
Passifs financiers	423 550	398 132	419 648	6 118	824	426 590
Titres autres qu'actions	17 106	17 648	22 364	559	-401	22 522
Crédits	96 770	96 389	110 493	850	0	111 342
Actions et autres participations	287 765	259 924	261 313	3 964	1 225	266 502
dont: Actions cotées	64 433	46 007	47 538	0	2 525	50 063
dont: Actions non cotées et autres participations	223 332	213 916	213 775	3 964	-1 300	216 439
Autres comptes à payer	21 909	24 171	25 478	745	0	26 223
Patrimoine net financier	-54 150	-35 997	-69 869	-389	-845	-71 102

Source : STATEC / BCL

¹⁾ Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Ils peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques

²⁾ Les comptes financiers du Luxembourg sont toujours en développement. Ils constituent une statistique qui n'est pas stabilisée et par conséquent sujette à des révisions qui peuvent être importantes. C'est particulièrement le cas du secteur des sociétés non financières, pour lequel les données doivent être analysées avec précaution. Certaines séries, comme les crédits et les participations, doivent être considérées comme provisoires.

Du côté des engagements, les sociétés non financières luxembourgeoises se financent principalement par l'émission d'actions et de participations (62% du total du passif à la fin décembre 2012) et par l'emprunt (26%). L'émission d'obligations, qui ne représente que 5% des engagements, est un instrument de financement moins utilisé. Au cours du quatrième trimestre de 2012, des transactions nettes positives sont observées pour tous les instruments. Il n'y a pas eu de nouvelle émission d'actions cotées en Bourse. Les effets de marché ont eu un impact négatif sur les titres à revenus fixes et sur les participations, mais positif sur les actions cotées. Au total, les engagements se sont accrus de 1,6% entre septembre 2012 et décembre 2012, pour atteindre 426 590 millions d'euros.

En conséquence de tous les mouvements décrits ci-dessus, les sociétés non financières ont clôturé le quatrième trimestre de l'année 2012 avec un besoin de financement de 389 millions d'euros, qui s'est accompagné d'un effet de prix et de taux de change défavorable de 845 millions d'euros. Ces effets combinés ont conduit à une détérioration de la valeur nette du patrimoine financier qui s'élevait, fin décembre, à -71 102 millions d'euros.

1.2.11 Les finances publiques

1.2.11.1 Evolution des recettes et des dépenses des Administrations publiques

1.2.11.1.1 Situation budgétaire: revue de l'année 2012

Le solde des Administrations publiques luxembourgeoises, diffusé début avril 2013 dans le cadre de la publication des comptes nationaux annuels, a révélé un déficit pour l'année 2012 de 0,8% du PIB, en hausse par rapport au déficit enregistré pour l'année 2011 qui atteignait 0,2% du PIB. Cette détérioration est notamment due à une augmentation des dépenses totales de plus grande ampleur que l'augmentation des recettes totales.

Ce déficit pour 2012 est néanmoins inférieur à celui prévu dans la 13^{ème} actualisation du Programme de Stabilité, publiée en avril 2012 par le gouvernement, qui prévoyait un déficit de 1,5% du PIB. Le déficit de 2012 est également inférieur au déficit calculé par la BCL dans ses projections de décembre 2012 (1,9% du PIB). Ce déficit de moindre ampleur que prévu pour l'année 2012 est principalement dû à la dynamique des recettes de TVA, liées notamment au commerce électronique.

La dette publique atteignait 20,8% du PIB à la fin de l'année 2012, soit une hausse de 2,5 points de PIB par rapport à 2011.

1.2.11.1.2 Les projections pour la période 2013-2015

Dans le cadre des exercices de projections biannuels, la BCL a présenté ses chiffres concernant les soldes des Administrations publiques ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2013 à 2015. Il convient de souligner à cet égard que la BCL n'a pas intégré dans ses projections de base, vu leur spécification incomplète à ce stade, les mesures de consolidation budgétaire pour 2014 et 2015 présentées par le Premier Ministre lors du Discours de l'état de la nation du 10 avril 2013 ainsi que par le gouvernement le 26 avril 2013, lors de la présentation de la 14^{ème} actualisation du Programme de Stabilité pour le Luxembourg. C'est donc un scénario à « politique inchangée » qui caractérise les projections de la BCL relatives aux finances publiques.

A. Les recettes

Après la baisse amorcée en 2010 et en 2011, corrélative à l'accentuation de la crise économique en 2009, suivie par un rebond en 2012, le ratio des recettes totales des Administrations publiques par rapport au PIB s'affiche en nette progression pour l'année 2013 suite aux mesures de consolidation décidées par le gouvernement en 2012 et entrées en vigueur en janvier 2013.

Après une très légère baisse en 2014 s'expliquant par une dynamique des bases imposables de moindre ampleur que la croissance nominale du PIB, une très nette détérioration du ratio est escomptée pour 2015. Cette baisse résulte du fait que, à partir de 2015, les recettes de TVA liées au commerce électronique reposeront sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence et non plus le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, bien qu'incluant

une période transitoire de 2015 à 2019⁵¹, aura comme conséquence un étiolement des recettes de TVA afférentes dès 2015. Il s'agit là d'un enjeu particulièrement important pour le Luxembourg. Selon les estimations de la BCL, les pertes de recettes en 2015 représenteraient environ 1,3% du PIB.

Tableau 27:

Recettes de l'ensemble des Administrations publiques
(en % du PIB, sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2013						PROJECTIONS BCL JUIN 2013		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Impôts directs	13,0	14,1	14,6	14,4	14,1	14,1	14,8	14,6	14,8
dont à charge des ménages	7,8	8,7	8,9	8,6	9,0	9,1	9,7	9,8	9,9
dont à charge des sociétés	5,3	5,4	5,8	5,8	5,0	5,1	5,1	4,8	4,8
Impôts indirects	12,4	12,4	12,5	11,9	11,8	12,4	12,5	12,3	10,9
Cotisations sociales	10,7	11,5	12,7	11,9	11,9	12,0	12,1	12,2	12,2
Autres recettes	3,8	4,3	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5	3,6	3,7
Recettes totales	39,9	42,3	43,8	42,0	41,5	42,1	42,9	42,8	41,5
Croissance nominale des recettes totales [%]	10,6	5,6	-0,2	6,1	5,8	5,7	5,0	3,7	1,4

Sources : IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

Une analyse détaillée de l'évolution des différents impôts sur l'horizon de projection montre que la situation varie en fonction du type d'impôt et de l'année étudiée.

Le ratio des impôts directs à charge des ménages est en augmentation sensible sur toute la période de projection, passant de 9,1% du PIB en 2012 à 9,9% du PIB en 2015 selon les nouvelles projections de la BCL. Cette hausse est due notamment à la mise en place du paquet de consolidation budgétaire entré en vigueur en janvier 2013 (notamment l'augmentation de l'impôt de solidarité et une hausse de l'impôt des personnes physiques – en particulier l'ajout d'un échelon de 40%).

La situation inverse prévaut en ce qui concerne les impôts directs payés par les entreprises. Les mesures de consolidation, entrées en vigueur dès janvier 2013 (augmentation de l'impôt de solidarité et introduction d'un impôt minimal sur les sociétés) ont un effet légèrement positif sur le ratio en 2013, ce dernier passant de 5,08% en 2012 à 5,14% en 2013. Une légère baisse par rapport au niveau observé en 2012 est toutefois escomptée pour 2014 et en 2015. Ces baisses s'expliquent principalement par les décalages dans la perception des impôts directs à charge des sociétés (espacement entre la collecte des impôts et l'exercice d'imposition auquel se rapportent ces recettes). Ces décalages expliquent d'une part l'augmentation du ratio en 2009 et en 2010 –alors même que la crise économique sévissait – et d'autre part la tendance à la baisse de ce ratio à partir de 2011 (mis à part le léger rebond de 2013).

Le ratio concernant les cotisations sociales serait en très légère progression pour 2013 et 2014 avant de se stabiliser en 2015. Cette légère hausse peut être attribuée aux indexations des salaires en 2013 et 2014 (à concurrence de 2,5% en moyenne annuelle) ainsi qu'à l'ajustement des pensions aux salaires réels en 2014 et en 2015 (respectivement 0,9% et 0,4%).

Quant au ratio des impôts indirects sur le PIB, après une hausse observée en 2013 sous l'effet de la dynamique des recettes provenant du commerce électronique et de la taxe d'abonnement, une légère

51 Selon le « VAT package », le Luxembourg pourra garder 30% des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15% de ces recettes en 2017 et 2018.

baisse du ratio est attendue en 2014 en raison d'une dynamique des dépenses de consommation privée de moindre ampleur que la croissance nominale du PIB.

En 2015, le ratio devrait littéralement s'effondrer, passant de 12,3% du PIB à 10,9% du PIB, sous l'effet, comme expliqué ci-dessus, de la perte de 70% des recettes de TVA liées au commerce électronique. A ce stade, la perte de ces recettes n'est pas compensée dans les projections de la BCL vu le manque de détails concernant les mesures qui seront prises par le gouvernement pour contrer cette baisse significative de recettes. En effet, bien qu'une hausse de la TVA ait été annoncée pour 2015, l'incertitude demeure concernant l'ampleur de la hausse et les différents taux qui pourraient être concernés.

B. Les dépenses

Après une hausse significative en 2012 (de l'ordre de 1,2% à 43% du PIB), le ratio des dépenses totales par rapport au PIB devrait continuer à afficher une progression soutenue sur tout l'horizon de projection pour atteindre 43,5% du PIB en 2013, 44,1% du PIB en 2014 et 44,5% du PIB en 2015

Sur la période 2013 - 2015, la hausse du ratio est donc de 1,5% du PIB et provient principalement de la hausse du ratio des dépenses courantes (1,8% du PIB), en partie neutralisée par la baisse du ratio des dépenses en capital (à concurrence de 0,2% du PIB). Cette diminution des dépenses en capital est principalement due aux mesures de consolidation entrées en vigueur en janvier 2013 et affectant principalement les dépenses d'investissements (baisse de l'ordre de 0,4% du PIB sur l'horizon de projection).

Tableau 28 :

Dépenses de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB, sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2013						PROJECTIONS BCL JUIN 2013		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Transferts sociaux	18,3	20,1	23,1	21,7	21,1	21,7	22,2	22,6	22,8
Investissements publics	3,3	3,4	3,9	4,1	3,7	3,9	3,5	3,5	3,5
Dépenses de consommation ¹⁾	10,0	10,8	12,2	11,7	11,6	12,0	12,2	12,4	12,5
Subsides ²⁾	1,6	1,6	1,8	1,7	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8
Autres dépenses	3,1	3,2	3,7	3,6	3,8	3,7	3,8	3,8	3,9
Dépenses totales	36,3	39,1	44,6	42,9	41,8	43,0	43,5	44,1	44,5
Croissance nominale des dépenses totales	3,9	7,6	9,9	6,4	4,1	7,2	4,3	5,6	5,5


Sources : IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

¹⁾ Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

²⁾ A l'exclusion des transferts en capital

L'augmentation des dépenses courantes sur la période de projection serait liée à la hausse des pensions de vieillesse (entre autres l'ajustement des pensions aux salaires réels en 2014 et 2015) ainsi qu'à l'impact estimé de l'indexation des salaires et des prestations sociales. De plus, les hausses des dépenses de rémunération seront encore tirées vers le haut par la mise en œuvre de l'accord salarial dans la fonction publique. En effet, la prime de 0,9%, qui devait être payée initialement en juillet 2012, sera payée en juillet 2014 et la hausse du point indiciaire, qui aurait dû avoir lieu en janvier 2013, sera réalisée en janvier 2015. Ces différentes hausses ne seront que partiellement freinées par les mesures toujours liées à l'accord salarial et ayant quant à elles un impact à la baisse (augmentation de la période de stage dans la fonction publique avec baisse de salaire afférente).

Au total, la croissance nominale des dépenses publiques est toujours supérieure à la croissance nominale du PIB et ce sur tout l'horizon de projection, ce qui nécessitera une consolidation de plus grande



ampleur principalement sur le volet des dépenses, afin de diminuer l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et afin de faire face aux problèmes structurels auxquels l'économie luxembourgeoise est confrontée ou sera confrontée dans les années à venir (notamment vieillissement de la population, chômage structurel élevé, marges de manœuvre permettant de pallier la vulnérabilité propre à une petite économie ouverte).

C. Les capacités ou besoins de financement

Les soldes des Administrations publiques résultent de la différence entre les ratios de recettes et de dépenses présentés supra. Après trois années de surplus budgétaire non négligeables, 2009 a vu l'émergence d'un déficit, qui s'est accru quelque peu en 2010 avant de revenir à 0,2% du PIB en 2011 suite à la mise en œuvre de mesures de consolidation budgétaire.

Pour 2012, le déficit budgétaire s'est établi à 0,8% du PIB. Comme mentionné ci-dessus, ce déficit est inférieur aux estimations de la BCL qui, dans ses projections de décembre 2012, tablait sur un déficit de 1,9% du PIB pour l'année 2012. Cet écart s'explique, entre autres, par des recettes de TVA liées au commerce électronique plus importantes qu'initialement prévu.

Selon les projections de la BCL, le déficit budgétaire baisserait de 0,3% du PIB pour s'établir à 0,5% du PIB en 2013 sous l'impulsion des mesures de consolidation entrées en vigueur en janvier 2013.

L'amélioration se ferait principalement au niveau du solde de l'Administration centrale, dont le déficit serait ramené de 2,6% du PIB en 2012 à 2,0% du PIB en 2013. Le solde des administrations locales serait en équilibre et le solde de la sécurité sociale présenterait toujours un large excédent, de l'ordre de 1,5% du PIB quoique très légèrement inférieur à celui de 2012 (1,7% du PIB).

L'année 2014 verrait le déficit repartir à la hausse, à 1,3% du PIB. Cette dégradation du solde serait le fait tant de la détérioration du solde de l'Administration centrale, qui serait déficitaire à concurrence de 2,4%, que de la baisse de l'excédent de la sécurité sociale qui passerait de 1,5% à 1,1% du PIB. Le solde des administrations locales afficherait un très léger déficit, de l'ordre de 0,1% du PIB.

En 2015, le déficit des Administrations publiques atteindrait 3,0% du PIB et trouverait sa source dans la perte d'une partie substantielle (70%) des recettes de TVA liées au commerce électronique qui, comme déjà mentionné ci-dessus, n'ont pas été compensées dans les projections de la BCL, du fait du manque de visibilité, à ce stade, des modalités présidant à une éventuelle hausse de TVA (voir ci-dessous la partie sur les risques).

Le déficit de l'Administration centrale s'élèverait donc à 3,7% du PIB et le surplus de la sécurité sociale quoique toujours excédentaire, n'afficherait plus qu'un surplus de l'ordre de 0,9% du PIB. Le solde des Administrations locales afficherait également un léger déficit, de l'ordre de 0,2 du PIB.

Outre le fait que le gouvernement sera contraint d'entreprendre de nouvelles mesures de consolidation de nature et d'ampleur beaucoup plus importante que celles proposées à ce jour s'il veut compenser intégralement la perte des recettes de TVA, les efforts à réaliser seront encore plus conséquents si, comme énoncé dans le Programme de Stabilité, le gouvernement veut atteindre son objectif d'un retour à l'équilibre à l'horizon de 2016-2017.

Tableau 29 :

Soldes budgétaires de l'Administration publique et de ses sous-secteurs (en % du PIB sauf mention contraire)

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)								
	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2013						PROJECTIONS BCL JUIN 2013		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ensemble des Administrations publiques	3,7	3,2	-0,8	-0,9	-0,2	-0,8	-0,5	-1,3	-3,0
<i>dont Etat central</i>	0,9	-0,2	-2,7	-2,6	-2,4	-2,6	-2,0	-2,4	-3,7
<i>dont communes</i>	0,4	0,5	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,2
<i>dont sécurité sociale</i>	2,4	2,9	2,0	1,6	1,9	1,7	1,5	1,1	0,9
Programme de stabilité Avril 2013	-	-	-	-	-	-0,8	-0,7	-0,6	-1,3
Pour mémoire: projections de la BCL de décembre 2012	-	-	-	-	-	-1,9	-1,1	-1,9	
	SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES								
Estimation de juin 2013 de la BCL ¹⁾	2,8	2,6	-0,2	-0,8	-0,3	-0,6	-0,2	-1,0	-2,8
Estimation Programme de stabilité Avril 2013						0,4	0,7	0,6	-0,3

Sources : IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

¹⁾ Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott

Pour l'année 2013, les projections de la BCL sont légèrement plus favorables que celles publiées en avril 2013 dans la 14^{ème} actualisation du Programme de Stabilité.

Par contre pour les années 2014 et 2015, les projections de la BCL divergent considérablement des projections incluses dans la 14^{ème} actualisation du Programme de Stabilité, car ces dernières semblent déjà intégrer des mesures de consolidation additionnelles, qui à ce stade sont néanmoins peu détaillées. Les mesures de consolidation pour 2014 mentionnées dans le Discours de l'état de la nation du 10 avril devraient être détaillées lors de la présentation du budget 2014 qui sera déposé à l'automne 2013. Pour 2015, les projections du gouvernement intègrent une hausse de la TVA dont l'ampleur précise ainsi que les taux concernés sont à ce stade inconnus.

Selon les estimations de la BCL, le déficit structurel des Administrations publiques s'élèverait à 0,2% en 2013 et atteindrait 2,8% du PIB en 2015 et ce malgré les mesures de consolidation entrées en vigueur en 2013. Il va sans dire que ce résultat est très éloigné du surplus structurel de l'ordre de 1% du PIB recommandé par la BCL pour affronter les défis futurs liés notamment au vieillissement de la population.

Le déficit structurel publié dans la 14^{ème} actualisation du Programme de Stabilité, dont la méthodologie diffère à de nombreux égards⁵² de celle utilisée par la BCL, est en ligne, à l'exception de l'année 2015, avec l'Objectif à Moyen Terme (OMT) fixé par le gouvernement, soit un surplus structurel de 0,5% du PIB à l'horizon de 2015.

1.2.11.1.3 Les risques pesant sur les projections des finances publiques

En ce qui concerne les finances publiques, les risques liés aux projections de la BCL sont résolument orientés à la hausse (déficit de moindre ampleur).

52 Les différences observées dans les soldes structurels entre la méthode du Programme de Stabilité et la Méthode BCL/BCE proviennent des raisons suivantes :

- Dans le Programme de Stabilité, le solde structurel est la différence entre le solde effectif (nominal) et la composante cyclique. Cette dernière est le produit de l'écart de production (mesuré par la fonction de production) et la semi-élasticité budgétaire.
- Dans les projections de la BCL, les élasticités des variables fiscales sont appliquées directement sur la composante cyclique des bases macroéconomiques calculées avec le filtre HP (méthode désagrégée).

En effet, comme mentionné plus haut dans le texte et contrairement au scénario présenté dans la 14^{ème} actualisation du Programme de Stabilité qui, lui semble déjà intégrer des mesures de consolidation budgétaire, les projections réalisées par la BCL sont faites selon un scénario qui ne prend pas en compte d'éventuelles mesures de consolidation additionnelles qui pourront être adoptées par le gouvernement pour les années 2014 et 2015.

Néanmoins, la BCL a essayé d'évaluer l'impact sur les soldes budgétaires d'éventuelles mesures de consolidation qui pourraient être prises par le gouvernement sur l'horizon de projection. Les mesures de consolidation additionnelles pourraient atteindre quelque 0,6% du PIB en 2014 (250 à 300 millions d'euros, comme annoncé dans le récent Discours sur l'état de la nation) et un effort additionnel de 0,8% serait entrepris en 2015 (effort portant sur la TVA comme mentionné dans la 14^{ème} actualisation du Programme de Stabilité). Le déficit implicite serait dans ce cas de figure ramené à respectivement 0,7% du PIB en 2014 et à 1,6% du PIB en 2015⁵³.

1.2.11.2 Le patrimoine financier des administrations publiques

L'évolution du solde des Administrations publiques doit être mise en rapport avec l'évolution de leurs actifs financiers nets, de leur endettement et de leurs engagements futurs. Ces aspects sont successivement passés en revue ci-dessous.

Tableau 30:

Evolution des actifs et passifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises ¹⁾ (en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	09-2010	09-2011	09-2012	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	12-2012
Actifs financiers	31 774	31 292	33 417	195	628	34 240
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	5 325	5 278	5 467	-521	0	4 946
Titres autres qu'actions	230	265	218	0	-1	217
Crédits	907	943	1 183	76	0	1 259
Actions et autres participations	19 200	18 977	21 165	313	629	22 107
Autres comptes à recevoir	6 112	5 829	5 383	328	0	5 710
Passifs financiers	11 448	12 223	13 779	32	21	13 832
Numéraire et dépôts	205	218	233	3	0	237
Titres autres qu'actions à long terme	4 277	4 280	5 435	0	21	5 456
Crédits	3 863	3 914	4 247	19	0	4 265
Autres comptes à payer	3 103	3 812	3 864	10	0	3 874
Patrimoine net financier	20 326	19 068	19 638	163	607	20 408

Source : STATEC / BCL

¹⁾ Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

Les actifs et passifs financiers de l'ensemble des Administrations publiques luxembourgeoises (Etat central, administrations locales et sécurité sociale) sont recensés dans les comptes financiers établis selon la norme SEC1995.

53 Les mesures de consolidation sont considérées comme ayant un caractère permanent et atteignent donc 1,4% du PIB en 2015 (en cumulé).

Les actifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises se composent principalement d'actions, parts d'OPC et participations (65% du total des actifs en décembre 2012), de dépôts (14%) et d'autres comptes à recevoir (17%). Le portefeuille d'actions, parts d'OPC et participations inclut notamment l'actif du Fonds de compensation commun au régime général des pensions, ainsi que toutes les participations de l'Etat dans différentes sociétés financières et non-financières.

Au cours du quatrième trimestre de l'année 2012, les avoirs totaux des Administrations publiques se sont accrus. D'une part, cette croissance est due aux effets de marché positifs enregistrés sur le portefeuille d'actions et participations (629 millions d'euros). D'autre part, les postes « actions et participations » et « autres comptes à recevoir » ont enregistré des transactions nettes positives, respectivement de 313 et 328 millions d'euros. Par contre, les transactions de « titres autres qu'actions » se sont avérées négatives (-521 millions d'euros). Au total, les actifs sont passés de 33 417 millions d'euros fin septembre 2012 à 34 240 millions d'euros fin décembre 2012.

Du côté des engagements, les Administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres et par le crédit auprès d'institutions bancaires locales. Le poste « numéraire et dépôts » enregistre la contrepartie des pièces de monnaie émises par l'Etat (237 millions d'euros fin décembre 2012). Au cours du dernier trimestre de 2012, de manière générale, les passifs financiers n'ont enregistré que de faibles variations. L'Etat n'a pas émis de nouvelle obligation, ni contracté de nouvel emprunt important. Au cours des dernières années, la Trésorerie a émis successivement, en novembre 2008, mai 2010 et mars 2012, trois obligations pour un montant nominal total de 5 milliards d'euros. Aux prix du marché, ces émissions cumulées valaient 5 456 millions d'euros à la fin décembre 2012. La Trésorerie a émis un nouvel emprunt obligataire de 750 millions d'euros en mars, qui apparaîtra dans les statistiques portant sur le premier trimestre de 2013.

Au final, au quatrième trimestre de 2012, le solde des comptes financiers des Administrations publiques a enregistré un surplus de 163 millions d'euros, qui se conjugue à des effets de prix et de cours de change favorables s'élevant à 607 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net a augmenté de 770 millions d'euros pour atteindre 20 408 millions d'euros fin décembre 2012.

1.2.11.3 La dette publique : évolution récente et perspectives

Après avoir été caractérisé par un niveau bas et une relative stabilité jusqu'en 2007 (de l'ordre de 6% du PIB), le ratio de dette par rapport au PIB des Administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette en 2008, de quelque sept points de pourcentage, pour s'inscrire à 14,4% au 31 décembre 2008. Cette évolution reflète pour l'essentiel, à hauteur de 2 milliards d'euros, l'émission d'un emprunt destiné à rétablir la situation financière de Fortis Banque Luxembourg⁵⁴.

En ce qui concerne l'exercice 2009, le ratio a quelque peu augmenté, puisqu'il est passé de 14,4% en 2008 à 15,3% en 2009. Cette hausse est principalement le reflet d'une diminution marquée du PIB nominal (effet dénominateur), la dette n'augmentant que modestement en terme nominal.

L'année 2010 s'est quant à elle caractérisée par une nouvelle et sensible augmentation du ratio de la dette, qui s'est établi à 19,2% du PIB à l'issue de l'année. Cette évolution s'explique par le lancement au mois de mai 2010 (échéance en mai 2020) d'un nouvel emprunt obligataire par le gouvernement luxembourgeois pour un montant total de deux milliards d'euros assorti d'un « coupon » de 3,375%.

54 L'opération Fortis Luxembourg a exercé un impact direct et immédiat sur la dette publique, mais n'a pas eu d'impact négatif sur le solde de l'administration publique en 2008 (transaction assimilée à une opération financière n'affectant pas le solde, conformément aux règles régissant la comptabilité SEC 95).

Le ratio a légèrement diminué en 2011 pour se situer à 18,3% du PIB, contre 19,2% du PIB à la fin 2010. Cette baisse est principalement le reflet d'une hausse du PIB nominal (effet dénominateur).

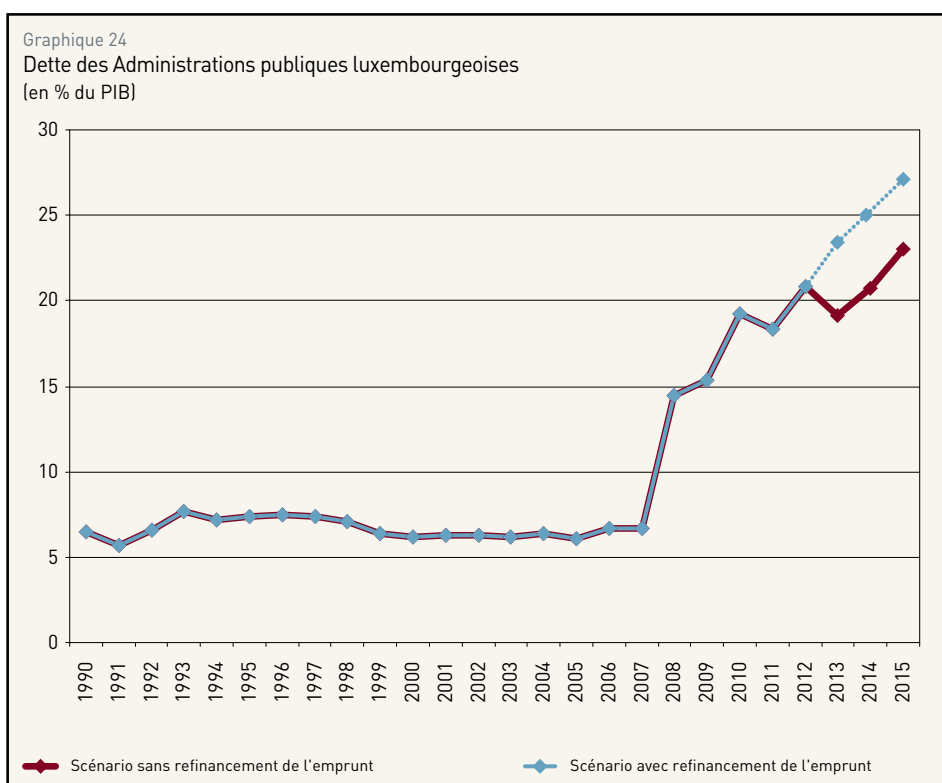
En 2012, le ratio d'endettement a de nouveau fortement augmenté en raison d'une nouvelle émission obligataire de l'Etat pour un montant total d'un milliard d'euros. La participation de l'Etat luxembourgeois aux divers mécanismes de secours financiers mis en place au niveau européen (FESF, MES) a également contribué à cette hausse de la dette publique, qui a atteint 20,8% du PIB à la fin de l'année 2012.

Le ratio de dette par rapport au PIB devrait encore augmenter en 2013, 2014 et 2015 afin de financer les déficits récurrents de l'Administration centrale. La dette publique atteindrait par conséquent 23,5% du PIB en 2013, 25,0% du PIB en 2014 et 27,1% du PIB en 2015.

En ce qui concerne les émissions pour 2013, l'Etat a émis en mars 2013 une nouvelle émission obligataire pour un montant total de 750 millions d'euros assorti d'un «coupon» de 2,25%.

Comme pour les soldes des Administrations publiques, la BCL a intégré dans ses projections un scénario dans lequel l'emprunt de 2 milliards d'euros émis en 2008 et arrivant à échéance en décembre 2013 ne serait pas refinancé mais serait remboursé par le produit de la vente de la participation de l'Etat dans la banque BGL-BNP-Paribas. Ce scénario a été évoqué par le Premier Ministre à l'occasion du discours de l'Etat de la Nation du 10 avril 2013.

Un tel scénario est évidemment lié aux conditions de marché mais comme le laisse indiquer le graphique ci-dessous, il aurait pour conséquence un ratio d'endettement inférieur de 4% du PIB à celui projeté actuellement par la BCL dans son scénario de base.



Au-delà de cette réduction du ratio d'endettement, cette vente devrait permettre d'augmenter le patrimoine financier net de l'Etat, ce qui serait hautement souhaitable compte tenu de la fragilité des finances publiques luxembourgeoises.

Même si elle n'est pas incluse dans la dette publique, la garantie financière accordée au groupe Dexia représente un risque important pour le niveau de la dette publique au Luxembourg. Le montant maximal de garantie atteint 2,55 milliards d'euros, soit près de 6% du PIB de 2012 et démontre donc à suffisance que la détérioration continue des finances publiques luxembourgeoises n'est pas un vain mot. Cette évolution préoccupante s'inscrit sur la toile de fond d'une importante progression des transferts sociaux futurs, du moins à politique inchangée.

Dans ce contexte, il s'impose de mettre en œuvre le plus tôt possible le calendrier mentionné dans la quatorzième actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, la BCL recommandant même un renforcement de cet objectif.

La mise en place de réformes d'envergure est d'une importance vitale en raison des problèmes structurels auxquels l'économie luxembourgeoise sera confrontée dans les années à venir, notamment le vieillissement de la population. A cet égard, la réforme des pensions qui est entrée en vigueur en 2013 constitue un pas dans la bonne direction. Toutefois, cette réforme semble encore insuffisante au regard des défis futurs permettant d'assurer le financement et la soutenabilité des systèmes de pensions.

Les déficits récurrents de l'Administration centrale et la dette publique croissante illustrent clairement le caractère structurel de la dégradation des finances publiques luxembourgeoises.

Quant à l'objectif à moyen terme (OMT), celui-ci a été fixé par le gouvernement dans la quatorzième actualisation du Programme de Stabilité (publiée en avril 2013) à 0,5% du PIB (soit un surplus) en termes structurels.

Les soldes structurels projetés par la BCL sur l'horizon 2013-2015 sont donc loin d'être en phase avec l'OMT. Ce taux de 0,5% du PIB ne serait, en effet, pas suffisant pour préfinancer les charges futures de la sécurité sociale et plus généralement pour assurer la soutenabilité à terme des finances publiques. La BCL a recommandé dans nombre de publications la nécessité d'adopter un taux plus élevé, de l'ordre de 1% du PIB, afin d'assurer la soutenabilité des finances publiques à long terme.

Encadré 6 :

14^{ÈME} ACTUALISATION DU PROGRAMME DE STABILITÉ LUXEMBOURGEOIS : UNE ÉVALUATION

Le Gouvernement a diffusé la quatorzième actualisation de son programme de stabilité à la fin du mois d'avril 2013. Le présent encadré renferme une évaluation de cette actualisation à la lumière des projections macroéconomiques de la BCL. La première partie de la note consiste en un examen des hypothèses macroéconomiques qui ont présidé à l'élaboration du programme. Une comparaison systématique entre les agrégats de finances publiques du Programme et ceux issus des projections de la BCL est ensuite menée à bien, en veillant à neutraliser l'impact des divergences d'hypothèses macroéconomiques. Il s'agit en quelque sorte d'une comparaison « à hypothèses macroéconomiques identiques ». Cet exercice est successivement effectué pour les recettes, les dépenses et enfin les soldes des Administrations publiques.

1. LES HYPOTHÈSES MACROÉCONOMIQUES SOUS-JACENTES

Le tableau 1 renferme une comparaison synoptique entre d'une part les hypothèses macroéconomiques sous-jacentes à la 14^{ème} actualisation et d'autre part les projections macroéconomiques de juin 2013 de la BCL – ces dernières étant présentées en détail dans la partie 1.2.6 du présent Bulletin.

Il apparaît tout d'abord que la 14^{ème} actualisation postule une croissance du PIB en volume un peu plus élevée que la BCL en 2013 et en 2014. Cependant, la configuration inverse prévaut en 2015. Sur l'ensemble de la période 2013-2015, pour laquelle les deux jeux de projection sont disponibles, la croissance cumulée du PIB en volume est quasiment identique, de l'ordre de 5% en trois ans. Pour l'année 2016, la croissance du PIB en volume excéderait 3% selon l'actualisation, ce qui constituerait le taux le plus élevé depuis 2007.

Deux composantes du PIB présentent une importance particulière du point de vue des finances publiques, à savoir la masse salariale (lien avec les cotisations sociales, les impôts sur les traitements et salaires et l'impôt de solidarité sur les ménages en particulier) ainsi que, certes avec un effet de retard, l'excédent brut d'exploitation qui constitue la base macroéconomique de l'impôt sur le revenu des collectivités, de l'impôt de solidarité à charge des entreprises et de l'impôt commercial communal.

Comme l'illustre le tableau, des divergences majeures caractérisent les deux jeux de projection en ce qui concerne l'évolution de la masse salariale en 2013. Alors que la BCL table sur une masse salariale en hausse de 4,7% en 2013, les auteurs du programme de stabilité escomptent pour leur part une augmentation de cette dernière limitée à 3,5%. Les deux taux correspondants sont très proches en 2014. Enfin, le Programme se caractérise par une augmentation assez soutenue de la masse salariale en fin de période, soit en 2015 (4,6%, soit 0,3% de plus que la BCL) et en 2016 (avec à nouveau 4,6% de progression).

L'excédent brut d'exploitation offre globalement une image inversée par rapport à la masse salariale. Les projections de la BCL en la matière semblent en effet moins volontaristes que celles du Programme en 2013 et en 2014, mais ce constat s'inverse brutalement en 2015. Il convient de noter qu'en raison du retard dans la perception des impôts dont sont redevables les sociétés – qui peuvent atteindre jusqu'à 5 ans, ces évolutions de l'excédent brut d'exploitation tendent à revêtir moins d'importance au cours de l'horizon de projection que les inflexions précitées de la masse salariale.

La consommation privée en volume présente quant à elle une importance certaine lors de l'estimation des impôts indirects – même si divers autres déterminants de nature moins macroéconomique influencent les impôts indirects (commerce électronique et consommation des non résidents notamment). En 2013, les projections de la BCL laissent augurer une consommation privée nettement plus dynamique que celle sur laquelle repose le Programme. La situation inverse prévaut cependant en 2015, tandis que les taux de progression escomptés sont rigoureusement identiques en 2014.

En résumé, l'examen des variables macroéconomiques présentant la plus grande proximité avec les bases taxables (masse salariale et consommation privée) met en relief une évolution plus favorable en 2013 dans les projections de la BCL et à l'inverse un volontarisme plus affirmé de la 14^{ème} actualisation en 2015, 2014 présentant une situation intermédiaire. L'excédent brut d'exploitation se caractérise certes par une configuration opposée, mais cette dernière variable n'exerce qu'un impact « contemporain » limité sur les finances publiques en raison des retards dans la collecte des principaux impôts dont sont redevables les sociétés.

Deux autres variables macroéconomiques, déterminantes sur le versant des dépenses, sont abordées au tableau. Il s'agit d'une part de l'évolution du chômage, qui conditionne les indemnités de chômage et autres dépenses liées au sous-emploi. La BCL fait de ce point de vue preuve d'une plus grande prudence que le Programme de stabilité du Luxembourg, ce dernier postulant une stabilité du taux de chômage de 2013 à 2015. Il s'agit d'autre part de la consommation publique en volume, qui évolue de façon similaire dans les deux jeux de projection (augmentation cumulée de l'ordre de 8% dans les deux cas sur la période 2013-2015).

Tableau 1 :

Hypothèses macroéconomiques (variations en pourcentages, sauf mentions contraires)

	2013	2014	2015	2016
PIB en volume				
14 ^{ème} actualisation	1,0	2,2	1,7	3,4
BCL juin 2013	0,8	2,0	2,0	--
PIB nominal				
14 ^{ème} actualisation	3,2	4,4	3,5	4,4
BCL juin 2013	3,0	4,1	4,5	--
Masse salariale				
14 ^{ème} actualisation	3,5	4,3	4,6	4,6
BCL juin 2013	4,7	4,4	4,3	--
Excédent brut d'exploitation				
14 ^{ème} actualisation ¹⁾	2,8	4,5	5,1	4,2
BCL juin 2013	0,3	3,1	9,0	--
Consommation privée en volume				
14 ^{ème} actualisation	-0,8	1,9	4,4	2,3
BCL juin 2013	1,1	1,9	1,4	--
Consommation publique en volume				
14 ^{ème} actualisation	3,1	2,4	2,5	2,8
BCL juin 2013	2,7	2,7	2,3	--
Taux de chômage				
14 ^{ème} actualisation	5,9	6,1	5,9	5,8
BCL juin 2013 ²⁾	6,6	6,8	7,0	--

Sources : 14^{ème} actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, projections de juin 2013 de la BCL.

1) Taux nominaux. Ces taux ne sont pas fournis en tant que tels par l'actualisation. Le montant nominal correspondant est estimé par différence, à partir du PIB nominal, de la rémunération totale des salariés et des « impôts moins subventions sur la production et les importations ». Il est supposé pour ce faire que cette dernière composante évoluera au même rythme que le PIB nominal, sauf en 2015 (répercussion du déclin du commerce électronique).

2) Ces taux de chômage diffèrent en raison de définitions différentes (définition nationale et définition Eurostat), de sorte qu'il convient de se focaliser sur l'évolution respective des deux séries et non sur leur niveau.

2. ÉVALUATION DE L'ÉVOLUTION DES RECETTES POSTULÉE DANS LA 14^{ÈME} ACTUALISATION

La partie précédente a permis de procéder à une comparaison systématique des principales hypothèses macroéconomiques. Le reste du présent encadré se focalise quant à lui sur les seuls écarts de finances publiques « purs », soit abstraction faite de l'incidence sur les recettes ou les dépenses publiques des divergences macroéconomiques précitées. Ces écarts de finances publiques « purs » sont obtenus en confrontant les ratios de finances publiques du Programme de stabilité luxembourgeois aux ratios correspondants issus des projections de finances publiques de la BCL de juin 2013. Pour les besoins de la cause, ces dernières projections ont cependant été retraitées (projections dites « amendées » dans la suite de l'encadré), afin de les arrimer aux variables macroéconomiques de la 14^{ème} actualisation. Le Programme (par définition) et les projections « amendées » de la BCL (par construction) reposent en d'autres termes sur les mêmes hypothèses macroéconomiques, ce qui permet de mettre en exergue les écarts imputables aux seules finances publiques. Les agrégats de finances publiques bruts seraient extrêmement difficiles à comparer en l'absence de tels retraitements.

Le tableau suivant synthétise les résultats de cette comparaison sur le versant des recettes. A variables macroéconomiques identiques sur l'horizon de projection, l'actualisation est par rapport aux projections de la BCL empreinte d'un certain volontarisme à partir de 2014. Le ratio des recettes au PIB excède en effet le ratio correspondant issu des projections

« amendées » de la BCL à raison de 0,5 point de PIB en 2014 et de 0,7 point en 2015. Il s'agit d'une divergence significative qui, par construction, ne peut résulter d'un contexte macroéconomique différent. Ces écarts ne sont par ailleurs imputables ni aux impôts directs sur les ménages et les sociétés, ni aux cotisations sociales. Considérées conjointement, ces deux catégories se monteraient en effet à 27,0% du PIB en 2015 dans les deux sets de projections. De surcroît, la catégorie résiduelle des « autres recettes » évolue un peu moins favorablement dans la 14^{ème} actualisation que dans les projections « amendées » de la BCL.

Les écarts précités de 0,5 et 0,7 point de PIB sont donc attribuables à une seule et même catégorie, à savoir les impôts indirects dont le ratio évoluerait déjà de manière divergente en 2013 (augmentation de 0,2 point dans l'actualisation, à l'opposé diminution de 0,2 point selon la BCL). L'écart entre les deux jeux de projection deviendrait particulièrement important en 2015, pour atteindre 0,9 point de PIB (12,0% selon le Programme et 11,1% selon les projections « amendées » de la BCL).

Ce dernier écart est cependant aisément explicable. Les projections de la BCL ne prennent en effet de nouvelles mesures fiscales en compte que lorsque ces mesures sont spécifiées avec un degré de détail suffisant, les programmes successifs reposant sur une pratique différente. Cette remarque revêt une importance particulière en ce qui concerne la hausse planifiée des taux de TVA en 2015. Pour rappel, les autorités ont annoncé un tel relèvement pour 2015, afin de compenser partiellement l'impact de la mise en œuvre, au niveau européen, d'un nouveau régime de taxation de la TVA en matière de commerce électronique. L'impact négatif de ce nouveau régime a été estimé à un peu plus de 1 point de PIB tant au Programme que dans les projections de la BCL.

Par contre, si le Programme a explicitement pris en compte l'incidence, dès 2015, d'une hausse de la TVA à concurrence de 0,8 point de PIB, la BCL s'est pour sa part gardée d'incorporer l'effet d'une telle mesure à ses projections – du fait d'une spécification toujours très imprécise de la hausse de TVA (taux concerné(s), ampleur de l'augmentation de ce(s) taux notamment).

Si, à titre d'exemple, la BCL intégrait à ses projections une hausse de 2% du taux général de TVA de 15%, le ratio des recettes totales passerait pour l'année 2015 de 41,8% du PIB (voir le tableau 2) à 42,6% du PIB, le ratio des impôts indirects s'établissant quant à lui à 11,9% suite à la prise en compte d'une telle mesure. Ces deux taux sont extrêmement proches de ceux figurant à l'actualisation (42,5 et 12,0% du PIB pour 2015, respectivement). Ce résultat souligne que dans l'ensemble et compte non tenu des divergences abordées dans la partie 1 de l'encadré en matière d'hypothèses macroéconomiques, les projections de recettes figurant à la 14^{ème} actualisation du Programme de Stabilité paraissent fiables. Cependant le relatif volontarisme des hypothèses macroéconomiques (masse salariale et consommation privée en volume) précédemment mis en exergue pour l'année 2015 aurait pour effet une surestimation du ratio des recettes de 0,3 point de PIB pour 2015 dans le Programme.

Tableau 2:

Evolution des recettes des Administrations publiques (en pourcentages du PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016
1. Recettes totales 14^{ème} actualisation	42,1	42,6	42,7	42,5	42,8
Impôts indirects	12,4	12,6	12,6	12	11,9
Impôts directs sur les ménages et les sociétés	14,1	14,5	14,6	14,8	14,9
Cotisations sociales	12	12	12,1	12,2	12,3
Autres recettes	3,6	3,5	3,4	3,5	3,7
2. Recettes totales projections « amendées » BCL	42,1	42,5	42,2	41,8	-
Impôts indirects	12,4	12,2	12,1	11,1	-
Impôts directs sur les ménages et les sociétés	14,1	14,7	14,6	14,9	-
Cotisations sociales	12,0	12,0	12,0	12,1	-
Autres recettes	3,6	3,5	3,6	3,7	-
3. Ecart (=1.-2.)	0,0	0,1	0,5	0,7	-

Sources : 14^{ème} actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, projections de juin 2013 de la BCL.

Note : les projections de finances publiques « amendées » de la BCL figurant au tableau s'écartent des projections de finances publiques effectuées par la BCL en juin 2013, dans la mesure où ces projections « amendées » intègrent les hypothèses macroéconomiques de la 14^{ème} actualisation et non les hypothèses macroéconomiques propres de la BCL – et ce afin de faciliter la comparaison des recettes.

3. ÉVALUATION DE L'ÉVOLUTION DES DÉPENSES POSTULÉE DANS LA 14^{ÈME} ACTUALISATION

L'actualisation fait preuve d'un certain volontarisme sur le volet des recettes par rapport aux projections amendées de la BCL – du fait simplement de la non prise en compte à ce stade de l'augmentation des taux de TVA dans les projections de la BCL. Elle semble en outre sous-estimer les dépenses dans une même mesure, comme l'atteste le tableau 3. En effet, selon l'actualisation, les dépenses des Administrations publiques seraient inférieures à celles escomptées à scénario macroéconomique identique par la BCL, à concurrence de 0,6% du PIB en 2014 et de 1% du PIB en 2015. Pour 2013 par contre, les dépenses seraient de même magnitude (à 0,1% du PIB près) dans les deux jeux de projections.

Tableau 3 :

Dépenses des Administrations publiques (en pourcentages du PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016
1. Dépenses totales 14^{ème} actualisation	43,0	43,3	43,3	43,8	44,1
Consommation publique totale	16,9	17,3	17,5	17,8	17,9
dont rémunération des salariés	8,1	8,2	8,3	8,5	8,4
Transferts sociaux en espèces	15,4	15,7	15,7	15,8	16,0
Intérêts à payer	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
Subventions	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9
Formation brute de capital fixe	3,9	3,4	3,3	3,4	3,3
Autres dépenses	4,7	4,6	4,6	4,5	4,6
2. Dépenses totales projections amendées BCL	43,0	43,4	43,9	44,8	--
Consommation publique totale	16,9	17,4	17,6	18,0	--
dont rémunération des salariés	8,1	8,3	8,4	8,6	--
Transferts sociaux en espèces	15,4	15,7	15,9	16,2	--
Intérêts à payer	0,4	0,6	0,6	0,7	--
Subventions	1,7	1,8	1,8	1,8	--
Formation brute de capital fixe	3,9	3,5	3,5	3,5	--
Autres dépenses	4,7	4,5	4,5	4,6	--
3. Ecart (=1.-2.)	0,0	-0,1	-0,6	-1,0	--

Sources : 14^{ème} actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, projections de juin 2013 de la BCL.

Note: les projections amendées de la BCL figurant au tableau s'écartent des projections effectuées par la BCL en juin 2013, dans la mesure où à de fins de comparaison les projections « amendées » intègrent les hypothèses macroéconomiques de l'actualisation et non les hypothèses macroéconomiques propres de la BCL.

Quatre catégories de dépenses expliquent la quasi-intégralité de l'écart enregistré pour 2014 et 2015.

En premier lieu, les dépenses de consommation publique prévues dans la 14^{ème} actualisation révèlent un écart, toutefois de faible ampleur, par rapport à celles prévues dans les projections amendées de la BCL. Une des causes de cet écart pourrait résider dans le fait que la principale composante de la consommation publique, à savoir les rémunérations, semble empreinte d'un dynamisme moindre que dans les projections amendées de la BCL.

En second lieu, les transferts sociaux en espèce, qui se composent pour plus de 60% de pensions – publiques ou privées – connaîtraient également une progression relativement plus lente selon la 14^{ème} actualisation.

L'écart relatif aux transferts sociaux en espèce est donc imputable aux dépenses liées aux prestations sociales, qui se composent en particulier des indemnités de chômage ainsi que des dépenses de pensions, de santé et de dépendance.

Au total, cet écart entre le Programme et les projections « amendées » de la BCL atteindrait respectivement 0,2% du PIB en 2014 et 0,4% du PIB en 2015.

En troisième lieu, les dépenses d'intérêts prévues dans la 14^{ème} actualisation paraissent également en retrait par rapport à celles prévues dans les projections « amendées » de la BCL. De plus, les ratios de dépenses d'intérêts prévus pour 2014 et 2015 dans l'actualisation sont inférieurs à leur niveau de 2013, ce qui peut paraître peu réaliste étant donné la

croissance nominale de la dette publique, dont l'origine provient des émissions d'obligations destinées à financer les déficits récurrents de l'Administration centrale.

En dernier lieu, la formation brute de capital fixe des Administrations publiques prévue dans la 14^{ème} actualisation paraît également en légèrement retrait par rapport à la progression enregistrée dans les projections « amendées » de la BCL. L'évolution de cette catégorie de dépenses escomptée au programme semble cependant réaliste dans une certaine mesure, puisqu'elle résulterait de la mise en œuvre des mesures de consolidation adoptées en 2013.

Les estimations correspondantes de la BCL corroborent également dans les grandes lignes l'évolution des investissements publics prévue au Programme pour la période s'étalant de 2013 à 2015. Cette dernière évolution a été inférée par la BCL à partir du programme pluriannuel des dépenses en capital 2011-2016.

En résumé, les ratios de dépenses figurant au Programme semblent quelque peu sous-estimés pour les années 2014 et 2015. Par contre, les ratios pour 2013 sont en ligne avec ceux prévus dans les projections « amendées » de la BCL.

Il convient cependant de souligner que les projections de la BCL reposent sur l'hypothèse de « politique inchangée », en vertu de laquelle seules les mesures suffisamment bien définies et dont l'adoption est probable sont prises en compte.⁵⁵ Le programme se réfère quant à lui des objectifs pouvant être atteints par la mise en œuvre de nouvelles mesures pas encore suffisamment définies à ce stade. Ce facteur est d'ailleurs explicitement mentionné dans la 14^{ème} actualisation, qui souligne avec raison que « *le Gouvernement issu des élections législatives de mai 2014 devra identifier et mettre en œuvre des mesures de consolidation supplémentaires pour spécifier une trajectoire d'ajustement permettant le rétablissement de l'équilibre budgétaire et le retour à l'objectif budgétaire à moyen terme en 2016 ou 2017 au plus tard* ».

Cet objectif revêt une importance cruciale. Il traduit indubitablement une prise de conscience de la nécessité d'opérer une consolidation durable des finances publiques luxembourgeoises.

4. ÉVOLUTION DES SOLDES BUDGÉTAIRES

Le tableau 4 résulte pour l'essentiel de la confrontation des enseignements des tableaux 2 et 3 ci-dessus. La surestimation des recettes et la sous-estimation des dépenses provenant des données prévues dans la 14^{ème} actualisation ont comme conséquence directe que les soldes budgétaires s'y référant sont beaucoup favorables que ceux prévus dans les projections « amendées » de la BCL.

Cette différence est particulièrement visible pour les années 2014 et 2015, avec une différence dans les soldes de respectivement 1,1% du PIB et 1,7% du PIB. Pour 2012 par contre, la différence entre les deux jeux de projections est de moindre magnitude et atteint seulement 0,2% du PIB. Cet écart de 1,7% du PIB inféré pour 2015 serait cependant ramené à 0,9% du PIB en cas d'intégration aux projections de la BCL des mesures de relèvement de(s) taux de TVA envisagées par les autorités pour cette même année.

L'écart de 1,7% en 2015 est par ailleurs essentiellement imputable à l'Administration centrale, à raison de 1,2% du PIB (et 0,4% seulement en cas de prise en compte de la hausse précitée des taux de TVA en 2015). L'écart imputable à la sécurité sociale se monterait quant à lui à 0,4% du PIB, toujours pour 2015. Ce résultat constitue en quelque sorte le reflet de la relative sous-estimation des transferts sociaux mise en exergue dans la partie précédente de l'encadré.

⁵⁵ Cette règle souffre cependant quelques exceptions, notamment en ce qui concerne les dépenses discrétionnaires tels que les investissements publics ou les achats de terrains et bâtiments.

Tableau 4 :

Evolution des soldes budgétaires (en pourcentages du PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016
Soldes budgétaires effectifs 14^{ème} actualisation					
1. Ensemble des Administrations publiques	-0,8	-0,7	-0,6	-1,3	-1,3
2. <i>dont Administration centrale</i>	-2,6	-2,2	-1,8	-2,4	-2,2
3. <i>dont Administrations locales</i>	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
4. <i>dont sécurité sociale</i>	1,7	1,5	1,2	1,1	0,9
Soldes budgétaires effectifs projections BCL amendées de juin 2013					
5. Ensemble des Administrations publiques	-0,8	-0,9	-1,7	-3,0	-
6. <i>dont Administration centrale</i>	-2,6	-2,2	-2,6	-3,6	-
7. <i>dont Administrations locales</i>	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-
8. <i>dont sécurité sociale</i>	1,7	1,3	0,9	0,7	-
Pour mémoire : solde des Administrations publiques projections BCL de juin 2013	-0,8	-0,5	-1,3	-3,0	-

Sources : 14^{ème} actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, projections de juin 2013 de la BCL.

Notes: les projections amendées de la BCL figurant au tableau s'écartent des projections effectuées par la BCL en juin 2013, dans la mesure où à de fins de comparaison les projections amendées intègrent les hypothèses macroéconomiques de l'actualisation et non les hypothèses macroéconomiques propres de la BCL.

Quant aux soldes structurels (soldes nominaux apurés de la conjoncture et des mesures temporaires), dont les données ne sont pas publiées dans l'encadré, les différences sont significatives dans les deux jeux de projections et ce même dans le cas de figure où les soldes nominaux sont identiques, comme c'est le cas en 2012.

La cause de ces différences provient du fait que La méthodologie utilisée pour calculer le déficit structurel publié dans la 14^{ème} actualisation du Programme de Stabilité, diffère en de nombreux points⁵⁶ de celle utilisée par la BCL.

56 Les différences observées dans les soldes structurels entre la méthode du Programme de Stabilité et La Méthode BCL/BCE proviennent des raisons suivantes :

- Dans le programme de stabilité, le solde structurel est la différence entre le solde actuel (nominal) et la composante cyclique. Cette dernière est le produit de l'output gap (mesuré par la fonction de production) et la semi-élasticité budgétaire.
- Dans les projections BCL, les élasticités des variables fiscales sont appliquées directement sur la composante cyclique des bases macroéconomiques calculées avec le filtre HP (méthode désagrégée).