



## VUE D'ENSEMBLE

La présente vue d'ensemble du Bulletin 2014/1 comporte un survol de la situation macroéconomique, une brève présentation des projections d'inflation de la BCL de mars 2014 et enfin quelques considérations sur les finances publiques dans la foulée du dépôt, le 5 mars, du Projet de budget de l'Etat pour l'année 2014. Ces considérations seront développées plus avant dans l'avis de la BCL sur ce projet de loi. L'avis en question sera publié dans les prochaines semaines.

La vue d'ensemble se clôture par une présentation synthétique de quatre encadrés figurant dans le Bulletin 2014/1, se rapportant successivement à (i) la productivité par heure travaillée – contributions sectorielles et effets structurels, (ii) l'impact statistique des mesures pour l'emploi, (iii) les crédits hypothécaires selon le statut d'emploi et l'utilisation et (iv) l'évolution des crédits au secteur privé.

La présente vue d'ensemble est à lire en relation avec les vues d'ensemble de la situation économique générale et des défis associés présentées dans les deux Bulletins précédents.\*

### 1. SITUATION MACROÉCONOMIQUE : LES PROJECTIONS DE LA BCL DE DÉCEMBRE 2013 PARAISSENT TOUJOURS GLOBALEMENT APPROPRIÉES, MÊME SI DE LÉGÈRES INFLEXIONS À LA HAUSSE SE MANIFESTENT AU TOURNANT DES ANNÉES 2013 À 2014

La BCL a en décembre 2013 publié des projections macroéconomiques tablant sur une croissance du PIB en volume se situant entre 1,6 et 2,2% pour 2013 et entre 1,1 et 3,1% pour 2014.

Les prochaines projections de la BCL seront publiées en juin 2014. Sur la base des informations diffusées depuis décembre 2013, divers constats peuvent cependant d'ores et déjà être formulés.

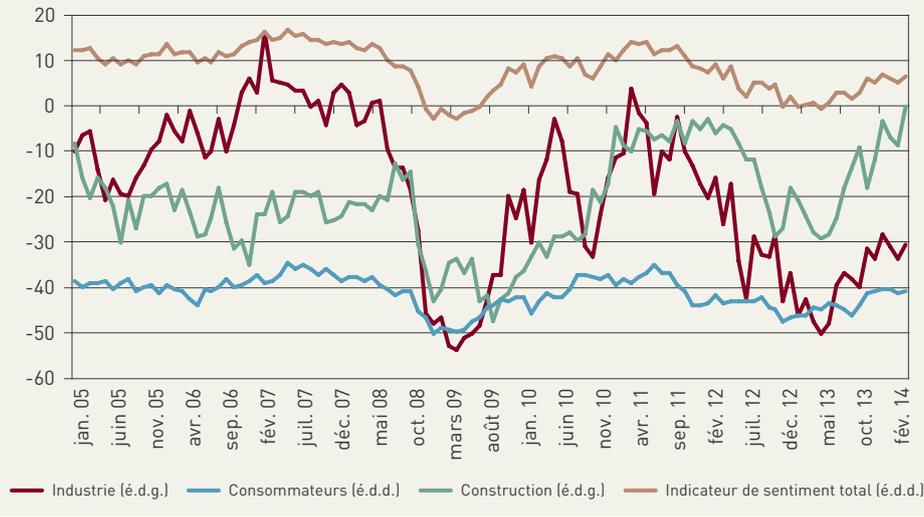
En premier lieu, l'évolution récente de la situation macroéconomique semble globalement assez favorable, mais elle ne justifierait pas pour 2013 une révision d'envergure des projections de la BCL de décembre 2013. Les données concernant le marché du travail délivrent un message relativement réconfortant quant à l'évolution de court terme. Ainsi, selon des estimations préliminaires, le taux de progression de l'emploi frontalier en glissement annuel se serait établi à 2,3% en janvier 2014, contre 1,4% pour le taux équivalent estimé pour décembre 2013. Cette accélération est d'autant plus symptomatique que l'emploi frontalier est assez sensible à la conjoncture, du fait notamment de la surreprésentation de ces salariés dans les branches d'activité les plus cycliques.

Par ailleurs, après une forte baisse au printemps 2013, l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg s'améliore depuis la mi-2013 – en particulier sa composante reflétant les anticipations sur un an de la situation économique générale au Luxembourg. Si les immatriculations de voitures neuves ont quant à elles reculé de 7,5% en 2013 par rapport à 2012, une inflexion positive s'est manifestée en janvier 2014 et le commerce de détail demeure dynamique, certes sous l'influence déterminante du commerce électronique.

\* Dans ce contexte, il convient également de se référer à l'interview accordée par le Directeur général au journal Le Quotidien en février. Le texte de cette interview figure en annexe du présent Bulletin (partie «Actualités»).

Graphique 1

Indicateurs de confiance pour le Luxembourg



Source: Commission européenne, BCL (consommateurs).

Une évolution économique plus favorable a entraîné une hausse assez importante, survenue en février 2014, de l'indicateur de sentiment économique publié par la Commission européenne pour le Luxembourg (voir le graphique 1). Même si cet indicateur a simplement, à la faveur de cette progression, renoué avec son niveau de la fin 2013, il est désormais nettement supérieur à son creux de mars 2013. Enfin, si les exportations au dernier trimestre de 2013 ont augmenté en valeur par rapport au trimestre correspondant de 2012, les récentes projections macroéconomiques de la Commission européenne ne laissent pas augurer

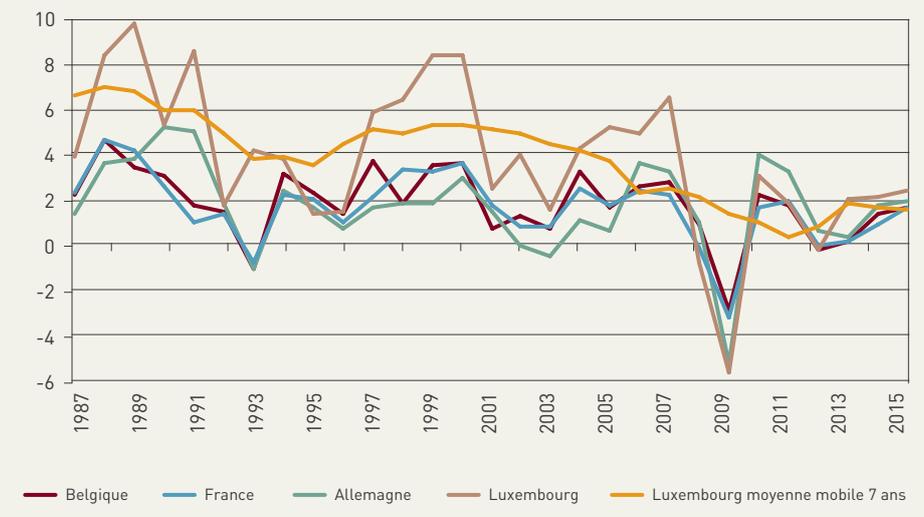
Des frémissements positifs commencent également à se manifester dans l'industrie, où les données d'octobre et novembre 2013 mettent en exergue un début de redressement de la production par jour ouvrable.

une augmentation marquée de la demande externe. Dans le secteur financier, les revenus nets sur commissions des établissements de crédit ont progressé de 5,8% en 2013 par rapport à 2012, tandis que la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif a augmenté de près de 10% de décembre 2012 à décembre 2013, sous l'effet principalement d'investissements nets en capital appréciables.

Témoigne également d'une évolution économique plus favorable une hausse assez importante, survenue en février 2014, de l'indicateur de sentiment économique publié par la Commission européenne pour le Luxembourg (voir le graphique 1). Même si cet indicateur a simplement, à la faveur de cette progression, renoué avec son niveau de la fin 2013, il est désormais nettement supérieur à son creux de mars 2013. Enfin, si les exportations au dernier trimestre de 2013 ont augmenté en valeur par rapport au trimestre correspondant de 2012, les récentes projections macroéconomiques de la Commission européenne ne laissent pas augurer

Graphique 2

Croissance du PIB en volume (en %)



Source: 1987-1994: base de données Ameco de la Commission européenne. 1995-2012: Statec et Eurostat. 2013-2015: projections de février 2014 de la Commission européenne.

Note: Allemagne: RFA avant 1991.

L'indicateur d'activité de la BCL, qui extrait l'information la plus pertinente d'une centaine de séries et intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles, indique que le glissement annuel du PIB au quatrième trimestre 2013 pourrait s'établir entre +1,4% et +2,5%. Selon ces inférences effectuées sur la base de l'indicateur d'activité, le taux de croissance du PIB réel se rapprocherait en 2013 du sommet de la fourchette de projection publiée par la BCL en décembre 2013. Cette fourchette allait pour rappel de 1,6% à 2,2% pour cette année 2013.

Le glissement annuel du PIB au premier trimestre 2014 pourrait

quant à lui s'établir à 2,9% selon l'indicateur, ce qui est compatible avec une légère croissance trimestrielle au premier trimestre de 2014 par rapport au dernier trimestre de 2013.

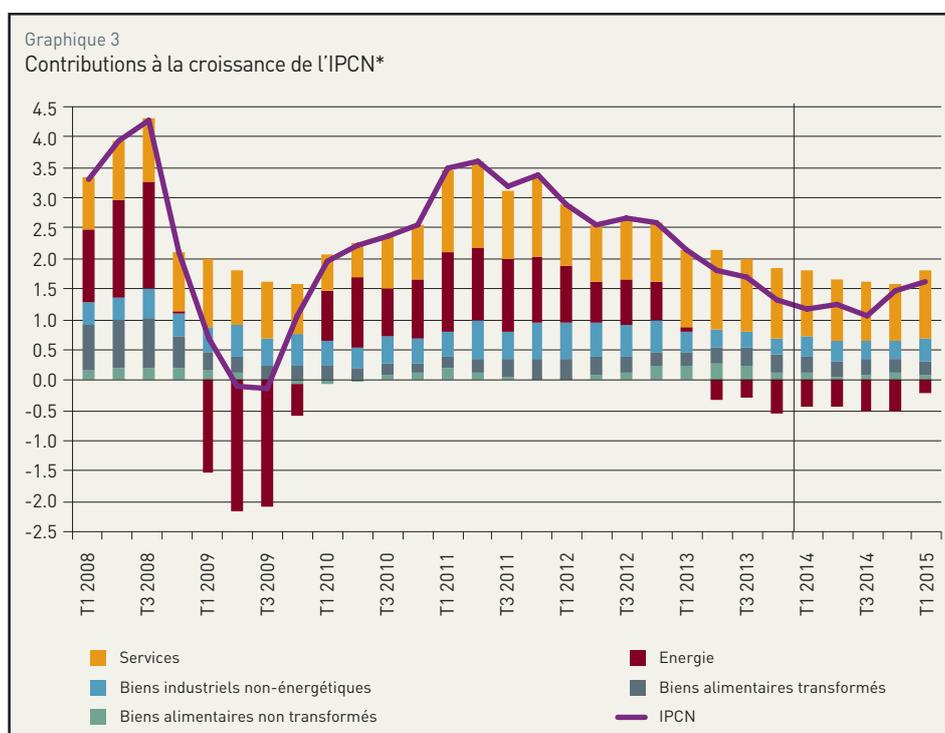
Même s'il importe d'éviter tout diagnostic prématuré à ce stade de l'année et dans un contexte toujours incertain, ces diverses informations semblent compatibles avec les projections de croissance relatives à l'année 2014 établies par la BCL en décembre 2013, soit un taux central de progression du PIB en volume de 2,1% (fourchette allant de 1,1 à 3,1%). Les projections de février 2014 de la Commission européenne sont d'ailleurs pour le Luxembourg très proches de ces projections de décembre 2013 de la BCL (+2,2% en 2014 selon la Commission).

Depuis la crise, la croissance réelle du Luxembourg se situe en tout cas nettement en deçà de la « croissance historique » luxembourgeoise, comme l'illustre le graphique 2. Cet « atterrissage » vers un taux tendanciel plus bas – quel que soit par ailleurs le niveau précis de ce dernier – est porteur de nombreux défis, dans le domaine des finances publiques notamment.

## 2. PROJECTIONS D'INFLATION DE LA BCL ; PEU DE CHANGEMENTS PAR RAPPORT AUX PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2013

La BCL a procédé à de nouvelles projections d'inflation en mars 2014 qui, faute d'informations suffisamment précises à ce stade, ont été effectuées à taux de TVA constants. L'inflation des prix de l'énergie serait selon ces dernières de -3,8% en 2014, à comparer aux -2,7% enregistrés en 2013, contribuant de la sorte à la modération de l'inflation globale comme l'illustre le graphique ci-joint. Par rapport à l'exercice de décembre 2013, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été marginalement ajustées à la hausse, conformément à des hypothèses qui ont été révisées dans le même sens (une légère hausse des prix du pétrole exprimés en euros, notamment). En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le taux d'inflation afférent pourrait se stabiliser autour de 1,8% aux premier et deuxième semestres 2014. En comparaison de l'exercice précédent, ces projections ont été marginalement revues à la baisse, en raison notamment d'une modération de la composante alimentaire et d'une hausse modérée des prix administrés en janvier 2014.

Avec un taux de 1,5% en janvier 2014, l'inflation mesurée par l'IPC global a déjà nettement ralenti par rapport à ses niveaux de 2011. Un recul supplémentaire, mais de moindre ampleur, pourrait encore survenir au cours des prochains mois, avant que l'inflation ne connaisse une nouvelle accélération vers la fin de l'année.



\* Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

Sources : STATEC, projections BCL



Ainsi, le taux d'inflation moyen pour le premier trimestre avoisinerait 1,2%, pour rebondir autour de 1,6% au tournant de l'année 2014-2015. Par rapport à l'exercice de décembre 2013, le scénario de l'inflation globale demeure inchangé. L'inflation moyenne serait de 1,2% en 2014 contre 1,7% en 2013. Compte tenu du recul anticipé de l'inflation globale, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire serait due pour le tournant de l'année 2014/2015. La modulation du mécanisme d'indexation ne serait donc pas contraignante.

### 3. FINANCES PUBLIQUES : LA NÉCESSAIRE CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

Le Programme gouvernemental diffusé en novembre 2013 comporte deux objectifs fondamentaux en matière de finances publiques, à savoir un surplus structurel des Administrations publiques se montant à 0,5% du PIB en 2018 et un ratio de la dette brute consolidée maintenu en-dessous du seuil des 30% du PIB. Le projet de budget déposé à la Chambre des Députés le 5 mars 2014 devrait en principe constituer une première étape vers cette consolidation budgétaire. Dans les faits, il correspond cependant davantage à un budget de transition en vue de cette étape plus fondamentale que constituera, selon les déclarations du Gouvernement, le projet de budget 2015. Comme l'indique le projet de budget 2014, les indicateurs budgétaires de court terme semblent toujours favorables, comme l'attestent par exemple un solde effectif des Administrations publiques de 0,0% du PIB en 2013 et de 0,2% en 2014, ou encore une dette publique maintenue à 23% du PIB en 2013. Cependant, la situation devrait se dégrader d'ici la fin de la législature en l'absence de mesures nouvelles.

En premier lieu, les **recettes de TVA liées au commerce électronique** vont s'étioler à partir de 2015. Toutes autres choses égales par ailleurs et sous réserve des nombreuses incertitudes présidant à ce type d'estimation, la déperdition de recettes devrait se situer, dans un « scénario central », à environ 1,5% du PIB en 2015. Une perte additionnelle de l'ordre de 0,3% du PIB devrait s'y ajouter en 2017, puis à nouveau en 2019, lorsque ces recettes seront entièrement transférées aux pays de résidence des consommateurs.

En second lieu, la **progression des prestations sociales** est tendanciellement fort soutenue au Luxembourg. Elle a en effet en moyenne atteint 7% en termes nominaux au cours de la période 1995-2013. Selon les projections de la BCL de décembre 2013, les prestations sociales passeraient de 22,8 à 23,3% du PIB de 2013 à 2015. La hausse plus limitée que par le passé du produit intérieur brut nominal ne permettrait en effet plus de « diluer » la progression tendanciellement forte des prestations sociales. A politique inchangée, cette évolution est susceptible de se poursuivre de 2016 à 2018.

L'avis de la BCL sur le projet de budget fera le point sur ces éléments.

Une évaluation complète des projets de budget successifs nécessite l'accès de la BCL aux données de finances publiques. Comme l'affirme la BCE dans son avis du 18 décembre 2013 sur le projet de loi n°6597 relatif à la coordination et à la gouvernance des finances publiques,\* afin de mener à bien ses missions en matière de finances publiques, la BCL devra bénéficier d'un accès inconditionnel, en temps utile et automatique à l'ensemble des statistiques des finances publiques.

La BCL espère vivement que le Gouvernement donnera suite à cette recommandation, afin de permettre à la BCL de préparer son avis sur le projet de budget 2015 en toute connaissance de cause et de procéder à des analyses approfondies.

\* Cet avis de la BCE figure en annexe du présent Bulletin (partie «Actualités»).

## 4. LES ENCADRÉS DU BULLETIN 2014/1

### 4.1 PRODUCTIVITÉ PAR HEURE TRAVAILLÉE: CONTRIBUTIONS SECTORIELLES ET EFFETS STRUCTURELS

L'encadré confronte la productivité mesurée par emploi à celle mesurée par heure travaillée, en se basant sur des données issues de la comptabilité nationale disponibles depuis 2002. Il apparaît notamment que lors de la crise économique et financière, la productivité par heure travaillée a diminué dès 2007 dans l'intermédiation financière. En 2008 et 2009, elle a cependant mieux résisté que dans l'industrie, où la productivité a subi un recul dramatique (près de 30% de diminution en 2008). L'encadré montre également que la productivité par heure travaillée dans l'ensemble de l'économie est principalement tributaire des évolutions sectorielles au sein de l'industrie et de l'intermédiation financière. D'ailleurs, l'évolution de la productivité pour l'ensemble de l'économie est analysée en termes des contributions issues des développements internes aux secteurs et de celles associées à la réallocation d'emploi entre secteurs à productivité différente. Il en ressort que la migration de l'emploi entre les différentes branches a généralement bénéficié à la productivité de l'économie dans son l'ensemble, même pendant la crise.

### 4.2 IMPACT STATISTIQUE DES MESURES POUR L'EMPLOI

Les mesures pour l'emploi sont multiformes. En 2013, près d'un tiers des demandeurs d'emploi concernés étaient affectés à des mesures destinées aux chômeurs non-indemnisés et pris en charge par des associations sans but lucratif. Par ailleurs, 28% étaient affectés à des occupations ou activités temporaires indemnisées, telles des travaux d'utilité publique ou collective. Près d'un quart se rapportaient à des mesures spécialement conçues pour les jeunes chômeurs. Venaient enfin des activités d'insertion professionnelle sous forme de stages ou formations. L'un des enseignements de l'encadré est l'impact statistique non-négligeable des mesures sur l'évolution du chômage « officiel » (dit chômage au sens strict) ainsi que sur l'emploi national. Toute analyse conjoncturelle du chômage doit par conséquent tenir compte de possibles transferts de chômeurs au sens strict vers les mesures pour l'emploi.

### 4.3 LES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES SELON LE STATUT D'EMPLOI ET L'UTILISATION

La plupart des crédits hypothécaires servent à financer l'achat de la résidence principale du ménage. Cependant, certains de ces crédits sont contractés pour d'autres raisons. Par exemple, les crédits hypothécaires peuvent servir à acheter des biens immobiliers autres que la résidence principale (résidence secondaire, mais aussi propriété destinée à la location ou bâtiment non résidentiel).

L'encadré analyse la distribution des crédits hypothécaires à travers la population des ménages luxembourgeois. Selon les résultats de l'enquête « Household Finance and Consumption », conduite en 2010/2011 par la BCL et le CEPS/Instead, le montant et l'utilisation des crédits hypothécaires varient selon le statut d'emploi de la personne de référence du ménage. L'encadré livre diverses informations sur l'utilisation des crédits hypothécaires pour l'ensemble des ménages, pour les salariés et pour les indépendants. En particulier, trois quarts des crédits hypothécaires contractés par les ménages résidents servent à acheter leur résidence principale, mais cette proportion est bien inférieure parmi les ménages des travailleurs indépendants, qui utilisent ces crédits surtout pour acheter d'autres biens immobiliers ou pour financer directement leur activité professionnelle.



#### 4.4 L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

L'encadré indique que les crédits octroyés par les établissements de crédit aux sociétés non financières implantées au Luxembourg ont affiché une augmentation en glissement annuel égale à 4,2% en janvier, ce qui dénote une accélération par rapport aux mois de septembre, octobre et novembre mais un ralentissement par rapport à décembre 2013. L'encadré montre par ailleurs que la progression en glissement annuel des crédits immobiliers octroyés aux résidents est demeurée soutenue en janvier (+6,7%), même si elle manifeste une légère décélération par rapport aux mois précédents. Cette augmentation s'expliquerait surtout par l'évolution de la demande de crédits immobiliers. Du côté de l'offre de crédits, les critères d'octroi se seraient légèrement durcis au quatrième trimestre de 2013.