



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Section Communication
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
e-mail : info@bcl.lu
Luxembourg, juillet 2015

Achévé de rédiger le 5 juin 2015

SOMMAIRE

1	LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE	8
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	10
1.1.3	Le marché des actions	11
1.1.4	Le marché des changes	12
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	14
1.1.8	Les projections macro-économiques 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	27
1.2.3	Les activités sectorielles	43
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	64
1.2.5	La croissance économique	66
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2015	68
1.2.7	Le commerce extérieur	77
1.2.8	La balance des paiements	79
1.2.9	La position extérieure globale	80
1.2.10	Les finances publiques	82
	<u>Encadré 1 :</u>	
	Impact de l'augmentation de la taxation indirecte sur les prix à la consommation	18
	<u>Encadré 2 :</u>	
	Les stratégies d'ajustement des entreprises luxembourgeoises durant la crise : résultats d'une enquête	22
	<u>Encadré 3 :</u>	
	Le chômage de longue durée, tenants et aboutissants	32

2	ANNEXES	90
1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	92
2	Circulaires de la BCL	95
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	96
1	Statistiques de politique monétaire	96
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	96
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	96
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	96
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	96
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	96
7	Balance des paiements du Luxembourg	97
8	Commerce extérieur	97
9	Position extérieure globale	97
10	Avoirs de réserve	97
11	Etablissements de crédit	97
12	Activité bancaire internationale	98
13	Organismes de placement collectif	98
14	Professionnels du secteur financier	98
15	Sociétés de gestion	98
16	Compagnies d'assurances et fonds de pension	98
4	Publications de la BCL	99
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	101
6	Liste des abréviations	102

1. VUE D'ENSEMBLE

Lors de sa réunion du 3 juin 2015, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de maintenir inchangés le taux d'intérêt sur les opérations principales de refinancement, le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt, à des niveaux de respectivement 0,05%, 0,30% et -0,20%.

Lors de sa réunion du 22 janvier 2015, dans le contexte des perspectives macro-économiques telles qu'elles ressortaient notamment des projections de l'Eurosystème de décembre 2014, le Conseil des gouverneurs a décidé d'étendre le programme d'achat d'actifs. Lancés fin 2014, ces achats s'opéraient initialement dans le cadre du programme d'achat de titres adossés à des actifs (ABSPP) et du programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3). Le programme d'achat de titres du secteur public (PSPP), la nouvelle composante du programme étendu, a pour sa part démarré le 9 mars 2015. Dans le cadre de ce programme étendu d'achat d'actifs, les achats mensuels cumulés de titres des secteurs public et privé, qui seront effectués par la BCE et les banques centrales nationales, s'élèvent à 60 milliards d'euros. Ils devraient être effectués jusque fin septembre 2016. Dans tous les cas, ils seront réalisés jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme.

Les mesures de politique monétaire ont contribué à un assouplissement généralisé des conditions financières, à une remontée des anticipations d'inflation et à des conditions d'emprunt plus favorables pour les entreprises et les ménages. Les effets bénéfiques de ces mesures se font également ressentir sur l'économie et contribuent à la croissance économique. Au tournant de l'année 2014/2015, l'activité économique dans la zone euro a accéléré par rapport au rythme de croissance des trois années précédentes. La reprise économique devrait se poursuivre et s'appuyer sur une base assez large. Ce scénario ressort des projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une hausse du PIB annuel en volume de 1,5 % en 2015, 1,9 % en 2016 et 2,0 % en 2017.

Tout en restant orientés à la baisse, les risques entourant les perspectives économiques de la zone euro se sont rééquilibrés sous l'effet des décisions de politique monétaire et des évolutions des cours du pétrole et des taux de change.

L'inflation dans la zone euro a atteint un plancher de -0,6% au mois de janvier de cette année. Selon une première estimation d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,3 % en mai 2015, après 0,0 % en avril. Le glissement annuel de l'IPCH devrait rester faible au cours des prochains mois et augmenter vers la fin de l'année. Les taux d'inflation devraient encore s'accroître en 2016 et 2017 dans un contexte de reprise économique et compte tenu de la dépréciation de l'euro. C'est le scénario qui ressort des projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 0,3 % en 2015, de 1,5 % en 2016 et de 1,8 % en 2017. Le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme.



En ce qui concerne le Luxembourg les conditions économiques se sont améliorées depuis nos projections de fin 2014. L'évolution des indicateurs d'activité suggère une croissance significative au début de l'année 2015 et la juxtaposition des évolutions positives suggère une assise plus large de cette croissance. Tous les secteurs de l'économie, c'est-à-dire à la fois le secteur financier, le secteur non-financier dépendant de la demande internationale et le secteur domestique, seraient en expansion à l'heure actuelle, une situation qui n'a plus été observée depuis plusieurs années.

Ces améliorations résultent en particulier des évolutions observées au niveau européen et international. La mise en œuvre par l'Eurosystème des décisions de politique monétaire s'est traduite par des mouvements favorables et importants sur les marchés financiers. Le Luxembourg en bénéficie largement grâce aux effets sur son secteur financier fortement orienté à l'international et en particulier du fait de la présence importante des fonds d'investissement.

Il convient de remarquer que l'absence de données de comptabilité nationale pour le quatrième trimestre de 2014 et donc l'ensemble de l'année 2014, et a fortiori le premier trimestre de l'année en cours, constitue toutefois un handicap important et introduit une incertitude supplémentaire dans l'exercice de projections de croissance économique. Sous cette réserve importante, les projections de la BCL de juin 2015 tablent sur une progression du PIB réel en 2015 qui se situe désormais entre 3,5% et 4,3%, soit 1,9 p.p. de plus qu'anticipé précédemment. Cette révision à la hausse est le résultat de l'amélioration conjoncturelle observée depuis la fin de l'année 2014. L'évolution anticipée des taux d'intérêt, du taux de change de l'euro par rapport au dollar, des marchés boursiers et du prix du pétrole devrait favoriser la croissance. Des effets positifs sur l'activité devraient également se manifester à des horizons plus lointains, notamment par le biais du raffermissement de la demande domestique privée. Ainsi, pour les années 2016 et 2017, les projections anticipent une croissance proche du niveau de l'année en cours.

L'inflation globale, qui a été négative au tournant de l'année 2014/2015, a rebondi à +0,7% en mai 2015. Elle devrait se maintenir à des niveaux assez bas jusqu'au troisième trimestre 2015 avant de s'accélérer par la suite. En moyenne annuelle, le taux de variation de l'IPCN reculerait pour atteindre 0,5% en 2015 avant de remonter à 1,8% en 2016 et de se rapprocher de 2% à la fin de l'année 2017. Comparées à l'exercice de décembre 2014, les projections d'inflation ont été fortement revues à la baisse pour l'année 2015, mais elles demeurent inchangées les années suivantes.

Ces ajustements sont principalement le résultat du recul important du prix du pétrole exprimé en dollar, d'une plus faible inflation importée de la zone euro ainsi que d'une hausse des prix des services plus contenue. Ces effets à la baisse sont partiellement compensés par l'incidence à la hausse sur les prix à la consommation résultant de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar. Sans l'augmentation de la taxation indirecte au 1^{er} janvier 2015, qui était déjà intégrée dans nos projections antérieures, le recul de l'inflation globale aurait été encore plus important en 2015 et le taux de variation annuel moyen de l'IPCN aurait atteint une valeur négative. Avec le recul de l'inflation globale, le paiement de la prochaine tranche indiciaire se déplacerait du troisième trimestre de l'année 2015 au premier trimestre de l'année 2016, ce qui allongerait le temps écoulé depuis le paiement précédent à quasiment deux ans et demi. Une période aussi longue entre deux tranches indiciaires n'a plus été observée depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999.



En ce qui concerne les finances publiques, le solde des Administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2014 de 0,6% du PIB, en baisse par rapport au solde qui prévalait en 2013, mais plus favorable que celui anticipé à la fin de l'année 2014. Pour 2015, la BCL projette un déficit de l'ordre de 0,2% du PIB. La dégradation du solde des Administrations publiques s'expliquerait par la baisse des recettes provenant du commerce électronique qui n'est que partiellement compensée par les mesures de consolidation budgétaire et les répercussions favorables de l'amélioration de la conjoncture. Par la suite, le solde budgétaire redeviendrait positif pour atteindre 0,8% du PIB en 2017.

Les projections macroéconomiques de la BCL de juin 2015 sont entourées de divers facteurs de risque. Un renversement des dynamiques très favorables actuellement observées dans la zone euro et sur les marchés financiers constitue le principal risque pesant sur les perspectives macroéconomiques du Luxembourg.