



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](mailto:info@bcl.lu)  
Luxembourg, le 21 octobre 2016

Achévé de rédiger le 8 septembre 2016

## SOMMAIRE

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE</b>	<b>10</b>
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Les marchés d'actions	11
1.1.4	Les marchés de changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	13
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
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	23
1.2.3	Les activités sectorielles	28
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	57
1.2.5	La croissance économique	59
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2016	62
1.2.7	Le commerce extérieur	62
1.2.8	La balance des paiements	64
1.2.9	La position extérieure globale	65
1.2.10	Les finances publiques	67
<u>Encadré :</u>		
	L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages – Résultats de la deuxième enquête	41

## **2** ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	72
2	Circulaires de la BCL	72
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	72
1	Statistiques de politique monétaire	72
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	72
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	72
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	73
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	73
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	73
7	Balance des paiements du Luxembourg	73
8	Commerce extérieur	73
9	Position extérieure globale	73
10	Avoirs de réserve	74
11	Établissements de crédit	74
12	Véhicules de titrisation	74
13	Fonds d'investissement	74
14	Professionnels du secteur financier	75
15	Sociétés de gestion	75
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	75
17	Indicateurs de solidité financière	75
18	Statistiques de paiement	75
4	Publications de la BCL	75
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	77
6	Liste des abréviations	78

## VUE D'ENSEMBLE

Lors de sa réunion du 8 septembre 2016, 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 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Compte tenu des perspectives d'évolution des prix, ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et allant bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs de l'Eurosystème.

Ces taux avaient été abaissés lors de la réunion du 10 mars 2016, au cours de laquelle le Conseil des gouverneurs avait également pris plusieurs mesures non conventionnelles de politique monétaire : l'extension du programme d'achat d'actifs à 80 milliards d'euros, contre 60 milliards d'euros précédemment, l'inclusion d'obligations bien notées (*investment grade*) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro dans la liste des actifs éligibles aux achats réguliers, ainsi que le lancement d'une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), à compter de juin 2016, toutes d'une durée de quatre ans.

S'agissant de ces mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que ces achats devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà, si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce qu'il observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de stabilité des prix.

Lors de cette réunion du 8 septembre, le Conseil des gouverneurs a jugé que ce vaste ensemble de mesures de politique monétaire continuait d'assouplir les conditions d'emprunt, confortait la dynamique de la reprise économique dans la zone euro et favorisait le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % sur le moyen terme.

Au deuxième trimestre 2016, le PIB de la zone euro a progressé de 0,3 % par rapport au trimestre précédent (après une croissance de 0,5 % au premier trimestre 2016). Selon les informations conjoncturelles actuellement disponibles, la croissance devrait se stabiliser aux alentours de 0,3 % au cours du troisième trimestre 2016. Ensuite, la reprise économique devrait se poursuivre à un rythme modéré et régulier. Ainsi, les projections macroéconomiques pour la zone euro de septembre 2016, établies par les services de la BCE, anticipent une hausse du PIB annuel en volume de 1,7 % en 2016 et de 1,6 % en 2017 et 2018. Par rapport aux projections de juin 2016, ce scénario de croissance est légèrement plus faible. D'après le Conseil des gouverneurs, les risques entourant ces perspectives de croissance demeurent orientés à la baisse. Ces risques concernent principalement l'environnement extérieur à la zone euro.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 0,2 % en août 2016, tout comme en juillet 2016. Sur base de l'observation des contrats à terme sur les cours du pétrole, l'inflation devrait rester faible dans les prochains mois, avant de remonter vers la fin de l'année 2016, principalement en raison d'effets de base liés au cours du pétrole. Les taux d'inflation devraient ensuite se redresser en 2017 et 2018, soutenus par les mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs et la reprise économique attendue. Les projections établies par les services de la BCE font ressortir une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,2 % en 2017 et de 1,6 % en 2018. En comparaison avec les projections de juin 2016 réalisées par l'Eurosystème, les perspectives de progression de l'IPCH demeurent globalement inchangées.



Au Luxembourg, la première estimation officielle des comptes nationaux annuels pour l'année 2015 a fait apparaître une croissance du PIB en volume de 4,8 %. D'après la comptabilité nationale, la croissance économique se serait aussi poursuivie au premier trimestre 2016, avec une hausse de l'activité de 0,7 % en rythme trimestriel et de 4,4 % sur une base annuelle. Eu égard au caractère provisoire de ces données, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux trimestriels, susceptibles de faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

Cette prudence trouve sa justification dans les évolutions conjoncturelles observées durant la première moitié de l'année 2016, qui laissent à la fois présager une croissance relativement robuste dans la plupart des secteurs, tout en restant contrastées. Si les secteurs de l'industrie et de la construction ont fait preuve d'un certain dynamisme au cours du premier semestre, la situation a été moins favorable au niveau du secteur financier. Contrairement aux comptes nationaux, qui ont fait état d'une activité soutenue dans ce secteur en début d'année, d'autres indicateurs témoignent d'un recul du produit bancaire et de l'activité des fonds d'investissement. Ces évolutions contrastées sont également observées dans les secteurs du commerce et des services non financiers. Quant au marché de l'emploi, celui-ci est resté bien orienté, affichant une croissance des effectifs de près de 3 % au premier semestre 2016.

Globalement, même si ces développements tendent à confirmer une situation économique relativement favorable au Luxembourg, il semble prématuré, sur la base de ce diagnostic qualitatif, de réviser nos projections de croissance à la hausse avant que les comptes nationaux ne s'appuient sur une base statistique plus solide. La mise à jour des projections macroéconomiques de la BCL se fera donc pour décembre, sur la base des comptes nationaux annuels publiés en octobre.

Le taux de variation annuel de l'inflation, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), a poursuivi son ralentissement par rapport à la période équivalente de 2015 et s'est établi à 0,1 % en moyenne sur les huit premiers mois de l'année 2016. Ce ralentissement est le résultat d'une inflation négative des prix de l'énergie et d'une plus faible inflation des prix des autres biens et services.

Les perspectives d'inflation n'ont guère évolué par rapport à nos dernières projections de juin 2016. L'inflation globale, après avoir atteint 1,1 % en décembre 2015, s'est inversée pour converger vers zéro vers la mi-2016; elle devrait s'accélérer graduellement au cours des prochains mois. Le taux d'inflation serait encore inférieur à 1 % au quatrième trimestre 2016, mais passerait aux alentours de 1,8 % au deuxième trimestre 2017. L'inflation demeurerait donc inférieure à 2 % jusqu'à la fin de cet horizon de projection. Sur cette base, le paiement de la prochaine tranche indiciaire aurait lieu au tournant de l'année 2016/2017, confirmant ainsi le scénario déjà esquissé lors de l'exercice de projection précédent. Un tel ajustement à la hausse des salaires de 2,5 % n'a plus eu lieu depuis octobre 2013 et il est admis qu'il aurait des répercussions à la hausse sur la fixation des prix dans le commerce de détail et dans les secteurs de services.

En ce qui concerne les finances publiques et au vu des chiffres présentés au niveau de l'administration centrale pour les six premiers mois de l'année 2016, si la tendance observée dans ces données devait se poursuivre au second semestre, le déficit de l'administration centrale serait alors de moindre ampleur que celui prévu dans le budget pour l'année 2016. Cette tendance positive devrait néanmoins s'inverser en 2017 en raison de l'introduction d'un ensemble de mesures ayant trait à l'imposition des personnes morales et physiques, mesures qui, toutes autres choses égales, devraient avoir un impact négatif non négligeable sur le solde de l'administration centrale ainsi que sur celui des administrations publiques dans leur ensemble.



A cet égard, un projet de loi portant sur la mise en œuvre de cette réforme fiscale a été déposé à la Chambre des Députés le 26 juillet 2016. La BCL procédera, dans son avis sur le projet de budget 2017, à une analyse détaillée des implications de ce projet de loi, notamment sur les soldes des finances publiques et sur la dynamique de la dette publique.