

## **ANNEXE : Description détaillée des projections macroéconomiques de juin 2014 de la BCL**

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2013<sup>1</sup> et ont été élaborées dans un contexte conjoncturel qui s'annonçait comme étant le plus favorable depuis presque deux ans. La zone euro était sortie de récession et son marché de l'emploi était sur le point de se stabiliser. Au Luxembourg, si le rebond avait été initié par la bonne tenue des marchés financiers, les indicateurs conjoncturels suggéraient déjà une diffusion de la croissance à la plupart des secteurs productifs. Une accélération graduelle de la croissance du PIB réel de -0,2% en 2012 à 1,9% en 2013 avec une progression autour de 2,0% en 2014 et 2015 étaient escomptées par la BCL. Ce scénario de revirement conjoncturel se basait sur une poursuite graduelle de la reprise, soutenue par l'orientation plus favorable des croissances européenne et 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 entouraient aussi ce scénario et ils faisaient tous pencher la balance des risques vers le bas.

### Evolutions récentes

Depuis cet exercice de décembre 2013, le contexte européen a largement évolué, en ligne avec les attentes. La croissance dans la zone euro a notamment progressé de 0,25% en moyenne par trimestre au tournant de l'année 2013/2014. Ce taux n'est certes que la moitié de la croissance historique, mais il constitue tout de même un net changement par rapport au recul des deux années précédentes. Au niveau national, les premières estimations des comptes nationaux annuels confirment également les anticipations antérieures d'une croissance proche de 2% en 2013. La dynamique trimestrielle issue des comptes nationaux trimestriels serait néanmoins un peu plus favorable. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2014 tel qu'il est enregistré à la fin du quatrième trimestre sur la base des seuls comptes nationaux se chiffrerait déjà à 1,3%. A l'issue du quatrième trimestre 2013, le PIB réel aurait aussi quasiment rejoint son niveau d'avant la crise.<sup>2</sup>

Au cours des premiers mois de 2014, l'activité économique au Luxembourg a continué à progresser, même si la vigueur du rebond semble s'être quelque peu atténuée à certains égards. Le secteur financier continue à profiter du retour graduel de la confiance sur les marchés financiers. Les marchés boursiers ont notamment poursuivi

---

<sup>1</sup> Voir BCL, Bulletin 2013/4, pp.89-98.

<sup>2</sup> Le PIB nominal aurait toutefois déjà dépassé son sommet d'avant la récession vers la mi-2010.

leur ascension et l'indice Eurostoxx a dépassé au début de l'année 2014 les niveaux du troisième trimestre 2008. La hausse moyenne totale observée au cours des cinq premiers mois de 2014 est d'environ 6%, donc une variation positive mais néanmoins en retrait par rapport à la progression du 2ème semestre de 2013. Logiquement, la VNI des OPC tire profit de cette inflexion sur les marchés financiers. Au premier trimestre, elle a progressé de 3% sur base trimestrielle, soit au même rythme qu'au trimestre précédent. La VNI des OPC devrait également progresser en moyenne pour l'année 2014, même si la variation pourrait s'avérer inférieure à celle enregistrée au cours de l'année 2013.

Les nouvelles s'améliorent aussi graduellement pour le secteur non financier. Ce constat se base essentiellement sur le marché du travail, dont les données signalent une amorce de revirement. Malgré les pertes d'emploi dans le secteur bancaire, la progression de l'emploi total se serait accélérée autour de 2% au début de l'année. Une telle croissance doit nécessairement reposer sur un dynamisme accru dans les secteurs de services non financiers, puisque l'industrie semble encore marquer le pas. Après un bon deuxième semestre 2013, les demandes de recours au chômage partiel, largement concentrées dans l'industrie, sont notamment quelque peu en hausse par rapport à octobre 2013. Elles se stabilisent depuis février 2014, mais elles ne reculent plus, ce qui n'est pas de bon augure pour la production industrielle. Une telle atonie serait aussi quelque peu surprenante à l'égard du dynamisme affiché par notre principal partenaire commercial, à savoir l'Allemagne.

L'amélioration conjoncturelle, aussi satisfaisant qu'elle soit, ne doit en revanche pas occulter les faiblesses structurelles qui se pérennisent depuis la survenance de la crise économique et financière, dans un contexte marqué par l'absence d'une croissance soutenue. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière est toujours proche de son creux historique et le recours au dispositif du chômage partiel pour la septième 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. En ce qui concerne le secteur financier, la mise en œuvre de nombreuses réglementations pourrait porter préjudice à la rentabilité des banques, ce qui ne resterait pas sans conséquences sur l'emploi. L'abolition partielle du secret bancaire à partir de 2015 risque d'engendrer une perte de revenus, qui semble a priori gérable pour la place financière. L'impact total de cette mesure est toutefois particulièrement difficile à cerner. Au niveau européen, la résolution des nombreux défis rend fort improbable que la croissance de l'activité renoue avec son rythme d'avant la crise. Dans de telles conditions, il ne semble guère réaliste de tableur sur un retour à la croissance tendancielle historique dans un futur proche au Luxembourg.

### Hypothèses techniques et environnement international

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 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. Le détail de ces hypothèses est présenté au tableau 1 ci-dessous.

Le fait marquant est sans doute la dynamique très favorable sur les marchés financiers. Les taux d'intérêt à court terme, soit l'Euribor à 3 mois, se sont établis à des niveaux historiquement bas en 2013 et ils demeureraient bas, en dépit de la légère remontée anticipée d'ici la fin 2016. Les taux longs se stabiliseraient en moyenne en 2014 par rapport à l'année 2013 pour se redresser graduellement par la suite. Au total, on observerait donc aussi 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 2014, soit un peu moins qu'en 2013, avant de se stabiliser par la suite. 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 5% en 2014. Depuis la fin 2013 et à la date de clôture des projections, l'euro s'est encore quelque peu apprécié par rapport au dollar, tandis que le prix du pétrole s'inscrit en baisse par rapport à décembre 2013 et selon les marchés des « futures », il pourrait continuer à reculer d'ici la fin 2015. Par rapport à l'exercice précédent, la baisse est toutefois moins accentuée qu'initialement anticipé. En tenant compte du taux de change de l'euro par rapport au dollar, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ne sont que marginalement revues à la hausse, à concurrence de 0,5% en 2014.

Par rapport à l'exercice de décembre 2013, les révisions des hypothèses techniques, en particulier celles relatives aux variables financières, sont dans l'ensemble plus favorables. Toutes autres choses égales par ailleurs, elles plaideraient pour un scénario de croissance un peu plus porteur pour l'économie luxembourgeoise.

**Tableau 1**      **Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques***(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)<sup>3</sup>*

	2013	2014	2015	2016
Prix du pétrole en \$/bl <sup>4</sup>	109 (1)	107 (3)	102 (3)	98
Taux de change \$/€ <sup>5</sup>	1,33 (-)	1,38 (+0,04)	1,38 (+0,04)	1,38
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	0,2 (-)	0,3 (-)	0,3 (-0,2)	0,4
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	1,9 (+0,2)	1,8 (-0,3)	2,1 (-0,4)	2,5
Eurostoxx <sup>6</sup>	282 (-)	320 (+18)	315 (20)	309
Commerce mondial	2,7	4,1	5,5	5,7
PIB mondial	2,9	3,3	3,7	3,8
PIB zone euro	-0,4	1,0	1,7	1,8
Demande internationale adressée au Luxembourg	1,5 (0,8)	3,8 (0,1)	5,0 (0,2)	5,4

Sources: Banque centrale européenne.

Au-delà des hypothèses purement techniques, les projections de la BCL intègrent aussi le scénario de l'Eurosystème pour la zone euro. Le fait saillant de ce scénario est une reprise graduelle de la croissance économique dans le contexte d'une inflation contenue. Après le recul de 0,4% en 2013, la variation annuelle du PIB réel de la zone euro serait à nouveau positive en 2014 et elle s'accélérait à 1,7% en 2015 et 1,8% en 2016.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur synthétique de l'impact de la dynamique des économies mondiale et européenne pour l'économie luxembourgeoise. Elle est calculée en fonction des importations de ses partenaires commerciaux et elle constitue un facteur clef pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. La demande internationale adressée au Luxembourg devrait progresser plus fortement en 2014, avant de connaître une accélération en 2015 et de se rapprocher graduellement de sa dynamique historique en 2016. Par rapport à l'exercice précédent, ces dynamiques ont été marginalement revues à la hausse.

Finalement, les contextes international et européen plus cléments conjugués aux effets des hypothèses techniques plus favorables devraient tous deux favoriser une dynamique de croissance un peu plus soutenue au Luxembourg.

<sup>3</sup> Sur la base des informations disponibles à la mi-mai 2014. Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2013, en points de pourcentage.

<sup>4</sup> Révisions en \$/bl.

<sup>5</sup> Révisions en \$/€.

<sup>6</sup> Révisions en points d'indice.

### Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de juin 2014 font état d'une progression du PIB réel en 2014 qui se situerait entre 2,4% et 3,0%, soit 0,7 pp de plus qu'anticipé précédemment (points centraux). La croissance escomptée pour 2015 et 2016 se situerait quant à elle aux environs de 3%. La progression en volume du PIB connaîtrait donc une accélération par rapport à 2013, sans toutefois renouer avec la tendance historique se situant au-delà des 4%. Par rapport à l'exercice de projection de décembre 2013, la révision à la hausse se limite principalement à l'année 2014<sup>7</sup>. Aux taux actuellement projetés, l'économie luxembourgeoise aurait quasiment atteint son rythme de croisière de moyen terme. Par ailleurs, les nouvelles en termes de politique budgétaire se cantonnent à la hausse des taux de la TVA en 2015, qui va se répercuter sur la consommation privée par le biais du revenu disponible réel des ménages.

En 2013, la croissance de l'activité reposait principalement sur le rebond du commerce international alors que la demande domestique avait légèrement reculé. L'année 2014 serait marquée par une croissance plus vigoureuse, mais également plus équilibrée. Le raffermissement des exportations de biens et services, dans un contexte européen plus propice, est évidemment essentiel à la croissance au Luxembourg. La demande domestique renouerait néanmoins aussi avec la croissance, portée principalement par un marché de l'emploi robuste et par conséquent par une consommation privée plus vigoureuse. Par rapport à l'exercice précédent, les révisions des projections sont quasiment exclusivement imputables aux exportations, alors que le scénario de la demande domestique n'a guère évolué.

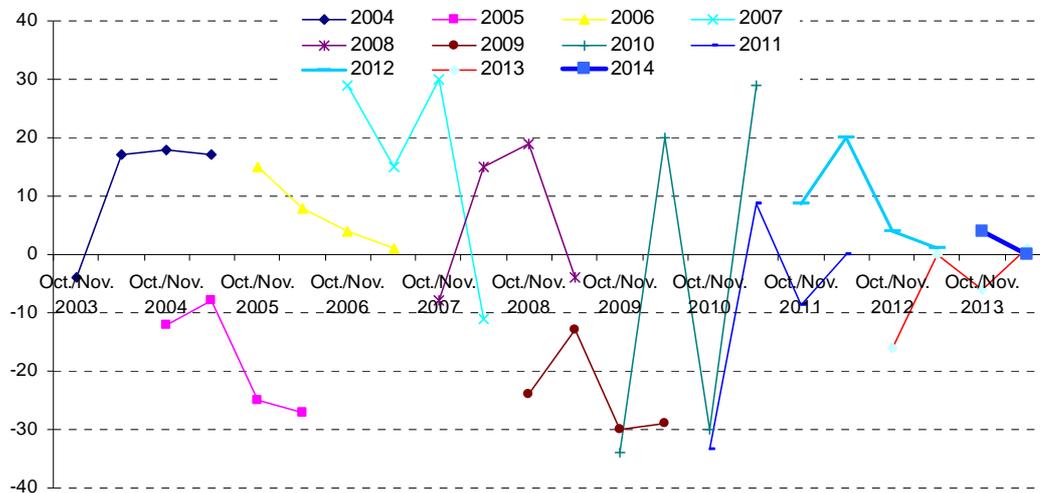
Au-delà de 2014, la poursuite de la reprise vers des taux plus élevés repose entièrement sur les hypothèses relatives à l'environnement international, à savoir une zone euro qui renoue progressivement avec la croissance et une demande mondiale qui s'approche graduellement de la moyenne historique. Si la demande domestique devait encore progresser en 2015, son taux de croissance ne s'accélélerait vraisemblablement qu'en 2016. La hausse des taux de la TVA en janvier 2015 devrait en effet renchérir les biens et services d'à peu près un pourcent. Elle devrait en conséquence peser sur les dépenses des ménages, pour les biens durables en particulier. Il convient aussi de noter que ce scénario est conditionnel à l'hypothèse dite « à politique budgétaire inchangée ».

---

<sup>7</sup> Divers indicateurs économiques seront affectés en 2015 par le changement de régime sur la TVA du commerce électronique. Si l'impact défavorable sur les recettes fiscales et le revenu national brut (RNB) est incontesté, le traitement comptable de ce changement dans les comptes nationaux n'a pas encore été finalisé. Lors de l'établissement des projections de décembre 2013, il était généralement admis que cette mesure exercerait un impact sur le PIB en volume. Il semblerait cependant qu'actuellement, l'impact défavorable sur le PIB nominal serait imputé au déflateur du PIB. Il y aurait donc bien une incidence défavorable sur le PIB nominal tant dans les projections de décembre 2013 que dans celles de juin 2014, mais la charge serait répartie différemment. La diminution du PIB nominal serait en effet neutralisée par une révision en sens opposé du déflateur du PIB selon le traitement comptable actuellement envisagé. La révision à la hausse de 0,8pp de la projection du PIB réel en 2015 n'est donc qu'apparente, dans la mesure où elle constitue davantage une « révision » comptable qu'une révision motivée par une dynamique sous-jacente plus importante. A ce propos, voir également STATEC (2014), Note de conjoncture 2014-I, pp. 136-137.

## Graphique 1 Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise

(dépenses à prix courants, en taux de variation annuels)<sup>8</sup>



Source : Commission européenne.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'avril, les chefs d'entreprises dans le secteur manufacturier demeurent forts prudents dans leurs projets pour les dépenses d'investissement pour l'année courante (voir le graphique ci-dessus). Ces dépenses ne se stabiliseraient que par rapport à l'année passée, ce qui constituerait même une légère inflexion à la baisse par rapport aux enquêtes précédentes. La dynamique serait également moins favorable que dans la zone euro, où les dépenses d'investissement progresseraient légèrement. 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 sous la forme de taux bancaires sur crédits extrêmement faibles. 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 de bas niveaux implique que les emprunteurs, aussi bien les entreprises que les consommateurs, ont bénéficié sur une période assez longue d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu

<sup>8</sup> Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, les taux de variation annuels des dépenses d'investissement sont calculés à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

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 d'indications quant à des déséquilibres majeurs susceptibles de contrarier la reprise au Luxembourg<sup>9</sup>. La part de la valeur ajoutée non distribuée aux salariés – l'excédent brut d'exploitation relatif à la valeur ajoutée – s'est redressée depuis son creux atteint en 2009. Elle se situe à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme, mais elle devrait selon les projections graduellement converger vers cette dernière, ce qui constitue un mouvement tout à fait normal pour un indicateur pro-cyclique. Pour l'économie dans son ensemble<sup>10</sup>, la rentabilité des entreprises ne semble donc 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 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.

---

<sup>9</sup> Au cours du semestre européen de 2014, la Commission européenne (CE) a conclu que le Luxembourg n'est pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macro-économique ». Elle a néanmoins conclu que la perte de la compétitivité dans l'industrie manufacturière, l'évolution du marché immobilier et l'endettement élevé du secteur non financier présentent des dynamiques justifiant un suivi continu.

<sup>10</sup> Ce constat doit d'être nuancé dans une optique sectorielle. La part des profits dans la valeur ajoutée brute de l'industrie a atteint un nouveau creux historique en 2013, donc un niveau encore plus faible qu'en 2009.

**Tableau 2** *Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à décembre 2013\**

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

	Projections de juin 2014				Révisions par rapport à décembre 2013			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
PIB réel	2,1	2,4 - 3,0	1,8 - 3,8	2,1 - 4,1	0,2	0,7	0,8	-
IPCH	1,7	1,0	2,4	1,8	-	-0,2	0,6	-
IPCH énergie	-2,7	-3,7	-0,9	-1,6	0,1	0,7	1,0	-
IPCH excluant l'énergie	2,4	1,8	2,9	2,3	-	-0,3	0,6	-
IPCN	1,7	1,0	2,4	1,8	-	-0,3	0,6	-
IPCN excluant l'énergie	2,3	1,6	2,7	2,2	-	-0,3	0,6	-
Echelle mobile des salaires	2,5	1,9	2,3	2,3	-	-0,2	-	-
Coût salarial moyen	3,1	2,5	3,3	3,0	0,6	-0,1	-	-
Emploi salarié	1,8	2,0	2,1	2,3	-	0,7	0,6	-
Taux de chômage	6,9	7,1	7,0	6,8	-	-	-0,2	

Sources : STATEC, BCL

\* : Sur la base des informations disponibles à la date du 21 mai 2014.

### Marché de l'emploi et coûts salariaux

Le redressement progressif de l'activité économique commence à porter ses fruits sur le front de l'emploi. Selon les plus récentes informations disponibles, la progression annuelle de l'emploi salarié se serait sensiblement accélérée, à 2,2%, en janvier 2014. Ce regain de dynamisme est perceptible dans l'ensemble des branches de production, à l'exception de l'industrie et du secteur bancaire où l'emploi a poursuivi son repli. Le taux de postes vacants demeure à un niveau élevé, ce qui témoigne de la résilience de la demande de travail. Autre signal positif, la récente poussée du travail intérimaire, généralement perçu comme précurseur des évolutions sur le marché de l'emploi. Les perspectives d'embauches, telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entreprises, sont également orientées à la hausse. Dans une optique prospective, l'emploi devrait évoluer sur une voie ascendante sur l'ensemble de l'horizon de

projection, de concert avec l'embellie conjoncturelle. Si cette dynamique de l'emploi est appréciable, elle demeure cependant modérée par rapport à la moyenne historique, ce qui pourrait en partie s'expliquer par la thésaurisation encore importante de la main-d'œuvre, la reprise de l'activité étant susceptible de se répercuter davantage sur la marge intensive du travail dans un premier temps.

En ce qui concerne l'offre de travail, les mesures d'activation devraient contribuer à contenir le chômage au sens strict<sup>11</sup>. En outre, le niveau toujours élevé du chômage pourrait freiner la progression du taux d'activité via des effets de découragement.

Le regain de dynamisme projeté sur le front de l'emploi demeurerait cependant insuffisant pour entraîner dans son sillage une baisse significative du taux de chômage. Les caractéristiques des chômeurs, en partie peu qualifiés, âgés et souvent en incapacité de travail, pèsent sur leur employabilité et ne favorisent guère leur réinsertion dans l'emploi. La montée en puissance du chômage de longue durée témoigne de la dimension structurelle d'une partie du chômage au Luxembourg. Aussi, l'emploi frontalier, surreprésenté dans les secteurs marchands, pourrait davantage profiter de la reprise de l'activité. Au total, le taux de chômage au sens strict poursuivrait son ascension pour se hisser à 7,1% en 2014, avant de se replier légèrement à 7,0% en 2015 et 6,8% en 2016.

En ce qui concerne le coût du travail, le scénario de base demeure globalement inchangé par rapport à l'exercice de décembre 2013. Les partenaires sociaux continuent de faire preuve d'un comportement relativement prudent lors des négociations salariales. Le chômage élevé et la reprise économique toujours timide et fragile ne contribuent guère à conforter le pouvoir de négociation des salariés. Nos projections postulent une progression faiblement positive des salaires réels, essentiellement sous l'effet d'un redressement graduel du volume du travail et des primes et gratifications. Notre scénario de base tient également compte de l'accord salarial dans la fonction publique. A cela s'ajoute le récent accord conclu dans le secteur bancaire, un accord assez exceptionnel puisqu'il prévoit un gel des salaires barémiques sur une période de trois ans.

D'une part, les partenaires sociaux ont vraisemblablement tenu compte de l'incertitude et des défis multiples auxquels le secteur bancaire sera confronté au cours des prochains trimestres. D'autre part, on ne peut exclure que les accords salariaux à un tel horizon intègrent aussi, du moins implicitement, l'absence de neutralisation de la hausse des taux de la TVA dans le mécanisme d'indexation. Nos projections se basent en outre sur l'hypothèse que le salaire social minimum réel serait ajusté en janvier 2015, eu égard à l'évolution faible mais positive des salaires réels horaires en 2013. Au final, le coût salarial moyen nominal devrait progresser de 2,5% en 2014, 3,3% en 2015 et 3,0% en 2016. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, la progression des salaires nominaux

---

<sup>11</sup> Notons à cet égard la mise en place, à partir du mois de juin 2014, de la garantie « jeunesse », 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 sortie du système scolaire.

serait essentiellement imputable à la contribution de l'indexation des salaires aux prix. A politique inchangée, le mécanisme d'indexation, tel qu'il prévalait avant la récente modulation, devrait être réintroduit en 2015. Sur base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires devraient être déclenchées au début des années 2015 et 2016.

### Prix à la consommation

Le scénario d'inflation a essentiellement évolué en fonction de deux facteurs. Premièrement, les développements récents en matière d'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie ont été plus favorables que précédemment anticipé. Cette dynamique tient principalement aux prix administrés, qui n'ont pas été adaptés en début d'année, mais également aux prix des biens alimentaires et des biens industriels non énergétiques. Leur impact baissier sur les projections se répercute principalement sur l'année 2014, mais aussi marginalement sur l'année 2015. Deuxièmement, le Gouvernement a décidé de relever de 2 points les taux de TVA de 6%, 12% et 15% à respectivement 8%, 14% et 17%. Cette mesure, qui constituait le principal facteur de risque lors des exercices précédents, exerce un impact théorique et mécanique de 1pp sur le taux d'inflation de l'IPCN et de 1,1pp sur l'IPCH. Dans les projections, nous avons incorporé une transmission intégrale<sup>12</sup>, mais avec des impacts légèrement différés dans le temps selon la composante. Cette mesure pousse nécessairement à la hausse l'inflation moyenne en 2015.

L'inflation globale, qui a encore fortement reculé au cours des derniers mois, devrait rester contenue pour le reste de l'année avant de connaître une nette accélération l'année prochaine. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN et de l'IPCH se replierait, passant de 1,7% en 2013 à 1,0% en 2014, pour s'accélérer à 2,4% en 2015 et reculer ensuite à 1,8% en 2016. Sans la mesure de la TVA, i) l'inflation s'accélérerait certes encore en 2015 mais dans une bien moindre mesure et ii) l'inflation demeurerait inférieure à 2% sur tout l'horizon de projection. Le profil de l'inflation à l'exclusion de l'énergie serait assez similaire, mais à des niveaux différents. Le taux de variation annuel de l'IPCN à l'exclusion de l'énergie baisserait de 2,3% en 2013 à 1,6% en 2014 pour s'établir à 2,7% en 2015 et finalement se replier à 2,2% en 2016. A la fin de l'horizon de projection, le taux moyen serait donc quelque peu inférieur à sa moyenne historique. Malgré la hausse des taux de TVA, les prix de l'énergie reculeraient pendant quatre années consécutives et contribueraient à contenir l'inflation globale. Il convient

---

<sup>12</sup> Une transmission incomplète des hausses de la taxation indirecte aux prix à la consommation a été récemment observée dans plusieurs pays européens. Il convient de noter que la TVA est une taxe payée par le consommateur à l'Etat, par l'intermédiaire des entreprises. *Ceteris paribus*, un degré de transmission inférieur à 100% est donc synonyme d'une compression des marges des entreprises. Une telle constellation est concevable lorsque le gouvernement a par exemple introduit des mesures de compensation (baisse des impôts directs ou baisse des cotisations sociales patronales par exemple). Les entreprises pourraient aussi ajuster de leur propre gré et de manière préventive leurs marges afin d'absorber un choc négatif trop important sur leurs volumes de ventes. Un tel comportement est par exemple souvent observé dans des pays où la demande des ménages est déjà fort déprimée.

toutefois de noter que ce recul anticipé des prix de l'énergie est de nature purement technique, car lié à l'hypothèse de reflux du prix du pétrole. Hormis pour l'ajustement lié aux taux de TVA, la projection de cette composante n'a pratiquement pas été adaptée.

L'inflation à l'exclusion de l'énergie est actuellement très faible et pour l'année 2016, elle est projetée légèrement en deçà de sa moyenne historique. D'une part, ce scénario est cohérent avec celui de la zone euro, où l'inflation s'affiche également en-dessous de sa moyenne historique essentiellement en raison de la baisse des prix pétroliers, du contexte conjoncturel peu porteur et d'ajustements de la structure des prix et des coûts dans les économies les plus exposées à la crise. D'autre part, certains chocs exogènes, en l'occurrence la forte hausse des prix des biens alimentaires, se sont dissipés et, selon les hypothèses communes à l'Eurosystème, ils ne sont pas sur le point de ressurgir. L'absence de craintes inflationnistes majeures à moyen terme est en grande partie due à la stabilité de la rémunération par salarié, au profil assez plat de l'échelle mobile des salaires et à une dynamique modérée des salaires réels. 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.

Avec le recul de l'inflation globale, le paiement de la prochaine tranche indiciaire s'éloignerait de la fin 2014 au début 2015. La modulation du mécanisme d'indexation, qui est d'application jusqu'à la fin 2014, ne serait donc plus contraignante. L'hypothèse de « politique inchangée » implique l'hypothèse de travail selon laquelle le mécanisme d'indexation automatique non modulé serait réintroduit à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2015. Selon ce mécanisme et en fonction des projections d'inflation sous-jacentes, la tranche indiciaire subséquente serait alors due pour le début de l'année 2016.

### Analyse des risques

Une éventuelle résurgence de la crise financière en Europe constitue un premier risque pesant sur les perspectives macroéconomiques du Luxembourg. A priori, ces aspects ne jouent pas de rôle direct pour le scénario du Luxembourg, mais nous restons exposés aux répercussions d'une éventuelle récession chez nos partenaires commerciaux. Si l'apparition de nouvelles turbulences sur les marchés financiers ne peut être exclue, il faut tout de même noter qu'au cours des derniers trimestres de nombreux efforts ont été entrepris afin de diminuer significativement de tels risques. Ainsi, les efforts réalisés par l'Irlande et le Portugal ont permis à ces deux pays de sortir des programmes de d'ajustement mis en place par le FMI et l'Union européenne. L'évaluation à trois niveaux de la santé des principales banques européennes devrait permettre d'identifier les risques planant sur le secteur bancaire et si besoin de décider des mesures correctrices.

Le secteur bancaire demeure confronté au nécessaire 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 du 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 devrait également exercer, du moins dans un premier temps, 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.

Par ailleurs, la nécessaire consolidation budgétaire dans les Etats membres de l'Union européenne pèsera inévitablement sur la croissance économique. Le scénario actuel fait état d'une amélioration des déficits publics dans la plupart des pays européens, mais le déficit public projeté pour la zone euro serait toujours en moyenne de 2,3% en 2015 selon les projections de juin 2014 des services de l'Eurosystème.

En ce qui concerne les risques pesant sur l'inflation au Luxembourg, l'hypothèse de travail est que les entreprises vont répercuter intégralement (mais pas instantanément) la hausse des taux de TVA sur leurs prix de vente. Cette hypothèse quelque peu extrême en apparence est probablement réaliste, dans la mesure où l'ajustement des taux de TVA est permanent. Elle l'est aussi pour certains prix comme par exemple les prix de l'énergie, où les prix sont fixés selon une formule standardisée. Elle l'est peut-être moins pour les prix de biens et services exposés à un environnement concurrentiel prononcé<sup>13</sup>. Par conséquent on ne peut exclure que l'impact effectif de la hausse des taux de la TVA soit plus faible ou davantage réparti dans le temps. Une telle constellation repousserait par conséquent les hausses de l'échelle mobile des salaires et engendrerait du même coup également une dynamique différente pour le coût salarial moyen.

---

<sup>13</sup> A cet effet, il faut remarquer qu'au début de l'année 2015, les entreprises feront une appréciation générale de leur situation. Elles seront notamment amenées à réagir à une série de chocs, à savoir i) une tranche indiciaire au début de l'année 2015, ii) un ajustement du salaire minimum réel (mais dont on ne connaît pas encore l'ampleur) iii) et la hausse de la TVA. La confluence de ces facteurs pourrait jouer un rôle si l'adaptation souhaitée/théorique des prix de vente telle qu'elle résulterait de leurs calculs était jugée trop importante par les entreprises. Ceci pourrait donc inciter les entreprises à absorber du moins partiellement et temporairement les effets de ces ajustements de prix dans leurs marges de profit.

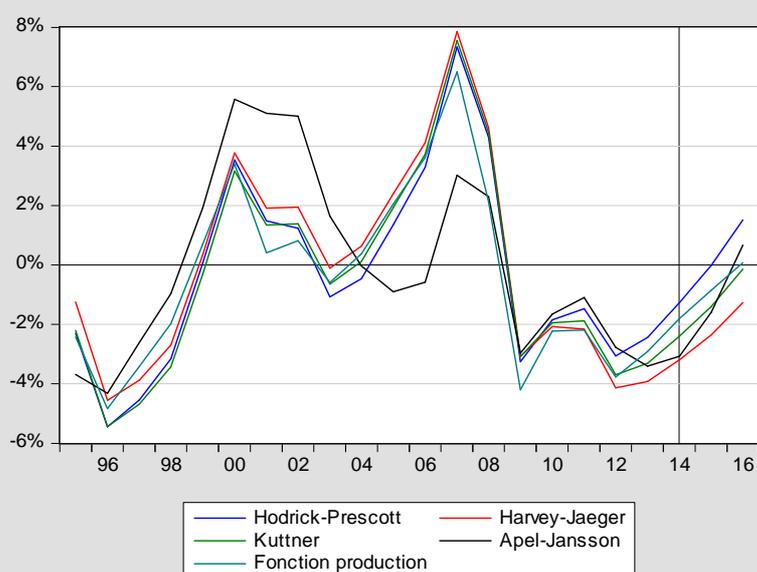
### Encadré : le PIB entame le retour vers son niveau potentiel

L'écart de production (distance entre le PIB observé et son niveau potentiel) a été négatif depuis 2009, mais s'est réduit en 2013 selon l'ensemble de méthodes d'estimation utilisées à la BCL<sup>14</sup>. Il devrait graduellement se résorber au cours de l'horizon de projection (2014-2016). En effet les projections laissent augurer une croissance réelle suffisante pour retourner vers le niveau du PIB potentiel en 2016.

Par rapport à l'exercice de décembre 2013, les projections s'étendent à une année supplémentaire (2016) et renferment la première version observée des données pour l'année 2013. Ces deux changements devraient renforcer la fiabilité des estimations du PIB potentiel pour 2013, tout en atténuant le biais en fin d'échantillon.

Les estimations de l'écart de production fournies par différentes méthodes sont assez proches sur le passé (voir graphique), à l'exception de l'approche Apel-Jansson qui estime la composante cyclique du PIB en tenant compte de l'évolution du chômage et de l'inflation. Une plus grande divergence entre les différentes méthodes apparaît à la fin de l'échantillon, signe d'une plus grande incertitude. Cependant, l'ensemble des méthodes concordent sur le constat que l'écart de production va s'améliorer.

**Graphique 1: Ecart de production au Luxembourg**



<sup>14</sup> Voir encadré 7 du bulletin BCL 2013-4 et le Cahier d'études No. 4.

En 2013, l'écart de production se situait entre -2,4% et -3,9%. En comparaison, lors la dernière récession en 2001, l'écart était faiblement négatif, mais en 1996 il était inférieur à -4%. Par contre, la reprise à été plus rapide en 1996, l'écart de production étant alors revenu à zéro en seulement trois ans. En 2013, l'écart est négatif depuis cinq ans déjà. Cette reprise lente est typique des crises financières, qui ont un effet persistant sur la production<sup>15</sup>.

Le tableau suivant présente les estimations de la croissance potentielle (qui sont implicites dans les estimations de l'écart de production au graphique). Pour un taux de croissance donné dans la phase de reprise, une croissance potentielle plus faible permet une élimination plus rapide de l'écart de production négatif.

**Tableau 1: Croissance potentielle au Luxembourg**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Filtre HP	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6
Harvey-Jaeger	1,9	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
Kuttner	1,8	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
Apel-Jansson	-0,4	1,7	1,3	1,6	2,8	2,4	1,3	0,8
Fonction production	0,7	1,0	1,9	1,5	1,2	1,6	1,8	2,2
OCDE (EO95, mai 2014)	2,3	1,8	2,0	2,2	2,2	2,1	2,1	n.d.
FMI (Article IV, mai 2014)	n.d.	n.d.	1,2	1,4	1,4	1,7	2,0	2,0
Commission européenne (mai 2014)	0,8	0,3	1,2	1,7	1,4	1,3	1,3	0,8
Programme stabilité (avril 2014)	n.d.	n.d.	n.d.	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

Sources : données STATEC, calculs BCL

Pour l'année 2013, une seule méthode estime une croissance potentielle supérieure à 2%. Il s'agit de l'approche Apel-Jansson, qui interprète la diminution marquée de l'inflation comme signe de sous-utilisation des capacités productives. Par contre, les projections anticipent une reprise rapide de l'inflation en 2015 (effet TVA) et à l'horizon 2016 cette méthode est la moins favorable, situant la croissance potentielle à seulement 0,8%. En 2016, l'approche par la fonction de production livre l'estimation la plus élevée de la croissance potentielle estimée, soit 2,2%. Ce large intervalle (0,8%-2,2%)

<sup>15</sup> Jorda, O., M. Schularick et A.M. Taylor (2013) "When credit bites back: leverage, business cycles and crises" *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(s2):3-28.

correspond aux estimations divergentes des autres institutions. En effet, la Commission européenne, dans ses prévisions de printemps, anticipe une croissance potentielle au Luxembourg de seulement 0,8% en 2016, tandis que le Fonds monétaire international estime la croissance potentielle en 2016 à 2,0%.

Ces différences doivent être interprétées avec prudence compte tenu de l'incertitude importante qui entoure ces résultats. D'ailleurs, les estimations de la croissance potentielle sont souvent sujettes à d'importantes révisions lors de la publication de nouvelles données.