

NOTE DE CONJONCTURE 2

La situation économique au Luxembourg
Évolution récente et perspectives

2017

STATEC

Institut national de la statistique
et des études économiques

SAVOIR
POUR AGIR

NOTE DE CONJONCTURE 2

La situation économique au Luxembourg
Évolution récente et perspectives

2017

STATEC

Institut national de la statistique
et des études économiques

SAVOIR
POUR AGIR

Impressum

Responsable de la publication

Serge Allegrezza

Rédaction

Ferdy Adam

Michel Geller

Tom Haas

Bastien Larue

Pauline Perray

Cathy Schmit

Véronique Sinner

STATEC

**Institut national de la statistique
et des études économiques**

Centre Administratif Pierre Werner

13, rue Erasme

L-1468 Luxembourg-Kirchberg

Téléphone

247-84219

Fax

46 42 89

E-mail

info@statec.etat.lu

Internet

www.statec.lu

Décembre 2017

Date de clôture statistique: 17 novembre 2017

ISSN 1019-6463

Prix de ce numéro: 10,00 euros + frais de port

La reproduction totale ou partielle de la présente note
est autorisée à condition d'en citer la source.

Conception: Interpub', Luxembourg

Impression: Reka Print, Ehlerange

© Photos: Rol Schleich

Sommaire

Préface	5
Résumé et faits principaux	7
1. Conjoncture internationale	11
2. Activité économique – évolution récente et prévisions	19
3. Inflation et salaires	29
4. Marché du travail	37
5. Finances publiques	45
6. Études thématiques	53
6.1 La crise a favorisé l'augmentation du chômage, mais aussi du sous-emploi	54
6.2 La marge d'intérêts des banques au Luxembourg dans un contexte de taux faibles	60
6.3 Mieux capter les effets du cycle économique dans les prévisions d'inflation	67
6.4 Modélisation des recettes fiscales: la taxe d'abonnement	72
Liste des études publiées dans les dernières Notes de conjoncture	76

Une croissance économique proche de la tendance historique

La croissance économique, jugée excessive par nombre de commentateurs, décriée par une partie de l'opinion publique, est proche de sa moyenne historique ou de son potentiel. Si l'on tient compte de la dynamique soutenue de la population et de l'emploi, la croissance ainsi corrigée est plutôt modérée.

Le STATEC table sur une progression du PIB de quelque 3.5% cette année et des perspectives plus optimistes pour 2018, reflétant la reprise prolongée et relativement dynamique dans la zone euro.

Il faut insister sur les révisions des statistiques, inévitables mais parfois déconcertantes de par leur ampleur, qui affectent les estimations antérieures du PIB. C'est le cas pour les années 2015 et 2016, pour lesquelles la croissance a été revue à la baisse. De nouvelles données annuelles, issues des comptes des milliers d'entreprises enquêtées, expliquent en grande partie cette révision. L'expérience montre qu'il est indispensable, pour l'analyste, de retourner vers les microdonnées individuelles, qui révèlent la diversité des situations qui déterminent la tendance. Ce va-et-vient micro-macro, en passant par des niveaux d'agrégation intermédiaires, les branches, permettent de déceler des tendances inédites ou des cas exceptionnels, dont le poids peut peser sur le résultat. Ainsi, les entreprises, surtout globales, peuvent obéir à des facteurs exogènes, totalement étrangers au contexte luxembourgeois.

Pour bon nombre d'indicateurs conjoncturels, les tendances relevées en 2017 sont malgré tout favorables, sauf pour le secteur financier – du moins en termes de volumes, car les résultats en valeur y sont plutôt positifs.

Un format plus lisible

La nouvelle présentation de la Note de conjoncture avec plus de couleur, des textes plus concis et plus espacés devrait conférer une expérience de lecture plus agréable. La Note de conjoncture est devenue au fil des années, l'instrument de synthèse par excellence qui remet les statistiques macroéconomiques dans un cadre socioéconomique plus large, dessinant les interactions entre les différentes variables, et propose également un scénario de prévision à court terme.

Le calendrier des prévisions

Rappelons que le STATEC fait deux grandes prévisions par an. La première, qui a lieu au printemps, plus ambitieuse, avec une visée à moyen terme, donnant le coup d'envoi national pour le "Semestre européen". La deuxième est la prévision d'hiver, publiée avant le vote du Budget de l'État. Le STATEC fournit une mise à jour partielle des prévisions, basée sur les comptes annuels et trimestriels, qui sont publiés fin septembre et début octobre, pour éclairer un tant soit peu la situation macroéconomique qui contraint le projet de Budget de l'État. Le calendrier de la procédure budgétaire est tellement serré qu'il n'est pas possible, techniquement, de s'atteler à un exercice complet de prévision, ce qui conduit inmanquablement à des incohérences passagères entre septembre et octobre.

Un éclairage sur des sujets particuliers

Dans cette livraison les conjoncturistes ont exploré l'impact de la faiblesse des taux d'intérêt sur la marge d'intérêts bancaire, en exploitant la richesse des microdonnées dont dispose le STATEC. L'évolution négative de la marge a concerné 63% des banques actives sur la place pendant toute la période considérée. Néanmoins, plus récemment, cette baisse a pu être contrecarrée par une hausse du volume des crédits accordés et une diminution des charges d'intérêts.

Le sous-emploi est un concept plus large que celui de chômage, publié régulièrement par l'ADEM, et qui sert de référence dans l'appréciation de la situation d'ensemble du marché du travail. L'enquête sur les forces de travail du STATEC permet d'appréhender les personnes à la recherche d'un emploi et celles moins diligentes, plus éloignées du marché du travail. Ce sont des ressources sous-employées dans le processus de production.

Cette notion de sous-emploi (ou de *slack*) pourrait être une explication de la faiblesse de la hausse générale des prix. C'est ce qu'explore une autre étude de la Note de Conjoncture qui montre que le sous-emploi, mesuré par des variables reflétant le marché du travail, est plus éclairant que l'*output gap*.

Une étude se penche également sur les déterminants des recettes fiscales collectées grâce à la taxe d'abonnement.

Dr Serge Allegrezza
Directeur du STATEC

Résumé et faits principaux

Tableau 1
Résumé de la situation macroéconomique

	1995-2016	2016	2017	2018	2017	2018
			Évolution en % (ou spécifié différemment)		Révisions (points de % ou spécifié différemment) ¹	
PIB (en vol.)	3.5	3.1	3.4	4.4	-1.4	-0.4
Emploi total intérieur	3.2	3.0	3.3	3.2	-	-0.2
Taux de chômage (% de la pop. active, déf. ADEM)	4.3	6.4	6.0	5.7	0.1	0.1
Indice des prix à la consommation (IPCN)	1.9	0.3	1.7	1.4	-0.1	-0.3
Coût salarial nominal moyen	2.8	0.7	3.2	1.9	-0.3	-0.5
Capacité/besoin de financement (% du PIB) ²	1.9	1.6	1.5	1.5	1.0	0.8

¹ Par rapport à la NDC 1-17, publiée le 30 mai 2017

² Préviation du STATEC 2017-2018

Source: STATEC (1995-2016: données observées; 2017-18: prévisions)

Une croissance plus ferme dans la zone euro

Le climat économique international devient plus porteur. Le commerce mondial est bien reparti à la hausse, les marchés financiers – qui avaient traversé une zone de turbulences en 2016 – ont regagné en vigueur et les prix des matières premières tendent aussi à se redresser.

Par rapport aux prévisions du printemps 2017, la croissance prévue dans les économies avancées a été revue à la hausse. La zone euro, qui est un pôle partenaire majeur du Luxembourg, contribue significativement à ce revirement. La demande intérieure s'y est renforcée au-delà des attentes sur les derniers trimestres et des signaux plus positifs apparaissent aussi pour la demande extérieure. Toutefois, cette reprise est encore incomplète, comme en témoignent la remontée modérée de l'investissement ainsi que la faible progression de l'inflation et des salaires.

Au Luxembourg, l'expansion économique reste soutenue, mais un peu moins qu'antérieurement escompté

Sur l'ensemble du 1^{er} semestre 2017, le PIB luxembourgeois progresse sur un rythme annuel proche de 3%, comparable à celui de 2015 et 2016. Pour ces deux années, la croissance économique a été révisée à la baisse (elle était estimée à près de 4% précédemment). Ces nouvelles données annuelles expliquent en grande partie la révision à la baisse des prévisions de croissance pour 2017 et 2018. Mais les trajectoires des indicateurs trimestriels déjà disponibles sur 2017 y contribuent aussi. Pour bon nombre de ces indicateurs, les tendances relevées sont malgré tout favorables, sauf pour le secteur financier – du moins en termes de volume, car les résultats en valeur y sont plutôt positifs.

Le STATEC table ainsi sur une progression du PIB de quelque 3.5% en 2017 et 4.5% en 2018, contre 4.8% pour chacune de ces années dans ses prévisions du printemps 2017. Cette expansion plus modérée ne remet pas en cause le diagnostic conjoncturel général: celui d'une reprise prolongée et relativement dynamique, qui arrive progressivement à maturité.

Inflations et salaires: les pressions conjoncturelles, encore faibles cette année, devraient s'intensifier

Au Luxembourg comme dans la zone euro, c'est avant tout la remontée des prix pétroliers tout au long de 2016 qui a fait progresser le taux d'inflation au début de 2017. D'autre part, l'inflation sous-jacente au Luxembourg s'est progressivement renforcée cette année de sorte que le taux global est revenu à un niveau proche de 2%.

À partir de la fin de 2017, une réduction substantielle du prix des crèches ralentira de manière passagère l'inflation, mais les fondamentaux économiques devraient continuer à l'alimenter tout au long de 2018. L'appréciation récente de l'euro ne suffirait pas à anéantir les pressions haussières issues des prix des matières premières. Néanmoins, en raison de la dissipation du fort effet de base haussier lié aux prix pétroliers et de la baisse du prix des crèches, l'inflation générale reculerait de 1.7% en 2017 à 1.4% en 2018.

La progression des salaires – comme celle de l'inflation sous-jacente – est renforcée en 2017 par la tranche indiciaire payée en janvier ainsi que par plusieurs effets haussiers à caractère exceptionnel. Le coût salarial moyen ralentirait en 2018 de 3.2 à 1.9%, suite à l'échéance plus tardive dans l'année de la tranche indiciaire (en 2017, elle était tombée en janvier alors qu'elle est prévue pour le 3^e trimestre en 2018). De façon plus générale, l'embellie conjoncturelle en zone euro devrait finir par entraîner une accélération graduelle des salaires, leur progression restant modérée pour le moment.

Une croissance de l'emploi légèrement supérieure à 3% par an jusqu'en 2018, accompagnée d'une baisse modérée du chômage

À l'image de la tendance générale relevée dans la zone euro, le marché du travail luxembourgeois se montre plus dynamique cette année. Ce sont les services aux entreprises qui y créent le plus de postes sur la première moitié de 2017 et ceci à tous les niveaux de qualification. En termes de résidence et de nationalité, la hausse profite à l'ensemble des salariés, mais ce sont les frontaliers français qui y contribuent le plus.

La croissance de l'emploi salarié s'est stabilisée à un peu plus de 3% en rythme annuel sur les derniers trimestres. La reprise semble gagner en maturité et le STATEC ne s'attend pas à une accélération supplémentaire, ni de l'activité, ni de l'emploi à court terme. Ainsi, la croissance de l'emploi plafonnerait en 2017 et 2018. Le chômage renoue avec sa tendance baissière sur la fin de 2017, après une stabilisation en milieu d'année. En 2018, il devrait poursuivre sa décrue à un rythme plus modéré, descendant à 5.7% en moyenne annuelle.

Un excédent budgétaire stable, proche de 1.5% du PIB cette année et en 2018

Les recettes fiscales et cotisations sociales progressent de façon soutenue en 2017, en dépit de nouvelles pertes en matière de TVA sur le commerce électronique et des allègements liés à la réforme fiscale. Sous les effets de la nouvelle tranche indiciaire et de l'encaissement massif d'arriérés d'impôts sur les sociétés, la croissance des recettes fiscales en 2017 – et des recettes publiques en général – devrait significativement dépasser celle de l'année dernière. Après 6% en 2017, leur progression devrait à nouveau se rapprocher en 2018 (avec 4%) de celle de 2016.

Côté dépenses, le profil est similaire: après 3.4% en 2016, il y aurait une accélération considérable en 2017 (à 6.5%), suivie d'une décélération en 2018 (à 4%). L'année 2017 se distingue par un plus fort impact de l'indexation et un accroissement significatif des investissements publics.

Suite aux recettes plus élevées que prévu pour 2017, le solde public devrait se maintenir au même niveau qu'en 2016 (à environ 1.5% du PIB), ce qui constitue une nette révision à la hausse par rapport à la prévision de printemps.



Conjoncture internationale

1

Le climat économique international devient plus porteur. Le commerce mondial est bien reparti à la hausse, les marchés financiers – qui avaient traversé une zone de dépression en 2016 – ont regagné en vigueur et les prix des matières premières tendent aussi à se redresser.

Par rapport aux prévisions du printemps 2017, la croissance prévue dans les économies avancées a été revue à la hausse. La zone euro, qui est un pôle partenaire majeur du Luxembourg, contribue significativement à ce revirement positif. La demande intérieure s'y est renforcée au-delà des attentes sur les derniers trimestres et des signaux plus positifs apparaissent aussi pour la demande extérieure. La dynamique économique de la zone euro non seulement se renforce, mais elle est aussi mieux partagée entre les différents États membres. D'autre part, elle prend un aspect de nature plus durable, sous l'effet notamment du redressement de l'investissement. Ce dernier manque cependant encore de ressort par rapport aux phases de reprise passées. La faible progression de l'inflation et des salaires confirme par ailleurs le caractère encore incomplet de cette reprise.

Tableau 1.1
Principales hypothèses internationales

	1990–2016	2016	2017	2018	2017	2018
Environnement international	Évolution en % (ou spécifié différemment)			Révisions (points de % ou spécifié différemment) ¹		
PIB zone euro (vol.)	1.5	1.8	2.2	2.0	0.3	0.2
Demande mondiale, biens (vol.)	4.6	3.9	4.4	5.0	-0.6	1.0
Demande mondiale, services (vol.)	4.6	1.9	3.1	4.0	-0.1	-0.2
Indice boursier européen EuroStoxx	4.6	-12.8	16.8	8.9	4.6	0.9
Prix PIB zone euro	2.0	1.0	1.3	1.4	-	-
Prix pétroliers (baril/USD)	47.4	43.6	54.1	61.0	1.5	8.8
Taux de change (EUR/USD)	.	1.11	1.13	1.18	-	0.1
Taux de chômage Grande Région (% de la pop. active)	8.9	9.1	8.6	8.5	-0.1	-0.1
Taux d'intérêt court terme EUR	4.0	-0.3	-0.3	-0.3	-	-
Taux d'intérêt long terme EUR	5.2	0.8	1.1	1.3	0.3	0.3

Source: STATEC (1990–2016: données observées; 2017–18: prévisions)

¹ Par rapport à la NDC 1–17, publiée le 30 mai 2017

L'économie mondiale est dans une phase de reprise. Cette année, l'expansion est bien mieux répartie entre les différentes régions du globe. Les perspectives de croissance émises par les organisations internationales à l'automne sont révisées à la hausse par rapport à celles du printemps dernier, surtout pour les économies avancées et en particulier pour celles de la zone euro.

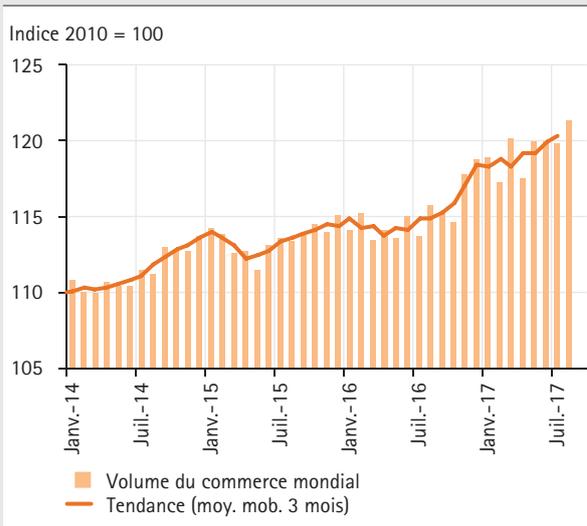
Une croissance plus ferme dans la zone euro

L'expression "croissance molle" a souvent été employée pour qualifier la reprise économique de la zone euro depuis la sortie de récession en 2013. Ce constat ne prévaut plus aujourd'hui. La dynamique d'expansion s'est nettement renforcée sur la période récente. Le PIB de la zone euro a progressé de 0.6% au 3^e trimestre 2017 (+2.5% sur un an), bien au-delà du rythme moyen de 0.4% enregistré sur les trois années écoulées. De plus, la croissance des trimestres précédents – qui ressortait initialement à 0.5% au 1^{er} et 0.6% au 2^e trimestre – a été revue à la hausse (et s'affiche maintenant à respectivement 0.6% et 0.7%). Une croissance plus forte donc, mais aussi mieux répartie entre les États membres. D'une part, l'Espagne et le Portugal bénéficient d'un phénomène de rattrapage. D'autres économies du sud comme l'Italie, et beaucoup plus récemment la Grèce, ont repris le chemin de la croissance mais sur une cadence encore modeste. D'autre part, l'écart de performance au sein du couple franco-allemand – les deux premières puissances économiques de la zone euro – s'est réduit, principalement grâce à une croissance plus vigoureuse dans l'Hexagone¹.

La composition de la croissance du PIB sur les derniers trimestres fait la part belle à la demande intérieure, en premier lieu à la consommation des ménages et, de plus en plus, à l'investissement. Cependant, des signes plus positifs apparaissent pour la demande extérieure, qui profite de l'accélération de la croissance mondiale et la reprise du commerce international (cf. graphique 1.1). La reprise en cours dans la zone euro apparaît ainsi de plus en plus auto-entretenu, c'est-à-dire qu'elle est capable de dégager des ressources qui permettent de financer une nouvelle accumulation de capital qui à son tour sera source de croissance. Cependant, cette reprise demeure incomplète à plusieurs égards. Le taux de chômage est repassé depuis peu sous sa moyenne de long terme, mais l'amélioration du marché du travail n'est pas encore suffisante pour impacter significativement à la hausse les prix et les salaires (cf. chapitre 3). De plus, la remontée des investissements reste encore modérée par rapport aux reprises antérieures.

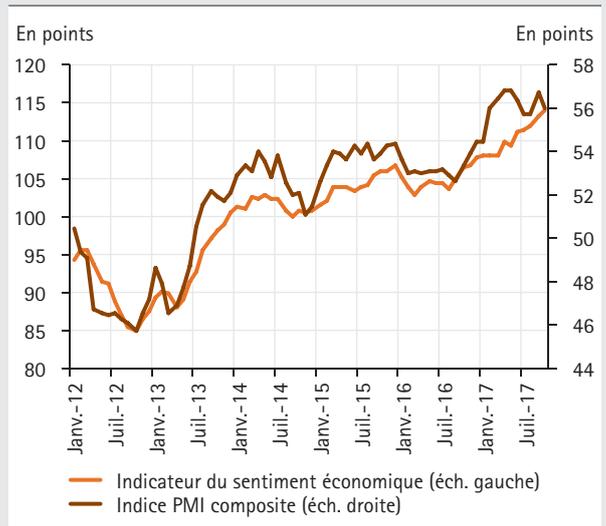
¹ Ce regain de croissance en France est principalement lié à la reprise récente du bâtiment (en crise sur les dernières années), de l'agriculture – qui avait beaucoup souffert des accidents climatiques en 2016 – et du tourisme (la menace terroriste avait considérablement pesé sur la fréquentation touristique l'année passée).

Graphique 1.1
Redressement du commerce mondial en 2017



Source: Centraal Planbureau (www.cpb.nl)

Graphique 1.2
Des indicateurs de confiance au beau fixe dans la zone euro



Sources: Commission européenne, Markit

L'investissement des ménages notamment reste poussif et la construction résidentielle encore déprimée. Dans ce domaine cependant, des signaux plus favorables émergent aussi: les prix de l'immobilier se redressent dans la majorité des pays de la zone euro (témoignant d'un renforcement de la demande par rapport à l'offre) et un optimisme croissant se dégage des enquêtes de conjoncture du secteur de la construction au cours des derniers trimestres. D'une manière générale d'ailleurs, les opinions des chefs d'entreprises – toutes branches confondues – et des ménages restent bien orientées jusqu'en octobre (ceci ressort notamment de l'indicateur du sentiment économique² et de l'indice PMI³), ce qui est de bon augure pour le dernier trimestre de l'année et le début de 2018.

Sur base de ces éléments, le STATEC table sur une croissance du PIB de la zone euro de 2.2% en 2017 et de 2.0% en 2018. Ces résultats sont très proches de ceux avancés par la Commission européenne et le Fonds monétaire international (FMI).

Un contexte financier plus favorable

La plupart des indices boursiers sont repartis à la hausse depuis le début septembre (cf. graphique 1.3) mais l'appréciation de l'euro reste encore un frein à la progression des cours des actions européennes. L'Euro Stoxx s'est valorisé de 3% depuis le 1^{er} septembre, permettant à l'indice de gagner 7% depuis le début de l'année. Le Dow Jones et le Nikkei ont progressé de respectivement 6% et 8% depuis le début de l'année. Aux États-Unis et en zone euro, les marchés financiers profitent depuis septembre des bons indicateurs d'activité des entreprises et des banques ainsi que des perspectives de normalisation des politiques monétaires (anticipations sur une nouvelle baisse des taux directeurs américains et une réduction des rachats d'actifs de la Banque centrale européenne). Une autre raison qui a soutenu l'indice boursier Euro Stoxx est le lancement de la réforme attendue du marché du travail en France.

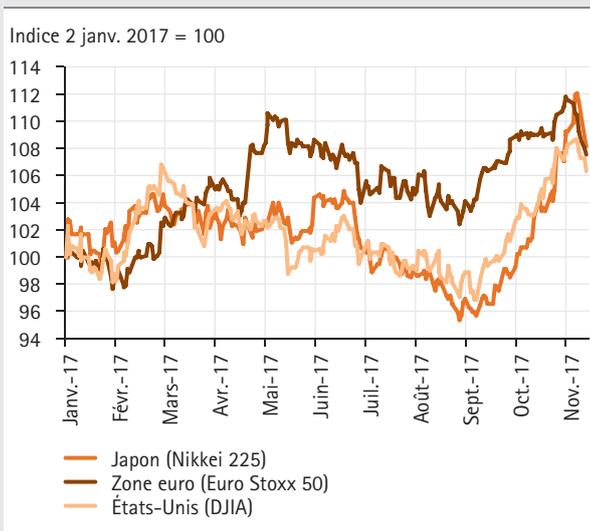
Les marchés financiers américains ont eux bénéficié des annonces sur la réforme fiscale et de la nomination de Jerome Powell à la tête de la Banque centrale américaine. Au Japon, les actions ont profité d'une conjoncture plus favorable et de la large victoire de Shinzo Abe aux élections législatives, permettant le maintien d'une politique monétaire très accommodante. Néanmoins, la hausse récente du yen pèse sur l'indice japonais depuis le début de novembre.

² L'indicateur de sentiment économique (ESI) est un indicateur composite dérivé des cinq indicateurs de confiance (industrie, construction, commerce de détail, services non financiers et consommateurs).

³ Indice des directeurs d'achats. Le seuil de 50 points correspond à la limite entre contraction et expansion de l'activité.

Graphique 1.3

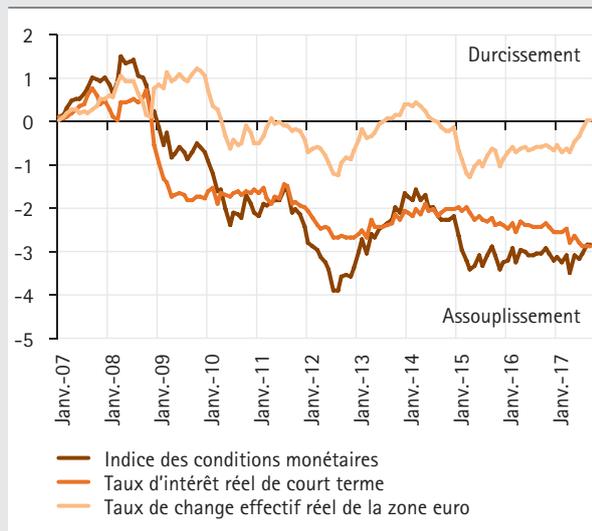
Une remontée récente sur les marchés d'actions



Source: Macrobond (données exprimées en euros)

Graphique 1.4

Un contexte de taux d'intérêt toujours très faibles en zone euro



Source: DG ECFIN

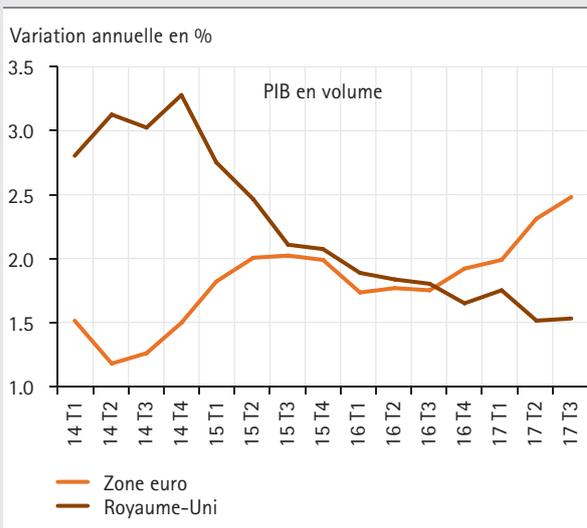
Les bonnes performances des marchés boursiers ont redonné confiance à tous les acteurs du secteur financier en zone euro. Depuis le début de l'année, ils sont bien plus optimistes sur l'évolution de leur résultat d'exploitation et de leurs bénéfices. L'indice de confiance des banques et des assureurs a même retrouvé son niveau d'avant-crise (en 2017 il atteint son plus haut niveau depuis 10 ans). Les perspectives des banques en termes d'emploi s'améliorent également depuis le mois d'août alors qu'elles étaient orientées à la baisse depuis le début de 2016.

Les marchés d'actions sont par ailleurs toujours favorisés par la faiblesse des taux d'intérêt et donc des rendements obligataires. Si les conditions monétaires en zone euro restent très accommodantes, elles se sont néanmoins légèrement durcies avec la remontée de l'euro (cf. graphique 1.4). Depuis le début du 2^e trimestre, il s'est apprécié de 10% face au dollar et de 6% face à 19 pays partenaires commerciaux. Cette tendance à la hausse du taux de change (due à l'amélioration de la conjoncture et la diminution des risques politiques) s'était interrompue de fin août à début novembre à cause des tensions politiques en Espagne et du discours toujours très accommodant de la Banque centrale européenne (BCE) lors de sa dernière réunion en octobre. Mais la monnaie unique a rebondi depuis suite à la remontée des anticipations d'inflation et au discours de plusieurs hauts responsables de la BCE qui ont exprimé leur souhait d'en finir avec l'assouplissement quantitatif⁴.

En 2018, la politique monétaire en zone euro devrait cependant rester accommodante. Si la BCE a décidé de réduire ses achats d'actifs de 60 à 30 Mia EUR par mois, les taux directeurs devraient demeurer inchangés. Les taux longs européens augmenteraient quant à eux marginalement en 2018. Concernant les marchés boursiers, le STATEC révisé légèrement vers le haut ses hypothèses de progression de l'indice Euro Stoxx, tablant sur une hausse de 17% en 2017 (contre 12% dans la prévision du printemps dernier), et un gain proche de 10% en 2018.

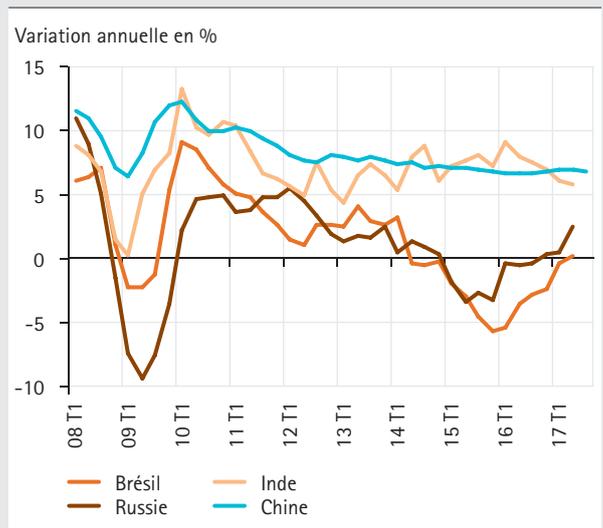
⁴ En mars 2015, la BCE a commencé à acheter des actifs auprès des banques commerciales dans le cadre de ses mesures non conventionnelles de politique monétaire. Ces achats d'actifs sont connus sous le nom d'"assouplissement quantitatif" et visent à stimuler la croissance économique dans la zone euro et ramener le taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de, 2%.

Graphique 1.5
La zone euro reprend l'avantage sur le Royaume-Uni



Source: Eurostat

Graphique 1.6
Sortie de récession pour la Russie et le Brésil



Source: Macrobond

Un relâchement au Royaume-Uni

Depuis la fin de 2016, la croissance économique est plus forte dans la zone euro qu'au Royaume-Uni. Le ralentissement de l'économie britannique n'est pas nouveau en soi. Il avait commencé dès 2015, donc bien avant les résultats du référendum sur le Brexit. Ce qui est plus récent, c'est que le Royaume-Uni ne semble pas profiter de l'amélioration de la conjoncture économique actuellement relevée à l'échelle européenne et mondiale. Sur les derniers trimestres, le ralentissement de la consommation des ménages a plombé l'évolution du PIB.

Deux raisons expliquent cette tendance: la confiance des consommateurs s'est repliée et l'inflation a augmenté fortement, surtout l'inflation importée, dans le sillage de la dépréciation de la livre sterling. L'investissement a davantage contribué à la croissance sur les derniers trimestres, mais sa progression s'est modérée depuis 2016, en particulier parce que les entreprises freinent leurs dépenses. L'affaiblissement de la demande intérieure est en partie compensé par la demande extérieure nette. Cette dernière profite de la hausse des exportations de biens (en lien avec la reprise mondiale et la dépréciation de la monnaie) et du fléchissement des importations (qui découle de celui de la demande intérieure).

Regain de croissance aux États-Unis et au Japon

La croissance s'est intensifiée aux États-Unis. Après +1.5% sur l'ensemble de 2016, le PIB évolue sur un rythme annuel légèrement supérieur à 2% sur les trois premiers trimestres de l'année. L'impact des ouragans en août et septembre a fait que les créations d'emploi accusent un certain ralentissement au 3^e trimestre, mais le chômage a poursuivi sa baisse et ce malgré la récente remontée du taux d'activité. Celui-ci avait continuellement diminué depuis la crise de 2008-2009. À l'instar des économies européennes, la hausse des salaires demeure faible par rapport aux reprises précédentes, de même que l'inflation sous-jacente. Celle-ci avait rejoint la cible des 2%, mais s'est rétractée sur les derniers mois. Les entreprises d'exploitation pétrolière profitent par ailleurs de la remontée progressive du prix de l'or noir (l'impact de ce phénomène est encore plus important pour un pays comme le Canada).

Tableau 1.2
Prévisions de la Commission européenne

	PIB à prix constants			Prix implicites à la consommation privée			Nombre de chômeurs			Solde de la balance des paiements courants		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
	Variation en %			En % de la pop. active			En % du PIB					
Belgique	1.7	1.8	1.7	1.8	1.3	1.4	7.3	7.0	6.8	-1.0	-1.1	-0.9
Allemagne	2.2	2.1	2.0	1.7	1.5	1.6	3.7	3.5	3.2	7.8	7.5	7.2
Irlande	4.8	3.9	3.1	0.6	0.8	1.0	6.1	5.5	5.3	2.9	2.5	2.3
Grèce	1.6	2.5	2.5	1.1	0.8	1.1	21.8	20.4	18.7	-0.2	0.4	1.0
Espagne	3.1	2.5	2.1	1.6	1.2	1.4	17.4	15.6	14.3	1.7	1.9	1.9
France	1.6	1.7	1.6	0.9	1.2	1.5	9.5	9.3	8.9	-3.0	-2.8	-2.6
Italie	1.5	1.3	1.0	1.4	1.2	1.5	11.3	10.9	10.5	2.5	2.5	2.3
Luxembourg ¹	3.4	3.5	3.3	1.7	2.4	1.9	6.1	5.9	6.0	4.6	4.8	4.7
Pays-Bas	3.2	2.7	2.5	1.6	1.5	2.7	4.8	4.0	3.5	9.1	8.7	8.4
Autriche	2.6	2.4	2.3	2.0	1.7	1.8	5.6	5.5	5.4	2.2	2.9	3.7
Portugal	2.6	2.1	1.8	1.5	1.5	1.5	9.2	8.3	7.6	0.1	0.2	0.2
Finlande	3.3	2.7	2.4	1.0	1.4	1.6	8.6	8.3	8.0	-1.1	-0.3	0.4
Danemark	2.3	2.0	1.9	1.2	1.6	1.9	5.9	5.6	5.5	8.4	8.3	8.2
Suède	3.2	2.7	2.2	1.9	2.0	2.2	6.6	6.4	6.3	4.9	5.0	5.1
Royaume-Uni	1.5	1.3	1.1	2.5	2.4	1.8	4.5	4.7	4.8	-5.1	-4.6	-4.4
UE28	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6	1.7	7.8	7.3	7.0	1.4	1.4	1.4
Zone euro	2.2	2.1	1.9	1.4	1.3	1.6	9.1	8.5	7.9	3.0	3.0	3.0
États-Unis	2.2	2.3	2.1	1.7	2.2	2.2	4.5	4.3	4.1	-2.7	-2.8	-2.9
Japon	1.6	1.2	1.0	0.0	0.4	0.9	2.9	2.8	2.7	3.9	4.1	4.0

¹ Les prévisions de la Commission européenne pour le Luxembourg peuvent diverger de celles du STATEC.
Source: Commission européenne 09.11.2017

Au Japon, la croissance devrait s'élever autour de 1.5% cette année, elle aussi plus vigoureuse qu'en 2016 (+1%), avec une contribution majeure de la demande intérieure. Les profits des entreprises nippones se sont bien redressés depuis le début de 2016. Malgré le déclin démographique, le marché du travail profite d'un net renforcement de la participation des femmes. Les salaires progressent modestement cette année. En 2015 ils avaient augmenté de 2.4% et en 2016 de 2.1%. L'investissement – grâce entre autres à la préparation des jeux olympiques de 2020 – devrait prendre progressivement le relais sur la consommation.

Du mieux pour les pays émergents

Les économies émergentes ont regagné de la vigueur, suite notamment à la chute des prix de matières premières – surtout du pétrole, des minerais et du charbon – des années passées. Leur croissance devrait s'intensifier cette année et l'année prochaine, mais pas au-delà des prévisions du printemps dernier. Les prévisions ont certes été revues à la hausse pour la Chine et la Russie, mais cet effet se voit compensé par de moins bonnes perspectives à court terme pour l'Inde, où les réformes structurelles en cours pèsent plus que prévu sur l'activité.

Les prix des matières premières ont repris une tendance légèrement ascendante depuis le début de 2016. Ce mouvement concerne notamment le prix du pétrole, qui – après un certain répit au 1^{er} semestre 2017 – a repris une allure croissante. Le STATEC revoit ainsi ses hypothèses à la hausse dans ce domaine, avec un baril de Brent à 54 USD en 2017 et 61 USD en 2018.

Des risques plus équilibrés à court terme

Les perspectives économiques pour 2017 et 2018 sont comme à l'accoutumée entourées de risques, mais ceux-ci apparaissent relativement équilibrés par rapport au printemps 2017, où les risques baissiers prévalaient.

D'un côté, la dynamique conjoncturelle pourrait se renforcer davantage et entraîner des révisions à la hausse de la croissance prévue. Surtout la bonne situation aux USA – en partie sur fond de la réforme fiscale projetée pour 2018 – pourrait entraîner une dynamique encore plus forte au niveau mondial et par conséquent également en Europe. En revanche, la forte croissance anticipée pour 2018 aux États-Unis n'est qu'une projection. Il y a des discussions politiques sur la mise en œuvre de la réforme fiscale concernant son financement et l'ampleur de l'allègement. Par ailleurs, ce projet de réforme fiscale inclut des éléments à caractère protectionniste, comme une surtaxe de 20% aux frontières sur les produits fabriqués à l'étranger.

Les risques politiques apparaissent moins négatifs en Europe. Celui d'un éclatement de la zone euro en particulier s'est considérablement réduit à la suite des résultats électoraux dans plusieurs États membres. Néanmoins, ces élections ont dans l'ensemble confirmé un renforcement des forces politiques nationalistes, indépendantistes et isolationnistes, à l'image de celles qui au Royaume-Uni ont œuvré en faveur du Brexit. Il est encore difficile d'appréhender les risques qui entourent cet événement: après de longues réunions entre officiels de l'Union européenne et de Grande-Bretagne, un plan pour une transition ordonnée fait toujours défaut. En dehors de l'Europe, la montée des tensions entre les États-Unis et la Corée du Nord, située à deux pas de la frontière sino-russe, pourrait avoir de graves conséquences à l'échelle mondiale.

Du côté de la sphère financière, le niveau élevé de l'endettement dans certaines régions demeure un facteur d'instabilité. La valorisation relativement élevée des actions, aux États-Unis en particulier, fait également peser le risque d'une correction boursière marquée.



Activité économique - évolution récente et prévisions

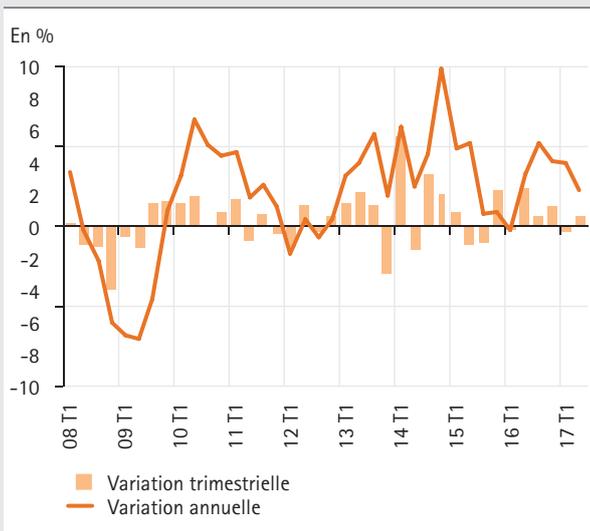
2

Après une baisse au 1^{er} trimestre, le PIB rebondit de 0.6% au 2^e trimestre 2017. En glissement annuel, il conserve sur l'ensemble du 1^{er} semestre 2017 un rythme de quelque 3%, comparable à celui de 2015 et 2016 sur base des nouvelles données annuelles. Ces dernières ont été revues à la baisse, indiquant un sentier d'expansion relativement décevant par rapport à la bonne tenue d'autres indicateurs conjoncturels.

Ces nouvelles données annuelles expliquent en grande partie la révision à la baisse des prévisions de croissance pour 2017 et 2018. Mais les trajectoires relevées sur base des indicateurs trimestriels déjà disponibles sur 2017 y contribuent aussi. Pour bon nombre de ces indicateurs, les tendances relevées sont malgré tout favorables, sauf pour le secteur financier – du moins en termes de volumes, car les résultats en valeur y sont plutôt positifs.

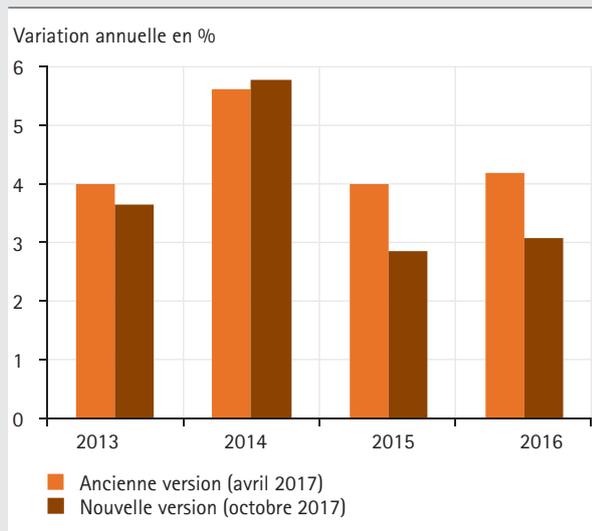
Le STATEC table ainsi sur une progression du PIB de quelque 3.5% en 2017 et 4.5% en 2018, contre 4.8% pour chacune de ces années dans ses prévisions du printemps 2017. Cette expansion plus modérée qu'escompté ne remet pas en cause le diagnostic conjoncturel général: celui d'une reprise prolongée et relativement dynamique, qui arrive progressivement à maturité.

Graphique 2.1
Une croissance volatile, proche de 3% en rythme annuel en 2017



Source: STATEC (Comptes nationaux, données cvs)

Graphique 2.2
La croissance du PIB revue à la baisse en 2015 et 2016



Source: STATEC

Rebond du PIB au 2^e trimestre 2017, après un trou d'air en début d'année

Après une baisse de 0.4% au premier trimestre, le PIB en volume du Luxembourg a progressé de 0.6% au cours du 2^e trimestre 2017 (+2.2% sur un an). Cette hausse est principalement liée à celle de la valeur ajoutée des activités financières (+3.4% sur un trimestre), des services d'information et communication (+4.7%) et de la construction (+4.9%). Ces trois branches se trouvent pourtant dans des situations très diverses.

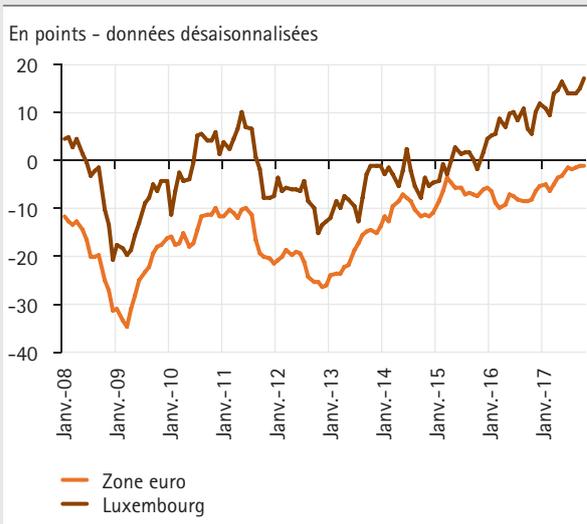
Pour le secteur financier, le rebond du 2^e trimestre intervient après un dévissage prononcé au 1^{er} (-6.5% sur un trimestre). En volume, la performance réalisée sur l'ensemble des 6 premiers mois de 2017 est en recul de 1.6% par rapport à l'année précédente. À prix courants, le secteur financier affiche cependant une hausse de 2.8% sur la même période, notamment grâce à l'évolution positive des marchés financiers. Pour la construction, le très bon résultat du 2^e trimestre vient également rattraper un 1^{er} trimestre exceptionnellement faible. L'activité dans la construction reste bien orientée en tendance, sans connaître toutefois une dynamique aussi forte que celle des services d'information et communication, qui affichent un rythme de croissance à deux chiffres depuis la mi-2014 (l'emploi y progresse également plus rapidement que dans la plupart des autres branches).

La croissance de 2015 et 2016 revue à la baisse

Le profil trimestriel du PIB luxembourgeois étant empreint d'une forte volatilité, il convient d'apprécier ces résultats en se focalisant sur les tendances. Sur la première moitié de 2017, l'économie luxembourgeoise progresse de quelque 3% en rythme annuel. Cette cadence correspond à celle des deux années précédentes, pour lesquelles les données ont été revues à la baisse dans le cadre de la procédure annuelle de révision des comptes nationaux. La croissance du PIB pour 2015 est ainsi révisée à 2.9% (contre 4.0% précédemment) et celle de 2016 à 3.1% (contre 4.2%).

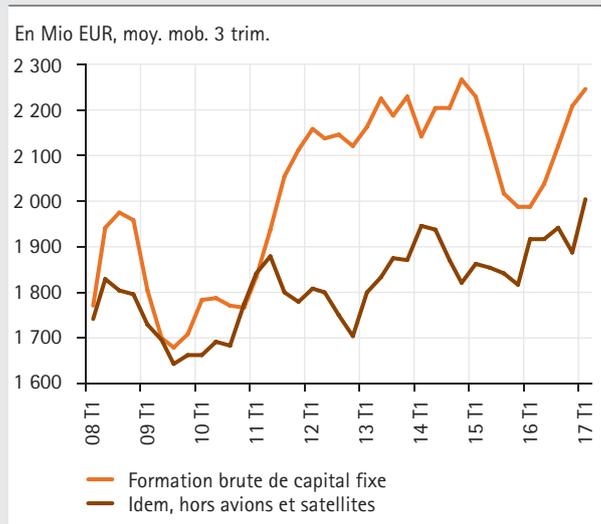
Cette révision provient principalement de l'intégration de nouvelles informations disponibles sur une base annuelle et relatives à l'année 2015. Ceci affecte aussi dans un sens défavorable les estimations de 2016. Les révisions à la baisse concernent un nombre limité d'entreprises du commerce et de l'information et communication – relevant a priori de phénomènes à caractère isolé – ainsi que du secteur financier (en 2016).

Graphique 2.3
La confiance des consommateurs au plus haut



Sources: BCL, Commission européenne

Graphique 2.4
Bonne tenue de l'investissement



Source: STATEC (données en volume, désaisonnalisées)

Ce rythme de croissance de 3% depuis 2015 reste appréciable dans la comparaison européenne, mais il s'avère décevant du point de vue luxembourgeois. En effet, il induit un ralentissement significatif après les résultats de 2013 et 2014 (+3.7% et +5.8%) qui contraste avec la tendance dessinée par d'autres indicateurs conjoncturels. Les résultats des enquêtes de conjoncture auprès des ménages et des entreprises par exemple ont eu tendance à s'améliorer au cours des années récentes et l'emploi a accéléré, conduisant le chômage à baisser à partir de la mi-2014. En outre, le contexte économique européen – avec lequel celui du Luxembourg est généralement synchrone – a progressivement gagné en dynamisme. Ces éléments sont importants pour le diagnostic conjoncturel, à côté des seuls chiffres du PIB – et notamment ceux de 2016 qui reposent encore largement sur des estimations.

Un meilleur profil pour la consommation des ménages et des dépenses d'investissement bien orientées

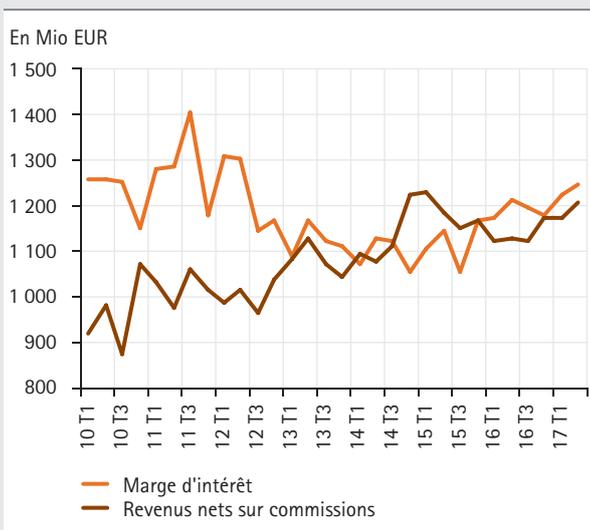
La nouvelle version des comptes nationaux débouche sur un meilleur profil pour la consommation des ménages¹. Sa progression était étonnamment basse pour 2016² dans la version précédente (+1.0%), mais elle ressort maintenant à +2.4%. Cette hausse demeure cependant modérée, dépassant de peu la croissance de la population. Elle reste encore plus modérée au début de 2017 (+1.4% sur un an au 1^{er} semestre), mais il faut prendre ce résultat avec circonspection considérant le degré de révision observé sur cet agrégat. Les fondamentaux plaideraient en tous cas pour une consommation plus dynamique cette année, considérant notamment l'indexation en début d'année, les retombées de la réforme fiscale, l'amélioration de la situation sur le marché du travail ou encore la nette amélioration de la confiance.

Du côté des investissements, la tendance récente est plus que favorable avec une hausse de 12% sur un an en volume au 1^{er} semestre 2017. Hors avions et satellites, ils progressent de presque 4% sur la même période, en lien principalement avec la hausse des dépenses en matériel ferroviaire roulant et en autres machines et équipements. Les acquisitions d'avions et de satellites observées et encore prévues pour cette année sont relativement conséquentes et viendront rehausser la performance de l'investissement global.

¹ Dans l'optique dépenses du PIB, l'investissement a par contre été révisé à la baisse (en 2015) de même que la contribution extérieure des échanges, surtout pour ceux de biens (2015 et 2016) et de services financiers (2016).

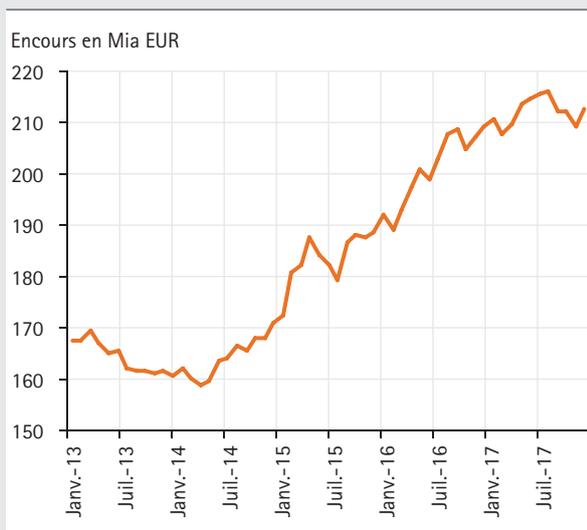
² Cf. l'étude "Une consommation des ménages encore timide", Note de Conjoncture 1-17, STATEC, pp. 43-48.

Graphique 2.5
Principaux revenus des banques en hausse



Source: BCL (données désaisonnalisées)

Graphique 2.6
Recul des crédits à la clientèle privée non bancaire au 3^e trimestre



Source: BCL

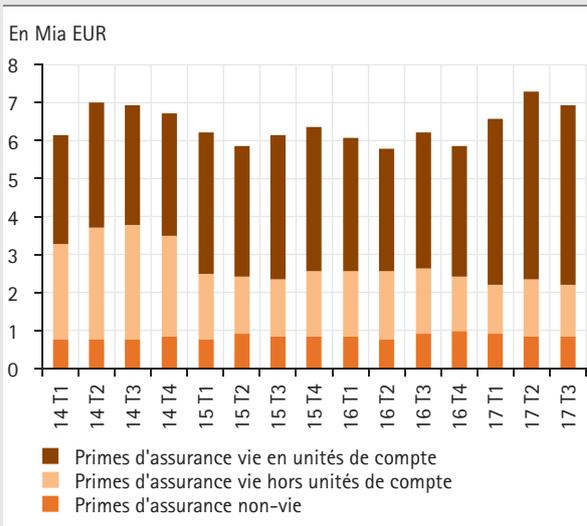
Secteur financier: des résultats relativement satisfaisants

Grâce à un contexte boursier favorable (cf. chapitre 1), les commissions des banques luxembourgeoises ont progressé de 5.6% sur le premier semestre 2017 par rapport à l'année précédente (en particulier sur leurs activités de gestion d'actifs aux clients privés et institutionnels). La marge d'intérêts a également progressé pour la moitié des banques sur les six premiers mois de l'année (+5%), portée par une hausse du volume de crédits accordés et l'application par certaines banques de taux d'intérêt négatifs sur les dépôts de leurs clients (cf. étude 6.2). Par ailleurs, l'appréciation de l'euro a permis d'accroître leurs revenus sur les opérations de change qui sont repartis à la hausse (+32.4%) après 1 an de recul.

Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire au Luxembourg, la majorité des banques a assoupli ses critères d'octroi et diminué ses marges sur les crédits immobiliers sous la pression concurrentielle des autres banques. Leurs efforts ont permis de relancer la demande pour ce type de crédit aux 2^e et 3^e trimestres 2017 (hausse des encours de crédits immobiliers de 7.4% au 3^e trimestre par rapport à l'an passé, +6.2% sur l'ensemble des crédits aux ménages). En revanche, les critères d'octroi de crédits aux entreprises n'ont pas changé depuis le début de 2016 et les encours sur ce type de crédits ont diminué de 1.4% dans le bilan des banques au 3^e trimestre. Mais il faut nuancer ce chiffre. Ce recul concerne uniquement les crédits accordés aux sociétés non financières hors Luxembourg (qui ont diminué de 5.1%), alors que les crédits aux entreprises résidentes ont progressé de 13.1%.

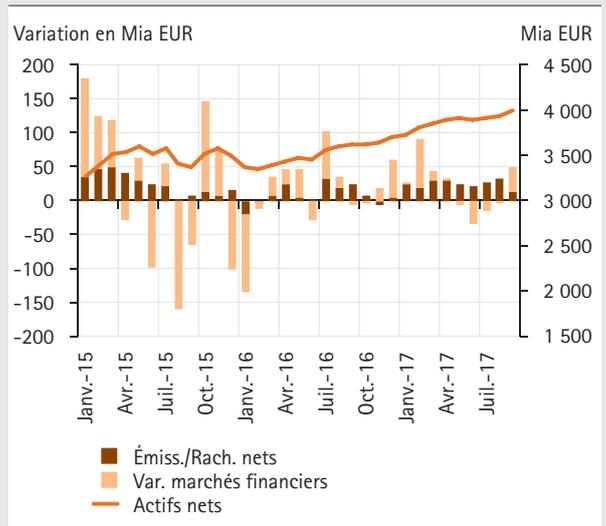
Les primes encaissées par les compagnies d'assurances connaissent une progression soutenue depuis le début de l'année avec une hausse de 12.6% au 3^e trimestre par rapport à l'an passé (soit 14.9% de progression sur les 9 premiers mois de l'année). Cette performance s'explique par une forte croissance des primes reçues pour les produits d'assurance vie en unité de compte depuis janvier (+38.2% par rapport à l'an passé) qui ont été privilégiés dans un contexte de taux faibles, contrairement aux produits à rendement garanti (-21.6%). Les primes d'assurance non-vie ont légèrement progressé (+4.3% sur un an).

Graphique 2.7
Expansion des primes d'assurance vie sur les produits en unités de compte



Source: Commissariat aux Assurances (données désaisonnalisées)

Graphique 2.8
Les OPC poursuivent leur croissance



Source: CSSF

Les actifs sous gestion des organismes de placement collectif (OPC) au Luxembourg continuent de progresser avec une hausse de 10% au 3^e trimestre par rapport à l'an passé (+12% sur les trois premiers trimestres)³. Si leurs actifs ont uniquement augmenté grâce aux investissements nets de mai à août, c'est le récent rebond des marchés boursiers qui a permis une valorisation des actifs en septembre, en particulier pour les OPC à actions européennes, américaines et japonaises.

Le Luxembourg, qui est le premier centre de banque privée de la zone euro et le deuxième plus grand centre de fonds d'investissement mondial⁴, est susceptible de voir le Brexit influencer sur son développement. Les sociétés britanniques qui souhaitent proposer librement leurs services financiers à la clientèle de l'UE pourraient profiter de l'expérience des régulateurs luxembourgeois sur la surveillance des activités à l'international des banques (qui représentaient 71% de leurs encours de crédits en 2016 dont 41% en zone euro) et des assurances (avec plus de 75% des primes annuelles totales). Selon les décomptes, dont celui effectué par KPMG⁵ en juin, pas moins de 28 sociétés financières ont annoncé vouloir s'établir au Grand-Duché depuis le référendum du 23 juin 2016 sur le Brexit. Parmi elles, on compte 12 gestionnaires d'actifs et banques d'investissements, 9 assurances, 5 banques et 2 Fintechs. Selon EY⁶, six compagnies ont bien confirmé qu'elles déplaceraient des activités et/ou des employés au Grand-Duché. Le Luxembourg se classerait alors en troisième position sur les relocalisations dues au Brexit, derrière Dublin et Francfort (13 et 12 relocalisations respectivement).

Des performances inférieures aux attentes dans l'industrie

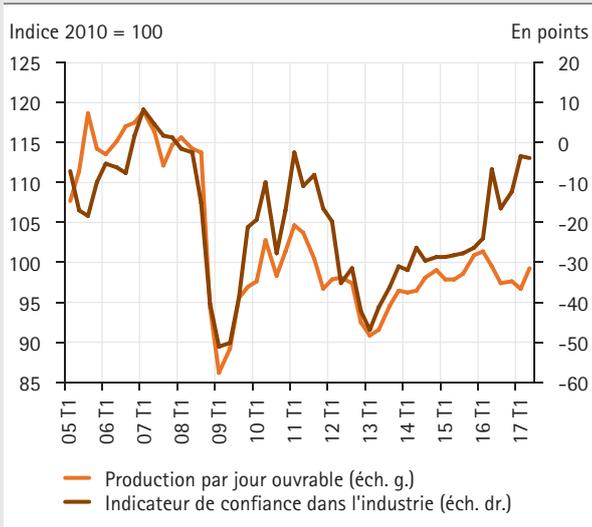
Sur les 8 premiers mois de l'année, la production industrielle recule de 0.5% par rapport à l'année passée, un résultat qui contraste avec la performance de la zone euro sur la même période (+2.4%). Ce repli est d'autant plus surprenant que la confiance des industriels du Luxembourg s'est significativement renforcée depuis le printemps 2016. Elle est positivement influencée par ses trois composantes, à savoir les opinions relatives aux carnets de commandes, au niveau des stocks et aux perspectives d'évolution de la production.

³ Les sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR) ne sont pas prises en compte ici (ayant seulement été introduites en décembre 2016 dans les données publiées par la CSSF). En incluant les résultats des SICAR, les actifs sous gestion des OPC ont dépassé la barre des 4 000 Mia EUR en septembre (avec 4 037 Mia EUR exactement).

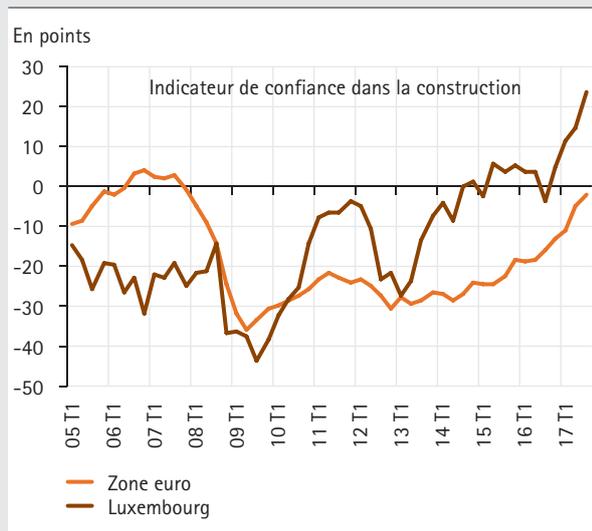
⁴ Cf. <https://www.luxembourgforfinance.com/fr/pourquoi-le-luxembourg/pourquoi-le-luxembourg>

⁵ Cf. KPMG (2017), "On the Brexit Journey – Brexit transformation agenda".

⁶ Cf. EY (2017), "The EY FS Brexit Tracker": <http://www.ey.com/gl/en/industries/financial-services/fso-eu-referendum-brexit#>

Graphique 2.9**La confiance des industriels remonte, mais la production ne suit pas**

Source: STATEC

Graphique 2.10**Un contexte très porteur pour la construction**

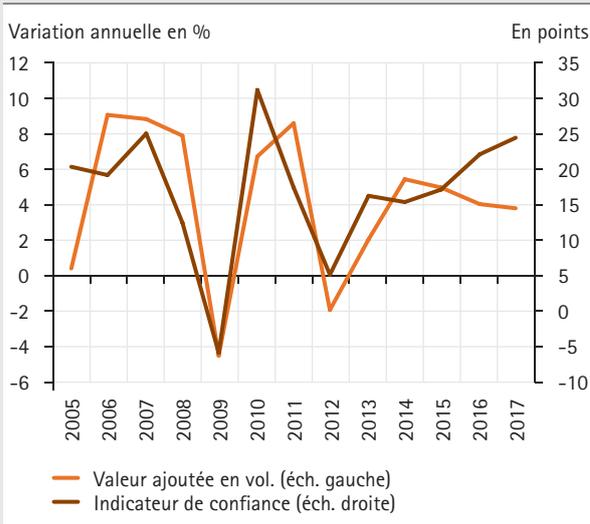
Source: Eurostat

Le jugement des industriels sur la tendance récente de la production a par contre évolué négativement sur cette période. On est donc face à un décrochage entre production attendue (à la hausse) et production constatée (à la baisse), mais il est probable que celui-ci soit temporaire étant donné que les deux sont bien corrélés historiquement. Depuis le début de 2016 jusqu'à l'été 2017, la production affiche en fait un profil en V, avec une tendance baissière au cours de l'année passée mais une remontée depuis le début de 2017. Cette dernière est liée principalement à une production plus intensive dans les domaines des matériaux de construction, des produits métalliques et – plus récemment – de la sidérurgie. On peut attendre de meilleurs résultats pour l'industrie luxembourgeoise, notamment parce que plusieurs entreprises de la branche ont annoncé depuis 2016 des investissements importants et parce que le contexte industriel européen bénéficie d'un climat bien plus porteur (avec des prix à la production qui repartent à la hausse, un phénomène qui vaut également au Luxembourg).

Un contexte toujours favorable pour la construction

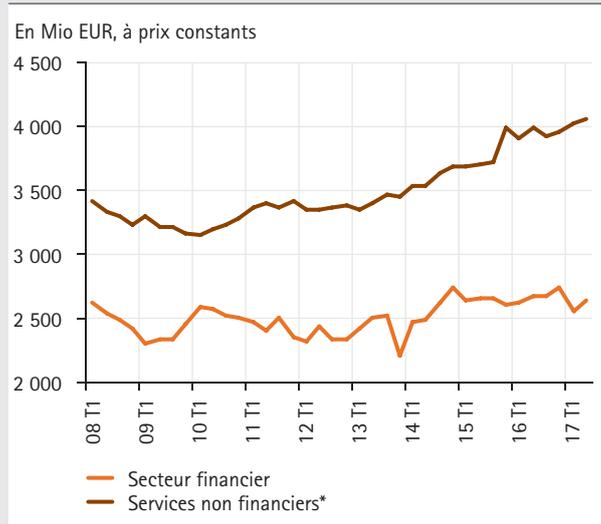
L'activité dans la construction a souffert des conditions climatiques très défavorables au début de 2017 (baisse de la production de 18% sur un an en janvier), mais elle s'est normalisée par la suite et a rejoint le chemin de la hausse. Les enquêtes de conjoncture témoignent d'une confiance des entrepreneurs exceptionnellement élevée actuellement. La demande en logements exerce une pression croissante sur les prix de vente, qui continuent à accélérer. Sur la première moitié de 2017, ils augmentent de 6.5% sur un an, après une hausse déjà remarquable de 6.0% en 2016. Après une certaine stabilisation de 2014 jusqu'à la mi-2016, le nombre de transactions est reparti à la hausse (+14% sur un an au 1^{er} semestre 2017). Les prix des logements se redressent significativement aussi dans la zone euro (+4% environ sur un an au 1^{er} semestre 2017), tout comme le moral des acteurs du secteur – plongés dans une grosse déprime de 2009 à 2015.

Graphique 2.11
La confiance demeure élevée dans les services non financiers



(2017: moyenne sur 2 trim. pour VAB et 3 trim. pour confiance)
Source: STATEC

Graphique 2.12
Une valeur ajoutée mieux orientée dans le non-financier



* Commerce, Transports, Horeca, Information et communication, Activités immobilières et Services aux entreprises.
Source: STATEC

Les services non financiers restent sur une bonne dynamique

Les dirigeants de sociétés de services non financiers⁷ se montrent moins optimistes depuis le début de 2017, d'une part vis-à-vis de la situation de leur entreprise et d'autre part – plus récemment – sur l'évolution de la demande. L'indicateur de confiance de ce secteur demeure cependant élevé, à un niveau encore supérieur au 3^e trimestre à celui des trois années précédentes, pendant lesquelles les activités de services non financiers avaient relativement bien performé⁸. Les services relatifs à l'information et communication et au commerce sont les plus dynamiques cette année en termes de valeur ajoutée. Pour les premiers, c'était déjà le cas en 2015 et 2016, notamment pour les entreprises de services informatiques. Les services relatifs au commerce quant à eux se redressent après deux années de baisse.

En revanche, les services aux entreprises contribuent très modestement à la croissance au 1^{er} semestre 2017, mais ceci résulte surtout d'un effet de base. L'activité avait été exceptionnellement élevée dans ce domaine au début de 2016 et il y a lieu d'attendre de leur part un meilleur soutien à l'expansion sur la deuxième partie de l'année. Dans la zone euro, la confiance dans les services non financiers s'est stabilisée sur les premiers mois de l'année, après une nette remontée au 2^e semestre 2016. Depuis juin, elle a repris une tendance ascendante. Que ce soit au Luxembourg ou dans la zone euro, les chefs d'entreprises du secteur tendent à revoir à la hausse leurs perspectives en matière de prix de vente. Pour ceux de la zone euro, l'enquête PMI (*purchasing managers index*) signale une progression plus prononcée du côté des prix à la production que sur les coûts des intrants, témoignant d'une pression plus forte de la demande.

Une révision à la baisse des prévisions essentiellement due à celle des données observées

Le STATEC prévoit une hausse du PIB en volume d'environ 3.5% en 2017 et une légère accélération, à quelque 4.5%, en 2018. Ces prévisions traduisent une révision à la baisse par rapport à celles de la NDC 1-2017. Mais elles ne mettent pas en cause le diagnostic conjoncturel général qui est celui d'une reprise prolongée et dynamique – mais un peu moins qu'anticipé au printemps – arrivant progressivement à maturité.

⁷ L'appellation "services non financiers" fait ici référence aux branches suivantes: Transports, Horeca, Information et communication et Services aux entreprises.

⁸ Les services non financiers ont enregistré une croissance de la valeur ajoutée en volume de presque 5% par an de 2014 à 2016, contre 3.5% par an pour l'ensemble de l'économie.

Tableau 2.1
Principales évolutions macro-économiques

	1995–2016	2016	2017	2018	2017	2018
	Évolution en % (ou spécifié différemment)				Révisions (points de % ou spécifié différemment) ¹	
<i>Principaux agrégats</i>						
PIB valeur (mia EUR)	.	53.00	55.76	59.11	-1.62	-2.19
Idem, évolution en %	5.9	1.7	5.2	6.0	-0.7	-0.8
RNB (mia EUR)	.	36.05	36.65	38.09	-0.32	-0.72
Idem, évolution en %	4.4	4.4	1.7	4.0	-2.9	-1.0
PIB potentiel (vol.) ²	3.5	3.2	3.2	3.2	-0.2	-
Écart de production (en % du PIB pot.) ²	0.0	-1.5	-1.4	-0.2	-2.6	-3.0
PIB (en vol.)	3.5	3.1	3.4	4.4	-1.4	-0.4
Emploi total intérieur	3.2	3.0	3.3	3.2	-	-0.2
Taux de chômage (% de la pop. active, déf. ADEM)	4.3	6.4	6.0	5.7	0.1	0.1
Indice des prix à la consommation (IPCN)	1.9	0.3	1.7	1.4	-0.1	-0.3
Échelle mobile des salaires	1.8	0.0	2.5	1.0	-	-0.5
Coût salarial nominal moyen	2.8	0.7	3.2	1.9	-0.3	-0.5
<i>Finances publiques³</i>						
Recettes totales	6.0	3.9	6.1	4.0	2.4	-1.7
Dont: impôts ⁴	6.3	4.6	6.2	4.1	2.5	-1.7
Dépenses	6.1	3.4	6.5	3.8	-	-1.2
Capacité/besoin de financement (% du PIB)	1.9	1.6	1.5	1.5	1.0	0.8

¹ Par rapport à la NDC 1-17, publiée le 30 mai 2017

² Synthèse des cinq méthodes de calcul, cf. NDC 1-2014, pp. 115-116

³ Prévisions du STATEC

⁴ Impôts directs, indirects et cotisations sociales effectives

Source: STATEC (1995-2016: données observées; 2017-18: prévisions)

La révision à la baisse est d'environ 1 point de % pour 2017 et d'un demi-point pour 2018. La raison principale est une correction à la baisse des chiffres des comptes nationaux observés relatifs à 2015 et surtout 2016 (cf. ci-avant), en particulier dans le secteur financier. S'y ajoute que sur le début de 2017, la croissance du PIB trimestriel est de 3% en volume ce qui est incompatible avec une hausse de près de 5% pour l'année dans son ensemble, telle que prévue il y a 6 mois.

Dans le secteur financier, la révision à la baisse des données observées pour 2016 et pour le début 2017 a pour conséquence un acquis de croissance⁹ largement négatif pour 2017. En effet, en avril 2017, l'acquis de croissance pour la valeur ajoutée brute (VAB) en volume du secteur financier pour 2017, sur base des données incluant le dernier trimestre 2016, se situait à +3.7%. En revanche, sur base des données les plus récentes incluant le deuxième trimestre 2017, il descend à -1.8%. Ce très fort revirement est la principale raison de la correction importante sur la prévision de croissance du PIB pour 2017. Pour rappel: la hausse prévue du PIB en volume passe de +4.8% à +3.4%. Pour 2018, la correction à la baisse sur le PIB en volume est de l'ordre de moins d'un demi-point, donc plutôt négligeable.

Mise à part la faiblesse – passagère? – du secteur financier, tous les voyants sont au vert

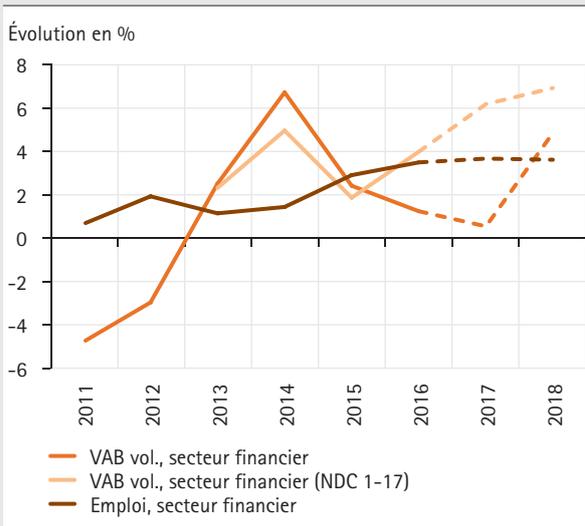
La révision à la baisse de la croissance dans le secteur financier en 2016 est en partie liée à une baisse des exportations de services financiers, essentiellement due à un repli de l'indice boursier Euro Stoxx 50, et une marge d'intermédiation, c'est-à-dire le résultat des banques sur leur activité de prêt, peu dynamique. Au début de 2017, ces mêmes exportations de services financiers continuent de peiner, mais le dynamisme des marchés financier depuis septembre 2017 et la bonne tenue générale de la conjoncture européenne et internationale prévue pour 2018 devraient soutenir les principaux indices boursiers, et ainsi également les exportations de services financiers du Luxembourg (+6% à nouveau en 2018).

L'activité dans les autres branches privées a également été revue à la baisse sur base des données historiques de 2016, mais moins que dans le secteur financier (d'environ 1.5 point, contre 2.5 points pour le secteur financier¹⁰).

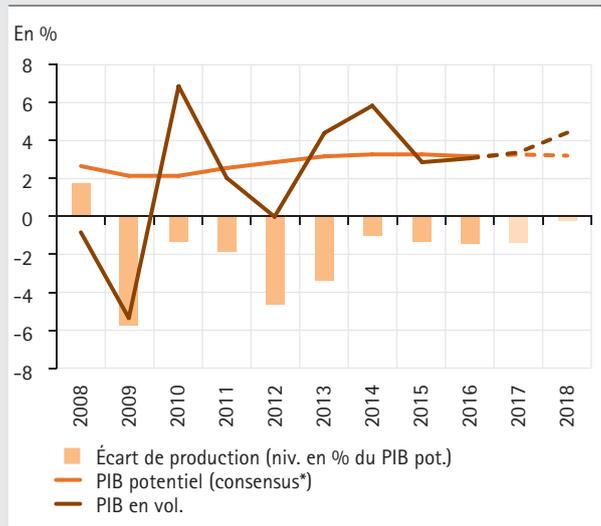
⁹ L'acquis de croissance d'une variable pour une année N correspond au taux de croissance de la variable entre l'année N-1 et l'année N que l'on obtiendrait si la variable demeurait jusqu'à la fin de l'année N au niveau du dernier trimestre connu (source: INSEE).

¹⁰ Il y a lieu de relever que la croissance de la VAB totale a été revue à la baisse d'environ 2 points de %, contre 1 point seulement pour le PIB en volume, la différence provenant des ajustements au niveau des impôts et des subventions.

Graphique 2.13
Révision à la baisse de l'activité dans le secteur financier en 2016 et 2017



Graphique 2.14
Un écart de production sans relief



Aussi, les exportations de services non financiers et de biens affichent-elles une bonne tenue en 2017 et devraient se renforcer encore légèrement en 2018 (hausse prévue de respectivement 10.5% et 6.5%, soit un demi-point de plus qu'en 2017). Ainsi, le STATEC prévoit une expansion de la VAB en volume privée hors secteur financier de 5% pour chacune des deux années 2017 et 2018, portée par une multitude de branches, dont en première ligne les services d'information et de communication et les services aux entreprises.

La consommation privée réelle par tête stagne depuis quelques années déjà. Cependant, plusieurs facteurs pourraient entraîner une phase de hausse prolongée: la récente réforme fiscale, ainsi que la baisse du chômage et l'expansion continue du marché du travail. Avec un pour cent prévu en 2018, cette dernière devrait toutefois rester en deçà des maxima enregistrés entre 2000 et 2006. En d'autres mots, combinée à une hausse de la population de légèrement plus de 2%, le STATEC s'attend à une hausse de la consommation privée totale en volume de 3.5% en 2018, après 2.8% en 2017. En raison du niveau élevé de la confiance des ménages, il y a un risque de sous-estimation, car dans la prévision du STATEC, le taux d'épargne stagne globalement. Or les phases baissières du chômage sont généralement associées à des baisses du taux d'épargne. Il est fort probable que les ménages lissent leurs dépenses et ne répercutent pas immédiatement et directement les gains dus à la réforme fiscale. Pour rappel, d'après les simulations du STATEC, l'impact de la réforme fiscale en faveur des ménages sur le revenu disponible réel se chiffrerait à légèrement plus de 1 point de % (cf. NDC 1-2016, p. 100).

La révision à la baisse de la croissance affecte également le potentiel, mais l'impact devrait être limité et passager

Avant la révision récente des données des comptes nationaux, les différentes méthodes de calcul de la croissance potentielle¹¹ aboutissaient à un taux "consensus" d'environ 3.5% pour les années 2015-2018. Or, sur ces années, la croissance observée et prévue a été abaissée d'environ 1 point de % en moyenne. Il serait donc d'une certaine logique de miser sur la même réduction au niveau de la croissance potentielle. Or ce serait aller trop vite en besogne.

¹¹ Cf. NDC 1-2014, pp. 115-116 pour l'inventaire des méthodes.

D'abord, le PIB observé n'est pas la seule grandeur statistique prise en compte pour le calcul du potentiel. L'accumulation de capital, la main-d'œuvre disponible et le progrès technique (productivité des facteurs) jouent également. Si la révision à la baisse de la croissance du PIB sur les années récentes tire effectivement à la baisse la productivité, l'emploi et le stock de capital n'ont pas ou peu été modifiés, ce qui limite l'impact de la révision du PIB sur la croissance potentielle.

Ensuite, les données des comptes nationaux sont continuellement révisées, à des intervalles trimestriels et annuels (en octobre). Un recalcul permanent et quasi instantané de la croissance potentielle ferait en sorte que les signaux y seraient aussi volatils et potentiellement contradictoires que sur le PIB observé. À titre d'exemple, la méthode "Modux" employée par le STATEC pour le calcul de la croissance potentielle est mise à jour une fois par an, lors de l'exercice de projection de moyen terme de printemps.

Pour tenir compte de l'incertitude découlant de la révision des données et de la multiplicité des méthodes, le STATEC a décidé de se référer dorénavant au consensus (cf. NDC 1-2014, pp. 114-115) pour les besoins de l'analyse, mais aussi pour le calcul du solde public structurel. Il s'agit simplement de la moyenne des cinq méthodes prises en considération, toujours dans le souci d'éviter les signaux extrêmes et de stabiliser les valeurs, afin de se concentrer sur l'information économique, véhiculée par le concept. Sur base de ces différentes méthodes, la croissance potentielle actuelle est estimée à 3.2% (contre 3.5% environ il y a 6 mois). Pour 2017, la fourchette sur la croissance potentielle va de 2.9% à 3.6%.



Inflation et salaires

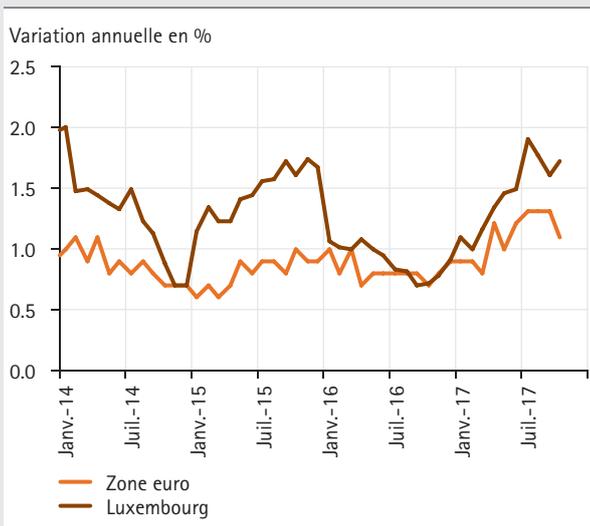
3

Au Luxembourg comme dans la zone euro, c'est avant tout la remontée des prix pétroliers tout au long de 2016 qui a fait progresser le taux d'inflation au début de 2017. D'autre part, l'inflation sous-jacente au Luxembourg s'est progressivement renforcée cette année de sorte que le taux global est revenu à un niveau proche de 2%.

À partir de la fin de 2017, une réduction substantielle du prix des crèches ralentira de manière passagère l'inflation, mais les fondamentaux économiques devraient continuer à l'alimenter tout au long de 2018. L'appréciation récente de l'euro ne suffirait pas à anéantir les pressions haussières issues des prix des matières premières. Néanmoins, en raison de la dissipation du fort effet de base haussier lié aux prix pétroliers et de la baisse du prix des crèches, l'inflation générale reculerait de 1.7% en 2017 à 1.4% en 2018.

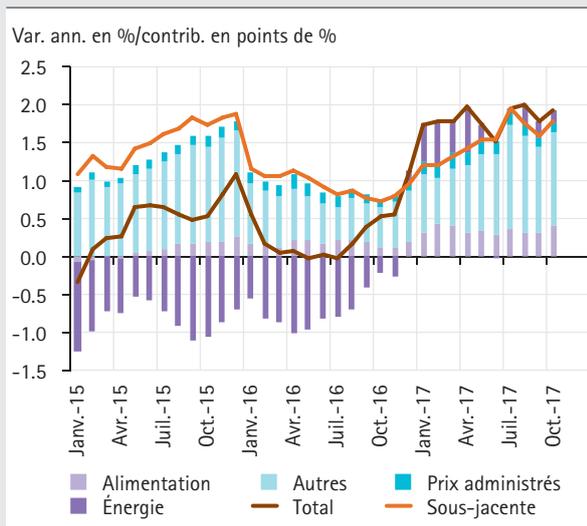
La progression des salaires – comme celle de l'inflation sous-jacente – est renforcée en 2017 par la tranche indiciaire payée en janvier ainsi que par plusieurs effets haussiers à caractère exceptionnel. Il s'agit dans le cas des salaires de la mise en œuvre de l'accord salarial dans la fonction publique (qui jouera encore en 2018) et dans le secteur financier. Le coût salarial moyen ralentirait en 2018 de 3.2 à 1.9%, suite à l'échéance plus tardive dans l'année de la tranche indiciaire (en 2017, elle était tombée en janvier alors qu'elle est prévue pour le 3^e trimestre en 2018). De façon plus générale, l'embellie conjoncturelle en zone euro devrait finir par entraîner une accélération graduelle des salaires, leur progression restant modérée pour le moment.

Graphique 3.1
L'inflation sous-jacente accélère davantage au Luxembourg



Sources: STATEC, Eurostat (hors énergie et aliments non traités)

Graphique 3.2
Différentes catégories de prix contribuent à la remontée de l'inflation en 2017



Source: STATEC

3.1 Inflation

L'inflation sous-jacente accélère

Le taux d'inflation au Luxembourg a rebondi au début de 2017 et s'élève à 1.8% sur un an sur les 10 premiers mois de l'année, contre 0.3% seulement en 2016. En début d'année, les prix pétroliers exerçaient un fort impact haussier (lié à leur très faible niveau au début de 2016) alors que les prix des fruits et légumes frais flambaient également. Les effets de ces éléments volatils ont été partagés par la zone euro de sorte que le redressement de l'inflation a été synchronisé.

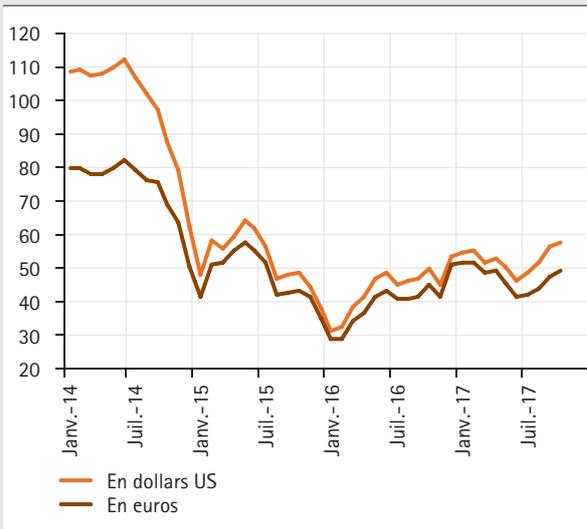
Après la dissipation de ces effets, l'inflation en zone euro s'est à nouveau légèrement repliée (1.4% sur un an en moyenne depuis mai contre 1.8% sur les 4 premiers mois de l'année) alors qu'elle s'est stabilisée au Luxembourg. Cette évolution divergente s'explique par la remontée graduelle de l'inflation sous-jacente au Luxembourg, portée par l'impact de l'indexation en début d'année, puis par des hausses plus soutenues du côté alimentaire ainsi que des effets à caractère plus exceptionnel.

En zone euro, l'inflation sous-jacente s'est également renforcée, mais de manière plus hésitante. Au 3^e trimestre de 2017, elle s'y élevait à 1.3% sur un an, ce qui constitue un renforcement de 0.4 point de % par rapport au dernier trimestre de 2016 (+1.0 point de % sur cette période au Luxembourg). La Banque centrale européenne ne se montre pas encore convaincue¹ par la remontée en zone euro car elle repose en partie sur une accélération des prix des voyages, jugés volatils et peu en lien avec des pressions inflationnistes plus fondamentales.

Les derniers chiffres observés appellent d'ailleurs à la prudence. Au Luxembourg, la progression mensuelle de l'inflation sous-jacente désaisonnalisée s'est affaïssée sur les 3 derniers mois. En zone euro, l'inflation hors énergie et aliments non traités tombe à 1.1% sur un an en octobre, contre 1.3% pour les 3 mois précédents.

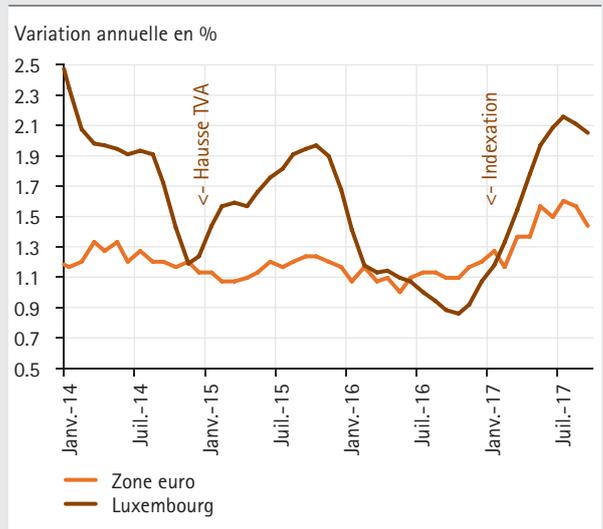
¹ "Les mesures de l'inflation sous-jacente ont [...] augmenté modérément, sans toutefois montrer encore de signes convaincants de remontée durable", Bulletin économique de la BCE, numéro 6 / 2017, p.24.

Graphique 3.3
Une remontée des prix pétroliers (baril de Brent) freinée par l'appréciation de l'euro



Source: Macrobond

Graphique 3.4
Fort rebond de l'inflation des services en 2017



Sources: Eurostat, STATEC (moyennes mobiles centrées sur 3 mois)

Prix pétroliers et taux de change jouent en sens inverse

Depuis le début de l'été, le cours du pétrole exprimé en USD a graduellement augmenté, atteignant en octobre un plus haut depuis la mi-2015. Selon les analystes, le marché pétrolier – excédentaire sur les dernières années – serait en train de se tendre: la progression de la demande, en lien avec la plus forte croissance mondiale, dépasse celle de l'offre. Les perspectives pour cette dernière sont influencées par plusieurs facteurs: les engagements de réduction des membres de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) et d'autres pays, les récentes tensions politiques en Arabie saoudite ainsi que par des interrogations sur les capacités de production de pétrole de schiste des États-Unis.

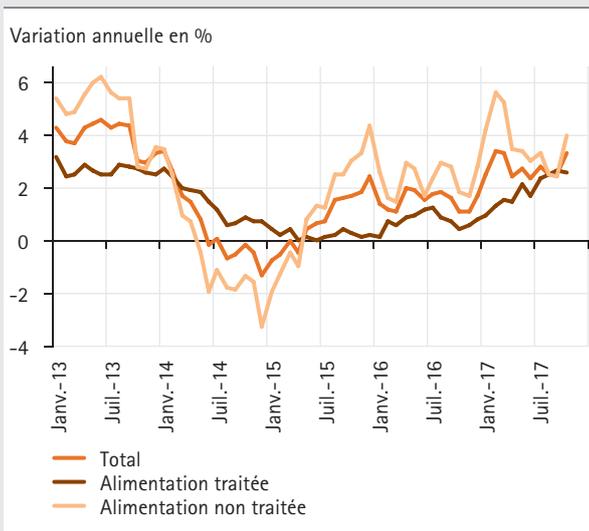
Exprimé en euros, le prix du pétrole reste en haut de la fourchette (40-52 EUR/baril) dans laquelle il évolue depuis mai 2016. La hausse du taux de change EUR/USD (de plus de 10% depuis le début de l'année) tend à rendre les produits importés hors zone euro moins onéreux. Toutefois, l'appréciation de l'EUR ne limitera que marginalement les pressions haussières provenant des matières premières en général et des prix à la production industrielle. La remontée de ces prix depuis le début de 2016 devrait se manifester progressivement dans les prix à la consommation.

L'indexation et des phénomènes à caractère isolé font rebondir l'inflation des services au Luxembourg

L'inflation des services a considérablement rebondi au Luxembourg au cours de 2017. Pendant les mois d'été 2017, ce taux a ainsi dépassé 2% sur un an (après être tombé en dessous de 1% à la fin de 2016). D'un côté, l'indexation de janvier a engendré des adaptations de prix notamment pour les maisons de retraite, les services médicaux et les salons de coiffure (cf. [Étude "Impact de l'indexation sur l'inflation sous-jacente", NDC 1-17](#)). De l'autre côté, des augmentations de prix à caractère exceptionnel ont soutenu l'inflation des services. Ainsi, les prix des services financiers ont fortement augmenté: +12.6% sur un an en octobre, soit bien plus que dans les pays voisins où les hausses cumulées depuis la fin de 2015 ne s'élèvent qu'à environ 5%. Un impact haussier significatif provient également des voyages à forfait par avion (+0.1 point de % sur l'IPCN sur les 10 premiers mois de 2017), surtout pour les mois d'été. Un changement méthodologique lié à la collecte des données explique la majeure partie de cette progression.

Graphique 3.5

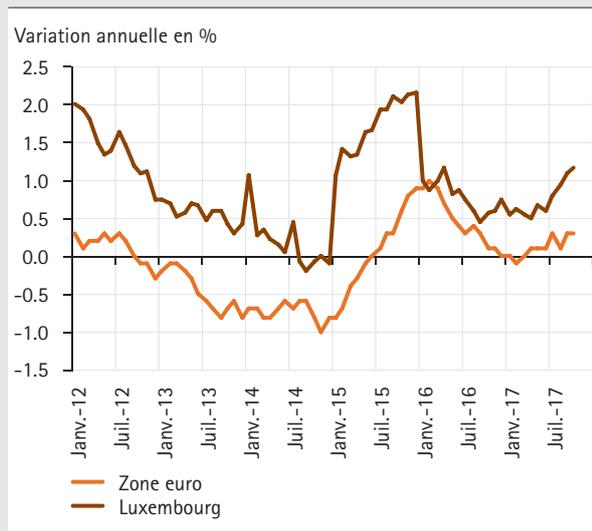
Après la flambée des prix des aliments frais, un renforcement du côté des aliments traités



Source: STATEC

Graphique 3.6

Poussée récente de l'inflation des biens durables



Sources: STATEC, Eurostat

S'y ajoutent encore des accélérations des loyers et des prix aux restaurants et cafés depuis la fin de 2016. À l'inverse, les services de téléphonie mobile et d'accès à internet (en baisse de 3% par rapport à 2016) ont tiré l'inflation des services vers le bas.

Après 1.1% en 2016, l'inflation des services en zone euro s'est également renforcée (1.6% sur un an au cours de l'été). Tandis que ce mouvement est surtout lié aux services relatifs aux voyages, le relèvement encore modéré de la progression des salaires en zone euro devrait à terme se traduire par des pressions haussières additionnelles.

Prix alimentaires en hausse

Les prix alimentaires se sont accrus de 2.7% sur un an au 3^e trimestre par rapport à 1.5% en 2016. Au tournant de 2016/2017, l'inflation des fruits et légumes frais a bondi temporairement suite à des conditions météo défavorables en Europe du Sud tandis qu'un renforcement graduel du côté des aliments transformés s'observe tout au long de 2017. En octobre, suite à une remontée des prix des légumes frais, l'inflation alimentaire a même dépassé les 3% sur un an. Une forte contribution à la hausse provient également des prix de la viande dont la progression (+4.6% sur un an en octobre) dépasse celle observée en zone euro (+1.8% en octobre). Si la hausse des prix alimentaires est assez généralisée, les augmentations les plus fortes (autour de 10% sur un an en octobre) concernent le beurre, les huiles animales et d'olive ainsi que le sucre.

Accélérations récentes du côté des voitures et des meubles

Sur les derniers mois, l'inflation des biens durables s'est renforcée (cf. Graphique 3.6), ce qui s'explique notamment par une dynamisation du côté des automobiles et des meubles. Pour les premiers, les prix s'accroissent de 1.5% sur un an en octobre, soit deux fois plus qu'en début d'année. L'inflation des meubles a également augmenté depuis l'introduction des nouvelles collections dans les magasins (+2.6% sur un an en octobre par rapport à 1.0% en moyenne au premier semestre de 2017).

Tableau 3.1

Prévisions d'inflation – 3 scénarios différents en fonction des hypothèses sur le prix du Brent

	Prévisions						
	2016	Scénario central		Scénario bas		Scénario haut	
		2017	2018	2017	2018	2017	2018
	Variation annuelle en %, sauf mention contraire						
Inflation (IPCN)	0.3	1.7	1.4	1.7	1.1	1.8	1.7
Inflation sous-jacente	0.9	1.5	1.3	1.5	1.2	1.5	1.4
Produits pétroliers	-10.4	7.4	2.3	6.9	-2.3	7.8	6.9
Cote d'application	0.0	2.5	1.0	2.5	0.6	2.5	1.2
Cote d'application (1.1.1948=100)	775.2	794.5	802.8	794.5	799.5	794.5	804.5
Indexation des salaires	/	2017 T1	2018 T3	2017 T1	2018 T4	2017 T1	2018 T3
Prix du Brent (USD/baril)	43.6	54.1	61.0	52.5	51.0	55.8	71.0
Taux de change USD/EUR	1.11	1.13	1.18	1.13	1.18	1.13	1.18

Source: STATEC (prévisions du 06/11/2017)

Prévisions: renforcement des pressions sous-jacentes

Même si le STATEC table dans ses dernières prévisions sur un recul de l'inflation sous-jacente de 1.5% en 2017 à 1.3% en 2018, les pressions conjoncturelles sur les prix devraient se renforcer. Le recul anticipé pour 2018 est effectivement dû à la prise en compte de l'augmentation de la participation de l'État – à travers les chèques-services – au financement des crèches. Comme cette mesure réduit fortement les prix à payer pour ces dernières, l'inflation est tirée vers le bas².

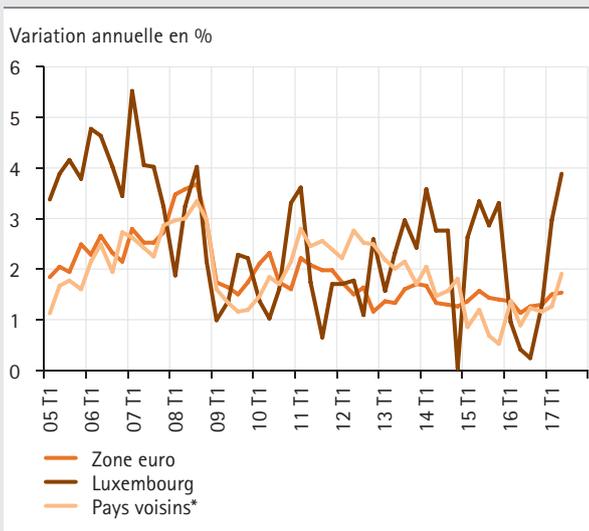
La faible inflation sous-jacente mensuelle des derniers mois (données désaisonnalisées) ainsi que l'appréciation de l'euro sont deux autres facteurs pesant sur les prix en 2017 et 2018. La Banque centrale européenne estime toutefois que l'impact de l'appréciation récente de l'euro est partiellement compensé par de meilleures perspectives de demande. Ainsi elle ne procède qu'à une faible révision à la baisse de l'inflation générale, tout en gardant un profil accélérateur pour l'inflation sous-jacente en zone euro (1.1% pour 2017, puis 1.3% pour 2018).

Les fondamentaux conjoncturels – notamment la baisse du chômage en zone euro (cf. Étude 6.3) – plaident également pour une remontée de l'inflation sous-jacente. Comme les variations des prix pétroliers se transmettent sur les prix non énergétiques avec un certain retard, le retournement à la hausse des prix pétroliers depuis 2016 devrait soutenir la sous-jacente en 2018 (contrairement à 2017). La remontée des prix des biens importés non énergétiques sur les derniers trimestres devrait aussi être à la base d'un impact haussier.

En maintenant – pour le scénario central – le taux de change et le prix du Brent constants (aux niveaux d'octobre et de début novembre respectivement), le STATEC anticipe une inflation générale de 1.7% en 2017 et 1.4% en 2018. La prochaine tranche indiciaire tomberait ainsi au 3^e trimestre de 2018.

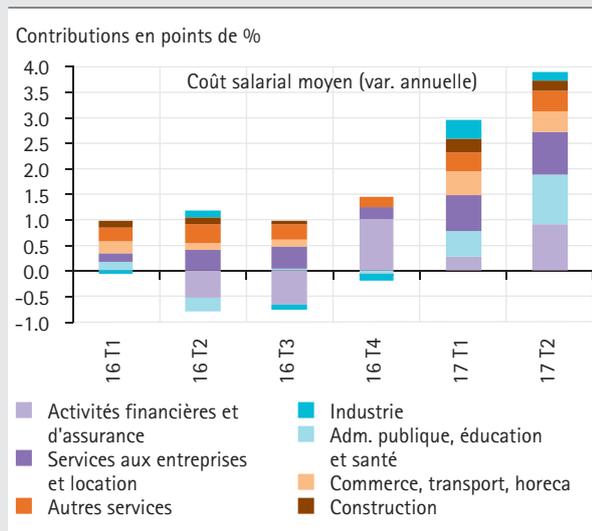
² Bien que ces nouveaux tarifs s'appliquent à partir du 1^{er} octobre, ils n'intégreront l'IPCN qu'en novembre (suite au retard avec lequel ces prix parviennent au STATEC) de sorte que l'impact considéré ne constitue encore qu'une estimation.

Graphique 3.7
Les salaires accélèrent tant au Luxembourg qu'en zone euro



Sources: Eurostat, STATEC, comptes nationaux
* Moyenne arithmétique: Allemagne, Belgique, France, Pays-Bas

Graphique 3.8
L'indexation et les accords salariaux (secteur public et banques) dynamisent les salaires



Source: STATEC, comptes nationaux

3.2 Salaires

Évolution hétérogène des salaires en Europe

Dans la zone euro, la progression des salaires reste modérée (+1.5% sur un an sur la première moitié de 2017). On note cependant une accélération récente en France et en Belgique, mais le taux de chômage élevé des pays du Sud comme l'Italie, l'Espagne et la Grèce continue à peser sur les salaires. En Allemagne, les salaires restent, malgré un léger ralentissement au 2^e trimestre 2017, en forte progression (+2.4% sur un an au deuxième trimestre).

Hausse plus forte des salaires au Luxembourg

Au 2^e trimestre 2017, les salaires nominaux accélèrent pour le 3^e trimestre consécutif au Luxembourg, atteignant une progression annuelle de 3.9%. Ce renforcement s'observe également en termes réels, c'est-à-dire en retranchant l'évolution des prix à la consommation. Cette dynamique est en grande partie attribuable à l'application d'une tranche indiciaire (+2.5%) au 1^{er} janvier 2017, à la revalorisation du salaire social minimum (+1.4%) au 1^{er} janvier 2017, au paiement d'une prime unique dans la fonction publique au 1^{er} avril 2017 et à l'application de dispositions prévues par la convention collective des salariés de banques.

Hors indexation, la progression des salaires aurait en effet décéléré sur le début de 2017 (de 1.3% en T4 2016 à 0.5% en T1 2017). L'accélération des salaires au 2^e trimestre provient principalement (à raison des deux tiers) du secteur financier, la progression du coût salarial moyen y passant de 1.5% sur un an au 1^{er} trimestre à 5% au 2^e trimestre. Même si la convention collective dans les banques pour 2017 n'a été signée qu'à la fin juin 2017, les paiements ont déjà été faits sur la première moitié de l'année: ceux relatifs aux échelons d'ancienneté au 1^{er} trimestre (pour certaines banques rétroactivement au 2^e trimestre) et les primes de conjoncture et de signature en juin/juillet 2017. Les hausses des salaires les plus importantes à la mi-2017 ont été enregistrées auprès des autres services (+5.4%, notamment au niveau des activités des ménages en tant qu'employeurs) et des services aux entreprises (+5.2%).

Sur la fin de 2017, le paiement des primes de conjoncture et de signature dans les banques (juin/juillet 2017) ainsi que le paiement rétroactif de l'augmentation du point indiciaire au 1^{er} janvier 2017 dans le secteur des soins (en juillet 2017), tout comme le paiement d'une prime unique dans ce dernier (en novembre 2017) devraient soutenir la progression des salaires.

En 2018, une augmentation de l'indice de base de 1.5% à partir du 1^{er} janvier 2018 est prévue pour les agents de l'État ainsi que dans le secteur des soins. Néanmoins, d'après les dernières prévisions du STATEC, le coût salarial moyen devrait ralentir en 2018 de 3.2% en 2017 à +1.8%, suite à l'absence d'effets de l'indexation des salaires sur la première moitié de l'année (la prochaine tranche indiciaire ne devant échoir qu'au 3^e trimestre 2018).



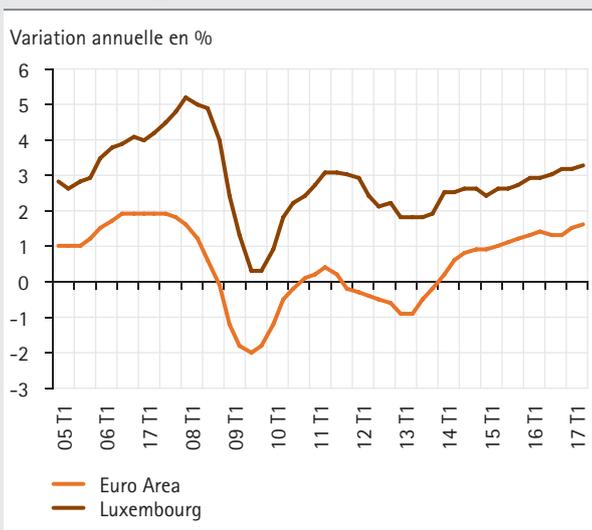
Marché du travail

4

À l'image de la tendance générale relevée dans la zone euro, le marché du travail luxembourgeois est resté dynamique au deuxième trimestre 2017. Ce sont les services aux entreprises qui y créent le plus de postes sur le début de 2017 et ceci à tous les niveaux de qualification. En termes de résidence et de nationalité, la hausse profite à l'ensemble des salariés, mais ce sont les frontaliers français qui y contribuent le plus.

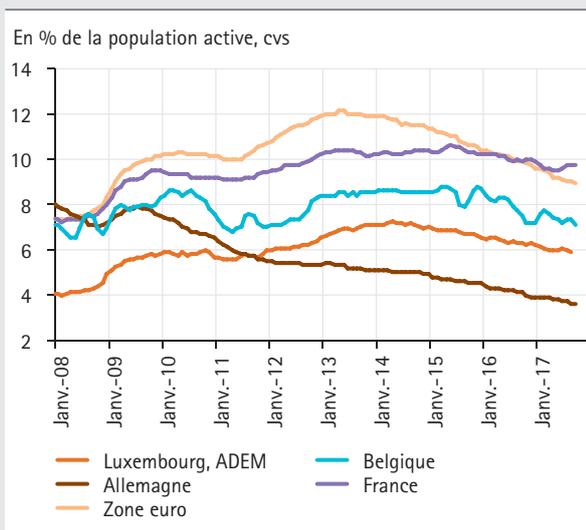
La croissance de l'emploi salarié s'est stabilisée à un peu plus de 3% en rythme annuel sur les derniers trimestres. La reprise semble gagner en maturité et le STATEC ne s'attend pas à une accélération supplémentaire, ni de l'activité, ni de l'emploi à court terme. Ainsi, la croissance de l'emploi plafonnerait en 2017 et 2018. Le chômage renoue avec sa tendance baissière sur la fin de 2017, après une stabilisation en milieu d'année. En 2018, il devrait poursuivre sa décline à un rythme plus modéré, descendant à 5.7% en moyenne annuelle.

Graphique 4.1
L'emploi salarié intérieur reste dynamique en Europe et au Luxembourg



Sources: Eurostat, STATEC

Graphique 4.2
Le taux de chômage continue à baisser en Europe



Sources: Eurostat, ADEM, STATEC

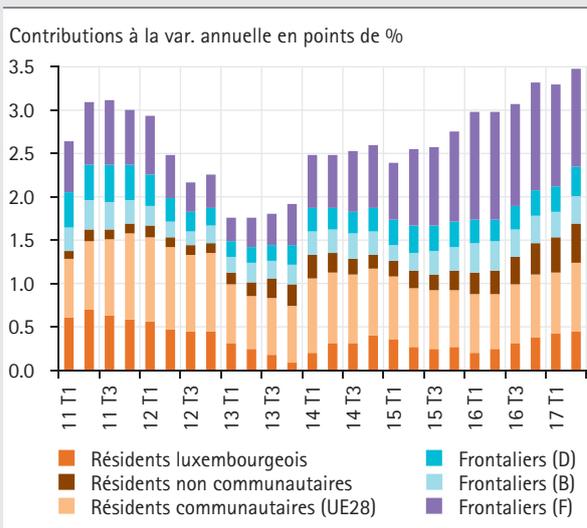
L'amélioration du marché du travail se poursuit dans la zone euro

L'emploi progresse de 1.6% sur un an en zone euro au 2^e trimestre 2017, un rythme qui n'a plus été atteint depuis le début 2008. En variation trimestrielle, il s'agit d'une hausse de 0.4%, soit d'un léger ralentissement par rapport au 1^{er} trimestre. Le Luxembourg se situe, avec +0.9% au 2^e trimestre, parmi les pays les plus dynamiques de la zone euro, derrière Malte (avec +1.0% sur un trimestre) et devant la Grèce et l'Espagne (avec +0.8%). En valeur absolue, c'est toujours l'Allemagne qui crée le plus d'emplois (25% des créations nettes sur la première moitié de 2017).

Le taux de chômage de la zone euro profite de cette dynamique et poursuit la baisse entamée depuis la mi-2013, pour atteindre 8.9% en septembre 2017. L'écart entre les différents pays de la zone reste toutefois considérable, avec un chômage de plus de 20% en Grèce à 3.6% en Allemagne (septembre 2015). Avec un taux de 6.0%, le Luxembourg se situe au 6^e rang des pays où le chômage est le plus faible. Avant la crise de 2008-2009, il occupait le 4^e rang. Depuis le début de l'année, c'est l'Espagne qui contribue le plus à la baisse du chômage, réduisant considérablement l'écart qui s'était creusé avec l'ensemble des autres pays de la zone euro suite à la crise.

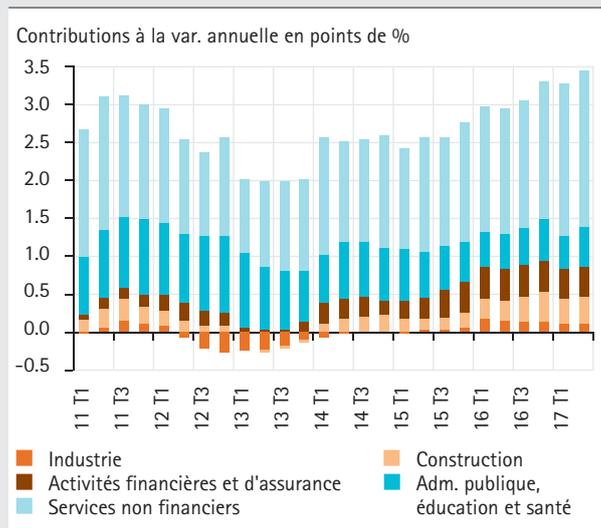
Des perspectives de croissance pour la zone euro nettement revues à la hausse pour 2017 et 2018 engendrent une évolution de l'emploi et du chômage qui devrait être bien plus favorable qu'escompté. Par rapport à ses prévisions du printemps 2017, la Commission européenne table à présent sur un taux de chômage de 9.1% pour cette année (contre 9.4% antérieurement) et une baisse à 8.5% l'année prochaine (contre 8.9%).

Graphique 4.3
L'emploi salarié intérieur progresse surtout pour les frontaliers français...



Sources: IGSS, STATEC

Graphique 4.4
... et dans les services non financiers



Sources: IGSS, STATEC

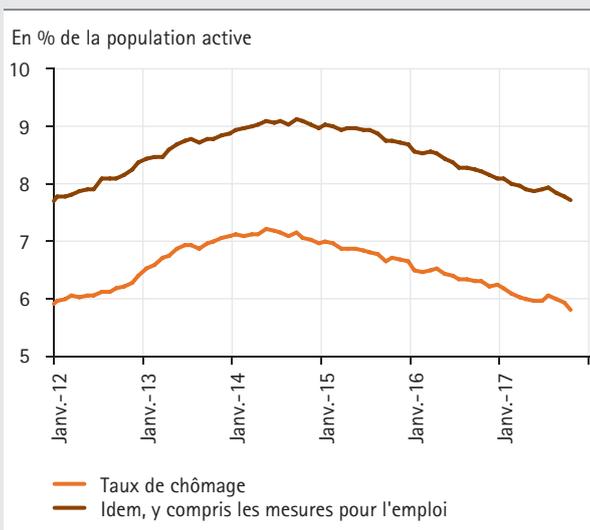
Des créations d'emploi plus dynamiques dans les services non financiers au Luxembourg

La croissance annuelle de l'emploi salarié s'est stabilisée à un peu plus de 3% sur les derniers trimestres. Ce sont les frontaliers, surtout ceux originaires de France, qui contribuent le plus à cette progression. Parmi les branches qui ont le vent en poupe, on retrouve notamment les services aux entreprises (+6.4% sur un an au 2^e trimestre 2017) et les activités immobilières (+7.6%). Dans les services aux entreprises, cette dynamique vaut pour tous les niveaux de qualification. Les évolutions les plus favorables concernent les activités comptables (+900 personnes sur un an), l'administration de sièges sociaux, l'architecture et l'ingénierie, le nettoyage, la sécurité privée ainsi que le travail intérimaire.

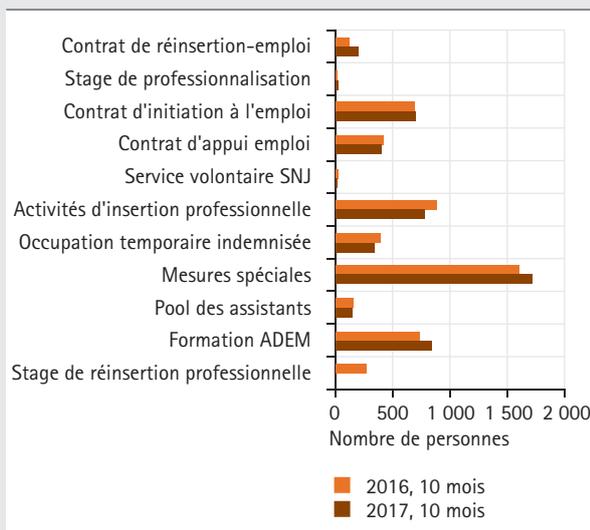
L'emploi dans la branche "Commerce, Transport et Horeca" accélère sur le début de l'année (de 1.6 % sur un an au 4^e trimestre 2016 à +2.6% au 1^{er} semestre 2017), notamment dans le commerce et les services de restauration. L'emploi dans les transports a par contre légèrement ralenti sur les deux premiers trimestres de 2017, en lien avec un recul dans les transports routiers de fret.

La progression de l'emploi reste également soutenue dans le secteur financier, notamment en comparaison européenne. Au 2^e trimestre 2017, le Luxembourg y compte 47 400 salariés, soit 3.4% de plus qu'il y a un an. Cette hausse rejoint celle de l'année passée (+3.5%) et témoigne d'une nette amélioration par rapport aux années antérieures (+1% en moyenne de 2009 à 2015). En revanche, les créations d'emploi dans ce secteur se situent toujours bien en deçà des performances enregistrées avant la crise financière (+7% en 2007 et 2008). Ce sont la gestion de fonds d'investissement, les sociétés de participations financières (soparfis) et les assurances qui ont recruté le plus cette année.

L'emploi dans le secteur public enregistre un léger ralentissement (+1.5% sur un an sur les six premiers mois de 2017, après +1.6% en 2016). Sa progression demeure bien inférieure à sa moyenne historique (un peu plus de 3% par an sur les vingt dernières années).

Graphique 4.5**Le chômage reste ancré sur une tendance baissière**

Sources: ADEM, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 4.6**Personnes engagées dans les différentes mesures pour l'emploi**

Source: ADEM

Le chômage poursuit sa baisse, malgré une stabilisation en milieu d'année

De mars à août, le taux de chômage s'est stabilisé à quelques 6.0%, rompant avec la baisse continue observée depuis la mi-2014. Cette stabilisation résulte de mouvements contrastés. On constate d'une part une hausse des chômeurs âgés de plus de 50 ans, de ceux ayant une qualification de niveau supérieur, des chômeurs d'origine extra-UE ainsi que de ceux ayant le statut de travailleur handicapé ou de travailleur à capacité de travail réduite. Ces augmentations sont compensées d'autre part par un reflux des chômeurs de moins de 25 ans, de ceux ayant une qualification de niveau inférieur et de ceux de nationalité portugaise.

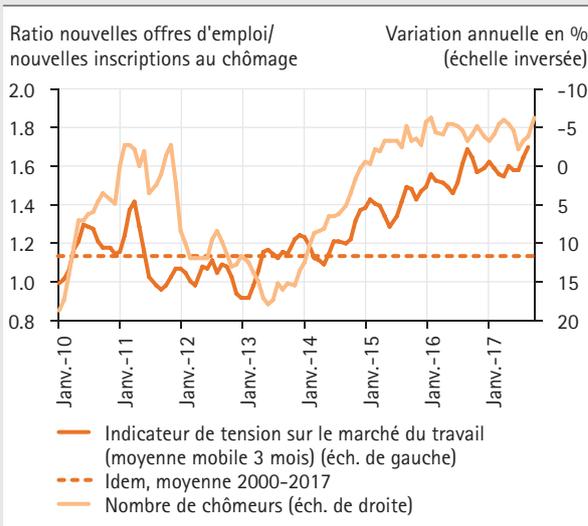
Depuis, le chômage semble avoir renoué avec la tendance baissière, le taux de chômage passant à 5.9% en septembre puis à 5.8% en octobre 2017. Ce nouveau reflux montre un caractère généralisé au travers des différentes catégories: âge, sexe, durée d'inscription, nationalité, niveau d'étude. Après 6.4% en 2016, le taux de chômage devrait atteindre 6.0% sur l'ensemble de 2017. Il continuerait à baisser en 2018, mais de manière un peu moins prononcée, sous l'effet du plafonnement de la croissance de l'emploi (cf. ci-après).

Les emplois aidés dans une phase de transition

La stabilisation du chômage au milieu d'année ne s'explique que marginalement par la diminution des emplois aidés. Le nombre de personnes engagées dans une mesure pour l'emploi a légèrement baissé sur les dix premiers mois de 2017 (-2.4%). D'abord, à cause de l'arrêt des stages de réinsertion professionnelle, abolis au 1^{er} janvier 2016 et d'une phase de transition nécessaire au démarrage des mesures de remplacement. Les deux nouvelles mesures mises en place, le stage de professionnalisation et le contrat de réinsertion-emploi¹, bénéficient seulement à 260 personnes en octobre 2017, soit moins de la moitié des personnes engagées auparavant dans les stages de réinsertion professionnelle (570 en décembre 2015).

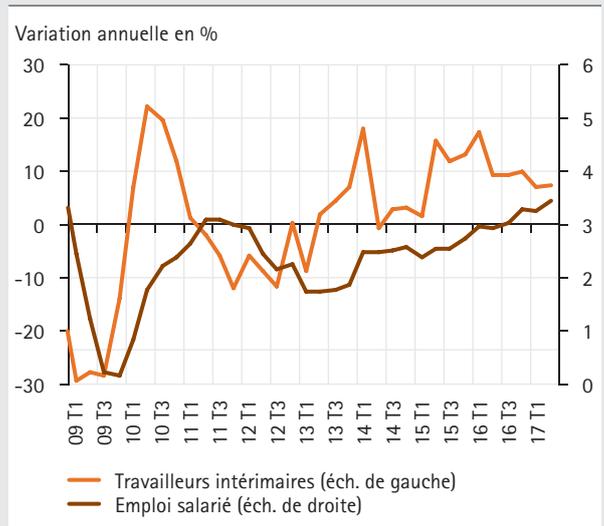
¹ Elles ont été introduites à partir du 1^{er} janvier 2016 et visent à favoriser la réintégration professionnelle des populations les plus fragiles sur le marché de l'emploi (personnes âgées de plus de 45 ans, salariés à capacité de travail réduite et salariés handicapés).

Graphique 4.7
Un rapport offre/demande encore élevé



Sources: ADEM, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 4.8
Le travail intérimaire, précurseur de l'emploi salarié, décélère



Sources: IGSS, STATEC

D'autre part, le nouveau partage des compétences entre l'ADEM et le Service national d'action sociale (SNAS) implique que les activités d'insertion professionnelle (comme les travaux d'utilité collective) organisées par ce dernier ne sont plus reprises parmi les mesures pour l'emploi de l'ADEM. Ces fortes baisses sont toutefois en partie compensées par une hausse continue des personnes engagées dans une mesure spéciale, organisées par des associations sans but lucratif (+117 personnes sur les dix premiers mois de 2017), et les mesures de formation (+106 personnes).

Des signaux un peu moins favorables au 3^e trimestre

Après une légère accélération de l'emploi au 2^e trimestre, les données du 3^e trimestre indiquent un ralentissement, à cause notamment de chiffres particulièrement faibles dans l'intérim en juillet. L'emploi progresse ainsi de seulement 3.0% sur un an en juillet, contre 3.5% en juin. Selon une première estimation, la croissance remonterait toutefois à 3.5% en août.

D'autres indicateurs pointent également vers un plafonnement de la croissance de l'emploi. Le nombre d'intérimaires, en général précurseur de l'emploi salarié, progresse toujours à un rythme annuel de 10% environ, mais n'accélère plus. Aussi, d'après les données de la FES (Fedil Employment Services), le travail intérimaire aurait ralenti sur le 3^e trimestre. Les heures supplémentaires payées progressent également plus modérément². À l'inverse, les perspectives d'emploi des professionnels restent plutôt bien orientées jusqu'en octobre (sauf pour l'industrie, même si les demandes de chômage partiel y restent faibles), de sorte qu'il est encore trop tôt pour parier sur une tendance durable de ralentissement. Le scénario de prévision élaboré par le STATEC pour 2017 et 2018 table plutôt sur un maintien du rythme des créations d'emploi (légèrement supérieur à 3% par an).

Le ratio entre nouvelles offres d'emplois et nouvelles inscriptions au chômage, un indicateur de tension du marché du travail, s'est remis à augmenter à l'entrée dans l'automne 2017, après une certaine stabilisation sur la première partie de l'année. Il demeure à un niveau historiquement élevé, compatible avec un reflux du chômage. Il témoigne cependant aussi d'une inadéquation grandissante entre le profil des postes proposés et celui des demandeurs d'emplois.

² Il faut cependant rester vigilant dans l'interprétation de ces chiffres étant donné que la loi du 23 décembre 2016 concernant l'organisation du temps de travail pourrait bien avoir comme conséquence une baisse des heures supplémentaires.

Tableau 4.1
Marché du travail

	2016	1990-2016	2016	2017	2018	2017	2018
	Niveaux (nombre de personnes)	Évolution (en % ou en points de %)	Évolution (en % ou spécifié différemment)			Révisions (points de % ou spécifié différemment) ²	
Population totale ¹	590 667	1.7	2.5	2.4	2.3	-	-
Solde migratoire (% de la pop. tot.) ³	12 335	0.04	2.1	1.9	1.8	-	-
Population en âge de travailler (20-64 ans) ¹	377 365	1.7	3.0	2.5	2.3	-	0.1
Population active	267 079	1.9	1.8	2.0	2.2	-	-
Taux d'activité (% de la pop. en âge de trav.)	70.8	0.1	70.8	70.4	70.4	-	-
dont femmes ⁴	...	0.8	66.9	67.6	68.4	0.7	0.8
Emploi total intérieur	418 400	3.1	3.0	3.3	3.2	-	-0.2
dont: frontaliers entrants	180 717	6.7	4.0	4.2	3.9	-	-0.5
emploi national	250 053	1.7	2.3	2.5	2.5	-	-
Durée de travail moyenne	...	-0.2	0.5	-0.2	-0.3	0.1	-
Nombre de chômeurs (ADEM)	17 026	9.0	-4.6	-4.7	-1.6	0.9	0.6
Taux de chômage (ADEM, % de la pop. act.)	...	0.2	6.4	6.0	5.7	0.1	0.1

Source: STATEC (1990-2016: données observées; 2017-18: prévisions)

¹ Au 31 décembre

² Par rapport à la NDC 1-17, publiée le 30 mai 2017

³ Niveau 2016 en nombre de personnes

⁴ Sur base des données administratives (IGSS, STATEC)

Population et migrations: une dynamique qui ne se dément pas – du moins à court terme

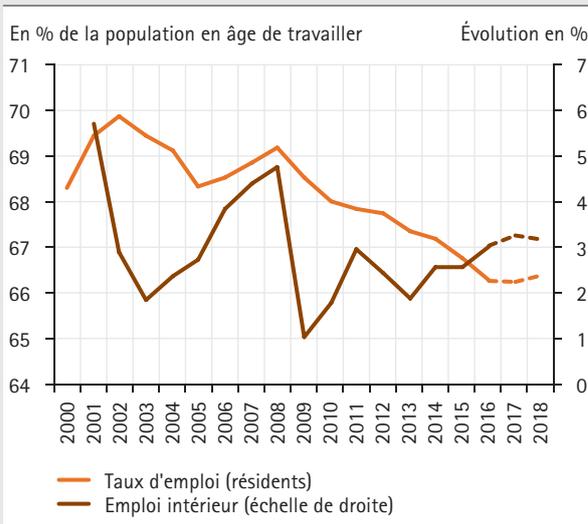
La croissance de la population devrait rester à court terme au niveau historiquement élevé, en place depuis 2011, tournant autour de 2.4%. Cette augmentation est alimentée en premier lieu par le solde migratoire, proche de 11 000 personnes en 2018, mais aussi par le solde naturel, qui devrait afficher un niveau record à près de 3 000 personnes en 2018. Les naissances profitent notamment de la venue importante de jeunes travailleurs immigrants. Ainsi, fin 2018, le nombre d'habitants serait proche de 620 000.

Les années 2017 et surtout 2018 pourraient aussi voir le retournement d'une tendance en place depuis bien des années, à savoir la baisse du taux d'emploi (des résidents, cf. graphique 4.9). Ce dernier est passé de quelque 70% au début des années 2000 à environ 66% en 2016. Il devrait stagner en 2017 puis ré-augmenter légèrement en 2018, sous l'effet de la belle progression de l'emploi des résidents (un peu plus de 2% prévus cette année et l'année prochaine, contre 1.7% sur 2015 et 2016) et de la poursuite de la baisse du chômage. Même si le taux d'emploi baisse tendanciellement, les mouvements de la conjoncture semblent avoir un effet significatif, comme l'ont montré des régressions effectuées par le STATEC. Ainsi, un point de croissance supplémentaire de l'emploi intérieur pourrait entraîner une hausse de +0.5 point de % du taux d'emploi à court/moyen terme, toutes choses étant égales par ailleurs. Pour rappel, l'emploi intérieur a accéléré entre 2013 et 2016, ayant gagné un point de %.

Emploi: plafonnement de la croissance à légèrement plus de 3% en 2017 et 2018

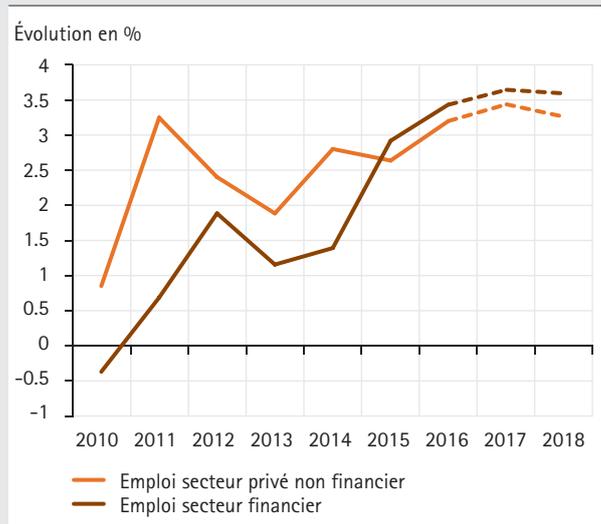
La progression de l'emploi total ou intérieur devrait culminer à légèrement plus de 3% en 2017 et 2018. En chiffres absolus, pour les années 2017 et 2018, environ 20 000 postes devraient être créés en net dans les branches privées hors secteur financier, principalement dans les services aux entreprises et aux personnes. Dans le secteur financier, un peu plus de 3 000 emplois viendraient s'ajouter au stock de 46 000 postes, et dans les services non marchands, la hausse, en chiffres absolus, serait de 2 000, d'après les prévisions du STATEC. En termes relatifs, la dynamique est quasi identique dans le secteur financier et dans les autres branches privées prises ensemble (hausse prévue d'environ 3.5%) tandis que le secteur public fait preuve, depuis plusieurs années, d'une baisse de régime significative.

Graphique 4.9
Vers une stabilisation du taux d'emploi en 2018?



Source: STATEC

Graphique 4.10
La hausse de l'emploi plafonnerait à 3-3.5%



Source: STATEC

La reprise est en train de gagner en maturité et le STATEC ne s'attend pas à une accélération supplémentaire, ni de l'activité, ni de l'emploi. La récente révision à la baisse de l'activité recensée en 2015 et 2016 (sur base du PIB en volume) plaide dans le même sens, même si les chiffres de 2016 restent provisoires. Les indicateurs précurseurs du marché du travail n'annoncent certes pas de proche retournement, c'est-à-dire de décélération, mais certains plafonnent également (cf. ci-avant).

Une baisse un peu moins forte du chômage

Ainsi, le STATEC s'attend à un taux de chômage en moyenne annuelle à 6.0% en 2017 (5.9% dans la prévision d'il y a six mois) et à 5.7% en 2018 (5.6% il y a six mois)³. Si de nombreux emplois sont créés sur le marché du travail, et que les flux bruts sont à des niveaux record, l'expérience historique a montré qu'une expansion de l'emploi proche ou en dessous de 3% est généralement associée à un chômage qui ne baisse plus, voire qui augmente. En cause, notamment, la très forte concurrence qui émane de la Grande Région et des pays voisins, et ce en dépit des nombreux postes déclarés vacants par les entreprises.

La productivité hors secteur financier toujours sur une tendance haussière

En effectuant une analyse très sommaire, sur base des chiffres agrégés de la valeur ajoutée en volume et de l'emploi, la productivité apparente du travail aurait stagné entre la période pré-crise et les années les plus récentes. Si ce constat est correct du point de vue purement statistique, une analyse plus fine révèle que cette stagnation provient quasi exclusivement du secteur financier, où la productivité aurait baissé. Dans les autres branches, la productivité a bien baissé pendant et immédiatement après la crise, mais depuis 2012, elle progresse en moyenne autour de 1-1.5%. Sur l'horizon de prévision, la productivité devrait continuer à s'accroître dans les branches privées hors secteur financier, toujours à un rythme significatif de légèrement plus de 1% par an.

³ Ceci devrait également permettre au sous-emploi (cf. étude 6.1. dans cette Note) de continuer à refluer.



Finances publiques 5

Les recettes fiscales et cotisations sociales progressent de façon soutenue en 2017, en dépit de nouvelles pertes en matière de TVA sur le commerce électronique et des allègements liés à la réforme fiscale. Sous les effets de la nouvelle tranche indiciaire et de l'encaissement massif d'arriérés d'impôts sur les sociétés, la croissance des recettes fiscales en 2017 – et des recettes publiques en général – devrait significativement dépasser celle de l'année dernière. Après 6% en 2017, leur progression devrait à nouveau se rapprocher en 2018 (avec 4%) de celle de 2016.

Côté dépenses, le profil est similaire: après 3.4% en 2016, il y aurait une accélération considérable en 2017 (à 6.5%), suivi d'une décélération en 2018 (à 4%). L'année 2017 se distingue par un plus fort impact de l'indexation et un accroissement significatif des investissements publics.

Suite aux recettes plus élevées que prévu pour 2017, le solde public devrait se maintenir au même niveau qu'en 2016 (à environ 1.5% du PIB), ce qui constitue une nette révision à la hausse par rapport à la prévision de printemps.

Tableau 5.1
Recettes fiscales et cotisations sociales

	2015	2016	Évolution 2016/2015		2016	2017	Évolution 2017/2016	
			En Mio EUR	En %	10 mois	10 mois	En Mio EUR	En %
Taxes du type TVA	3 461	3 466	5	0.1	2 884	2 890	6	0.2
<i>dont TVA e-commerce</i>	555	383	-172	-30.9	296	71	-225	-75.9
Impôts sur les ménages	4 684	4 919	235	5.0	4 001	4 129	128	3.2
Impôts sur les sociétés	2 375	2 410	35	1.5	1 837	2 323	486	26.4
Taxe d'abonnement	919	903	-15	-1.7	875	943	68	7.8
Droits d'accise	1 300	1 330	30	2.3	1 102	1 138	36	3.3
Autres	1 023	1 217	194	19.0	968	1 053	85	8.7
Recettes fiscales totales*	13 762	14 246	484	3.5	11 667	12 475	809	6.9
Cotisations sociales**	6 269	6 471	203	3.2	3 149	3 337	189	6.0

Sources: Administration des contributions directes (ACD), Administration de l'enregistrement et des domaines (AED), Administration des douanes et accises (ADA), Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS)

* Données en base caisse, différentes des données des comptes nationaux, établies en base "caisse transactionnalisée"

** Données trimestrielles produites selon l'optique SEC2010, celle des comptes nationaux; les 4 dernières colonnes concernent les 2 premiers trimestres

Accélération des encaissements d'impôts

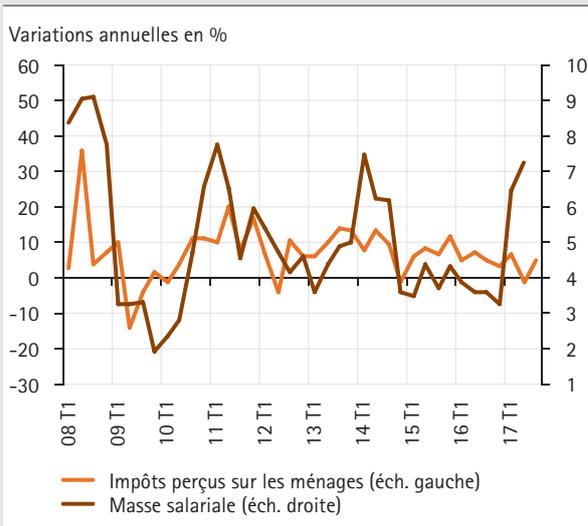
Sur les 10 premiers mois de 2017, les recettes fiscales encaissées par l'État ont progressé de 6.9% sur un an (soit +800 Mio EUR). Ce taux dépasse significativement ceux observés sur la première moitié de 2017 ainsi que sur les deux années précédentes (toujours en dessous de 4%) et ce malgré la réforme fiscale et la perte en matière de TVA e-commerce.

La poussée des recettes sur les derniers mois provient surtout des impôts sur les revenus des sociétés et plus précisément de l'encaissement massif d'arriérés d'impôts relatifs aux années antérieures (+278 Mio EUR sur un an entre juillet et octobre). Les avances se portent également bien, engendrant au total un gain de près de 500 Mio EUR pour l'ensemble des impôts sur les sociétés. Les effets de la réforme fiscale y sont encore peu perceptibles. À l'opposé, suite aux allègements fiscaux, la croissance des impôts sur les ménages est inférieure de moitié à celle enregistrée en moyenne sur les 3 dernières années (où elle atteignait près de 7%). Les recettes d'accises se redressent grâce au retournement à la hausse des ventes de carburants. La taxe d'abonnement profite quant à elle d'un environnement boursier amélioré. Comme l'an passé, la progression des encaissements de TVA hors e-commerce (+10% environ) compense intégralement les pertes en matière d'e-commerce. Les "autres" recettes fiscales progressent moins qu'en 2016 (+8.7% au lieu de +19%). Leur forte croissance l'année passée était notamment due à un effet exceptionnel, à savoir le report de l'impôt minimum sur les sociétés de l'impôt sur les revenus vers l'impôt sur la fortune. Par ailleurs, en matière de droits de succession (et sans lien particulier avec le contexte économique) les recettes dépassent déjà (après 10 mois) de 40% celles encaissées sur l'ensemble d'une année "normale" (telle que 2015).

Des cotisations sociales redynamisées grâce à l'indexation

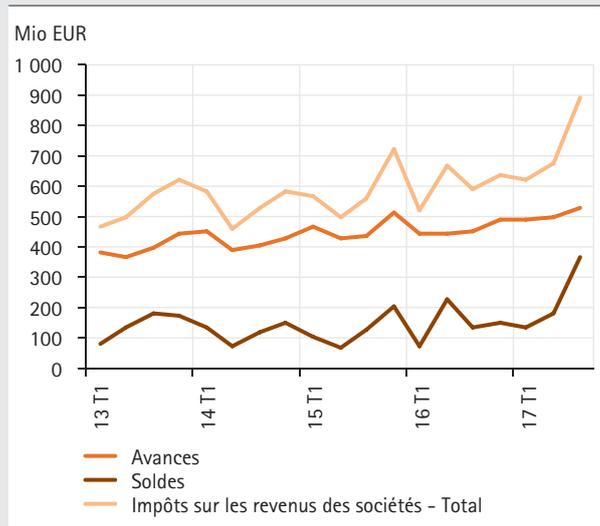
Les cotisations sociales ont progressé de 6% sur la première moitié de 2017, contre moins de 4% en moyenne sur les 3 dernières années. Étroitement liées à la masse salariale, elles profitent de la dynamisation de cette dernière (+6.9% sur la première moitié de 2017, contre +3.9% en 2016) suite à l'application d'une tranche indiciaire et à la revalorisation du salaire social minimum en début d'année, de même qu'au paiement d'une prime unique dans la fonction publique au 1^{er} avril 2017.

Graphique 5.1
Suite à la réforme fiscale, les impôts sur les ménages progressent moins rapidement



Sources: STATEC, IGSS

Graphique 5.2
Forte croissance des impôts sur les sociétés au 3^e trimestre 2017



Sources: ACD, STATEC

La réforme fiscale limite la croissance des impôts sur les ménages

L'accélération de la masse salariale (cf. graphique 5.1) aurait impliqué – en temps normaux – un accroissement plus que proportionnel des impôts sur les revenus des ménages¹. Or les allégements liés à la réforme fiscale (révision des barèmes d'imposition et abolition de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0.5%) tirent les recettes vers le bas à +3.2% sur un an en 2017 (10 mois) par rapport à +5.0% en 2016. À l'impact négatif de la réforme fiscale s'ajoute la moindre dynamique des impôts perçus sur les revenus des capitaux. Après un sursaut en 2016 (+26%), ces recettes reculent de 3.5% sur les 10 premiers mois de 2017. Des recettes exceptionnellement élevées en octobre 2017 évitent un repli plus prononcé.

Les encaissements d'arriérés propulsent la progression des impôts sur les sociétés

Après une progression de 1.5% seulement en 2016 (liée au transfert de l'impôt minimum vers l'impôt sur la fortune) et de 10% sur la première moitié de l'année 2017, les impôts sur les sociétés bondissent de 26% sur un an après 10 mois. Cet élan provient majoritairement de l'encaissement massif d'arriérés d'impôts liés aux exercices antérieurs – de soldes – depuis le mois de juillet (+64% sur un an après 10 mois, cf. graphique 5.2). Pourtant, les avances, c.-à-d. les encaissements sur les bénéficiaires courants, progressent également de façon soutenue avec +13% après 10 mois. Leur croissance traduit en général une évolution favorable des bénéficiaires récemment dégagés. Elle repose probablement sur les encaissements d'impôts auprès de la branche des activités financières et d'assurance, étant donné leur poids et la bonne tenue du résultat. Les effets des allégements fiscaux (notamment de la baisse du taux d'imposition de 29.22 à 27.08% en 2017, puis à 26.01% à partir de 2018²) devraient se manifester plus tardivement au niveau des recettes.

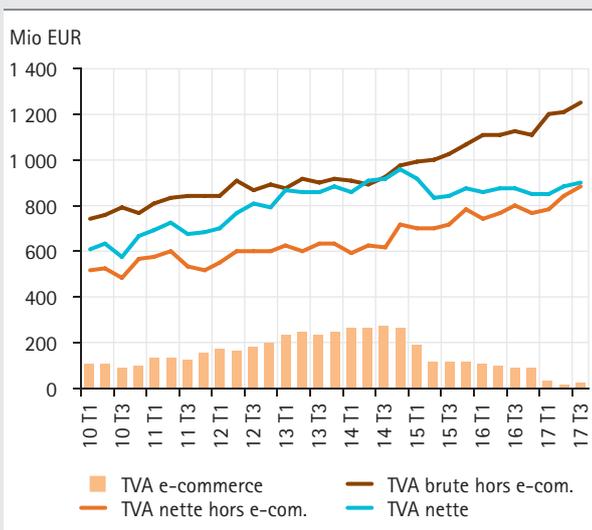
Retour à la croissance pour la taxe d'abonnement

Encore en recul en 2016, la taxe d'abonnement profite cette année de l'amélioration de l'environnement boursier. La croissance se chiffre à 7.8% sur un an après 10 mois de 2017, en réaction à une progression à deux chiffres des actifs nets gérés par les organismes de placement collectif au Luxembourg (cf. étude 6.4 sur les déterminants de la taxe d'abonnement).

¹ Suite à la progressivité de l'impôt et la non-indexation automatique des barèmes.

² Il s'agit des taux nominaux composés de l'impôt sur le revenu des collectivités, de l'impôt de solidarité et de l'impôt commercial communal.

Graphique 5.3
Accélération des recettes de TVA hors e-commerce depuis 2015



Sources: AED, STATEC (données désaisonnalisées)
Note: brute = avant remboursements de TVA en amont

Graphique 5.4
Redressement des accises perçues sur les produits pétroliers



Sources: ADA, STATEC (données désaisonnalisées)

La TVA souffre des pertes en matière d'e-commerce

Comme sur l'ensemble de 2016, les recettes de TVA stagnent sur les 10 premiers mois de 2017. Ceci s'explique par une nouvelle perte conséquente en matière d'e-commerce (-225 Mio EUR), liée au départ d'un contributeur majeur et à la réduction de la part des recettes retenue par le Luxembourg, de 30 à 15%. Les recettes se sont considérablement contractées ces dernières années: elles constituent moins de 10% du niveau de 2014. À l'inverse, depuis 2015 (année de la hausse des taux de TVA), les recettes brutes hors e-commerce³ augmentent fortement, à des taux proches de 10%. Grâce à la bonne dynamique conjoncturelle, elles progressent plus fortement que sur la période antérieure (moins de 4% en moyenne sur les 3 années précédentes, cf. graphique 5.3)

Accises en légère hausse

Après 10 mois, la progression des droits d'accise se chiffre à +3.3%, soit un léger renforcement par rapport à 2016. Cependant, la situation est très différente. En 2016, la croissance reposait sur celle des recettes perçues sur les ventes de tabacs (de 8.8%) qui s'expliquait par un effet de base lié aux faibles niveaux du début de 2015. À l'époque, il s'agissait d'une distorsion due à la hausse de la TVA. Les accises sur produits pétroliers avaient quant à elles régressé pour la 4^e année de suite (-2.3%). En 2017, ces dernières renouent avec la croissance (+4.6% après 10 mois) à l'instar des volumes de carburants vendus. Le Luxembourg profite notamment d'un différentiel de prix grandissant par rapport aux pays voisins, surtout sur le diesel. Les accises relatives aux tabacs se stabilisent (+0.7%) grâce à une hausse des taux en début d'année, alors que les volumes vendus ont plutôt tendance à baisser.

³ Les recettes brutes constituent celles encaissées par l'Administration de l'enregistrement et des domaines - AED - avant remboursement des excédents de TVA payés en amont. Elles ne devraient donc pas être influencées par le timing de ces remboursements.

Tableau 5.2
Compte simplifié des recettes et dépenses de l'État

	1995-2016	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018
	En % du PIB							
Total des dépenses	41.5	37.8	43.6	44.1	41.5	42.1	42.7	41.8
Consommation intermédiaire	3.6	3.4	3.8	3.8	3.7	3.8	3.8	3.8
Formation de capital	4.2	3.9	5.0	4.7	3.7	3.9	4.3	4.0
Rémunération des salariés	8.9	8.4	9.0	8.9	8.8	8.8	8.8	8.5
Prestations sociales	19.3	16.9	20.2	20.8	19.8	19.8	19.8	19.4
Autres dépenses	5.6	5.2	5.6	5.9	5.5	5.9	6.1	6.1
Total des recettes	43.4	43.7	43.7	43.5	42.8	43.8	44.1	43.3
Impôts sur la production et les importations	12.5	13.2	13.4	12.2	11.9	11.9	11.6	11.5
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	14.2	14.2	13.7	14.3	14.3	15.1	15.6	15.1
Cotisations sociales	11.8	11.0	11.9	12.2	12.0	12.2	12.4	12.3
Autres recettes	5.0	5.3	4.6	4.8	4.7	4.5	4.6	4.4
Capacité/besoin de financement (en % du PIB en valeur)	1.8	5.9	0.1	-0.7	1.4	1.6	1.5	1.5
PM: écart de production (en % du PIB en vol.) ¹	-0.1	4.9	0.2	-0.8	-1.4	-1.5	-1.4	-0.3
Solde structurel (en % du PIB en valeur)	1.9	3.7	0.0	-0.3	2.0	2.3	2.1	1.6

Sources: STATEC, IGF, IGSS (1990-2016: données observées; 2017-2018: prévisions du STATEC)

¹ Synthèse des cinq méthodes de calcul, cf. NDC 1-2014, pp. 115-116

Prévisions: recettes publiques totales⁴ en hausse de 6% en 2017

Alors que la récente mise à jour des données des finances publiques pour 2016 a confirmé le niveau et la progression des recettes publiques totales estimées au printemps (soit 23.19 Mia EUR ou +3.9% par rapport à 2015), 2017 devrait en revanche se solder par une progression bien plus forte. Le STATEC s'attend à une croissance d'environ 6%, contre +3.7% estimés au printemps. Cette révision s'explique quasi exclusivement par l'envolée des impôts perçus sur les revenus des sociétés.

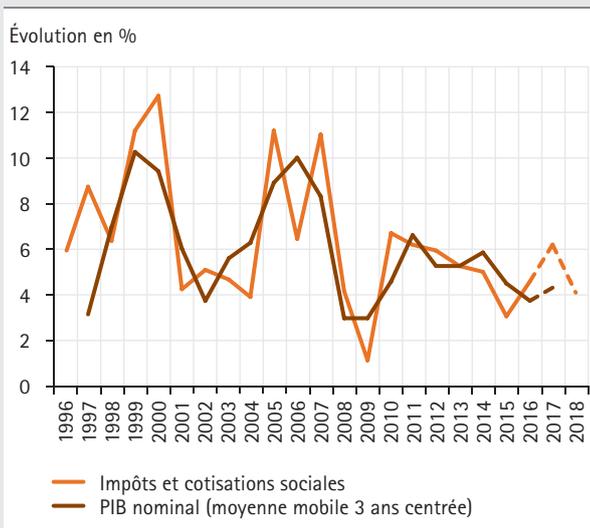
L'année 2018 verrait alors le contrecoup de cette envolée, car la hausse très forte de 2017 ne devrait pas se répéter. Elle est en effet surtout due à l'imposition de bénéfices antérieurs à 2017. Ainsi, le STATEC s'attend à une baisse des impôts sur les sociétés en 2018 de 4% environ, après une hausse de 20% en 2017, en raison également de l'effet différé de la réforme fiscale.

En revanche, pour les autres grandes catégories d'impôts, les prévisions de printemps restent grosso modo de mise, abstraction faite de la moindre hausse de l'échelle mobile, qui tire les impôts perçus sur les revenus des ménages, la TVA ou les cotisations sociales légèrement vers le bas. La différence entre la prévision de printemps sur la hausse moyenne de la cote d'échéance en 2018 et celle d'aujourd'hui est de -0.5 point de %, ce qui explique partiellement la révision à la baisse de la prévision des recettes publiques pour 2018 de 5.7% (au printemps) à 4.1%. Pour les deux années prises ensemble, toutefois, la hausse cumulée est peu révisée (de +9.4% à +10.2%).

⁴ Constituées par les recettes fiscales, les cotisations sociales et les autres recettes publiques (p.ex.: revenus de la propriété, production marchande). Attention, les données décrites dans cette partie sont produites selon l'optique SEC2010 et diffèrent dès lors des recettes fiscales analysées ci-avant en base "caisse".

Graphique 5.5

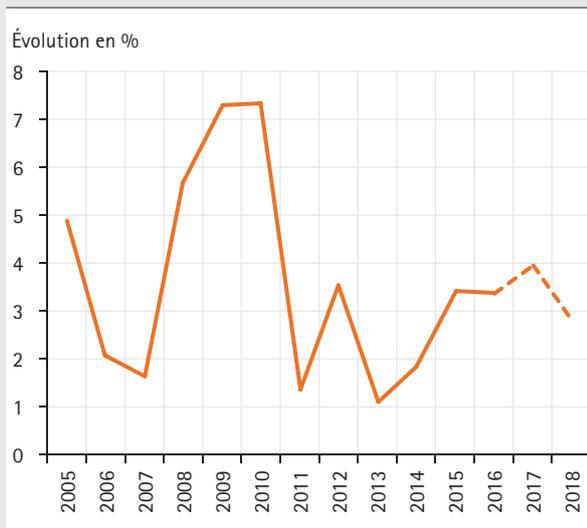
En dépit de multiples chocs, les recettes fiscales suivent le PIB nominal



Source: STATEC (2017-2018 prévisions)

Graphique 5.6

Les dépenses publiques réelles accélèrent depuis 2013



Source: STATEC (2017-2018 prévisions)

Dépenses publiques: au rythme des échéances de l'échelle mobile

La plus récente communication des comptes publics à Eurostat, en date du 1.10.2017, a confirmé la dernière estimation du niveau des dépenses de 2016, soit 22.33 Mia EUR, en hausse modeste de 3.4% par rapport à 2015. La masse salariale, poste qui compte pour 20% des dépenses, a contribué à cette faible hausse. Elle n'a progressé que de 2% à cause de la faible progression de l'emploi public et l'absence de tranche indiciaire. Ces mêmes raisons expliquent le ralentissement des prestations sociales (+2.2%, 50% des dépenses publiques), et, dans une moindre mesure, de l'investissement (+5.2%) et de la consommation intermédiaire (+4.4%). Derrière cette faible hausse des dépenses publiques se cachent également certaines mesures du *Zukunftspak*, notamment dans le domaine des prestations sociales.

Avec une hausse des dépenses prévue à 6.5% pour 2017 (ou +1.3 Mia EUR), la prévision reste également inchangée par rapport à la prévision de printemps. Cette accélération provient de la tranche indiciaire qui joue pleinement (i.e. induisant une hausse de 2.5% *ceteris paribus*) étant donné qu'elle est tombée en tout début d'année. Les principales catégories de dépenses publiques accéléreraient ainsi toutes entre 2016 et 2017, la hausse la plus forte étant affichée par l'investissement (+16.4%). À noter que pour ce dernier, le STATEC a repris à l'identique la projection figurant dans le projet de Budget alors que pour les autres catégories, il s'agit des prévisions du STATEC établies avec le modèle économétrique Modux.

En 2018, les dépenses publiques devraient ralentir à nouveau. La hausse de 4% prévue est cependant supérieure à celle de 2016. La tranche indiciaire devrait jouer moins, dans la mesure où elle est attendue pour la deuxième moitié de l'année, ce qui aboutirait à une hausse de la cote d'échéance de 1.0% (2.5% en 2017, 0% en 2016). D'après le projet de Budget de l'État, l'investissement devrait stagner en 2018, corrigeant la poussée de 2017. Le taux d'investissement, qu'il soit calculé par rapport au PIB nominal ou par rapport aux dépenses publiques totales, affiche une tendance au ralentissement, mais reste appréciable en comparaison européenne. Cette tendance pourrait se renforcer si la forte croissance des dépenses prévue pour 2017 s'avérait trop optimiste, ce qui est probable vu les révisions à la baisse historiquement constatées.

En tendance, par rapport à la décennie des années 2000, les dépenses publiques réelles sont dans un mouvement de ralentissement qui peut être associé aux différentes mesures d'économies et à la volonté de limiter voire d'inverser la hausse de la dette publique. En revanche, depuis 2013, elles accélèrent à nouveau (cf. graphique 5.6).

Nette amélioration du solde public en 2017 par rapport à la prévision de printemps (+600 Mio EUR)

Le solde public est confirmé à quelque 850 Mio EUR pour 2016. Pour 2017, le STATEC estime que la prévision du printemps est trop prudente, essentiellement en raison de la très forte poussée des impôts sur les sociétés, qui surcompense les effets négatifs de la réforme fiscale et de la disparition de la TVA générée par le commerce électronique. Le STATEC s'attend ainsi à un solde public quasiment inchangé en 2017 et également en 2018 (à légèrement plus de 900 Mio EUR).

Le solde structurel dépendant de l'écart de production, son établissement souffre de l'absence de consensus sur la meilleure méthode mais aussi de la révision des données (aussi bien sur le passé – cf. données de comptes nationaux – que sur le futur).

En se référant à la moyenne dégagée par les 5 méthodes mises en avant par le STATEC⁵, l'écart de production est probablement redevenu légèrement négatif en 2017 (évalué encore à +1% pour la NDC 1). S'ajoutant à cela une forte appréciation du solde nominal, d'après les calculs du STATEC, le solde structurel serait ainsi de l'ordre de +1.5% (et non de 0% comme admis au printemps). Ces chiffres demandent comme d'habitude affinage et confirmation.

⁵ Cf. encart "Potential growth for Luxembourg: recent evolutions and projections until 2018 according to different sources" dans la Note de conjoncture n° 1-2014, pp. 115-116.



Études thématiques

6

6.1

**La crise a favorisé l'augmentation du chômage,
mais aussi du sous-emploi**

6.2

**La marge d'intérêts des banques au Luxembourg
dans un contexte de taux faibles**

6.3

**Mieux capter les effets du cycle économique
dans les prévisions d'inflation**

6.4

**Modélisation des recettes fiscales:
la taxe d'abonnement**

6.1

La crise a favorisé l'augmentation du chômage, mais aussi du sous-emploi

Suite à la grande récession de 2008-2009, les indicateurs phares du marché du travail – créations d'emploi et taux de chômage – se sont nettement dégradés. Sur cette période, d'autres indicateurs révèlent également une hausse du sous-emploi ou des capacités de travail inutilisées. La reprise des années récentes s'est répercutée favorablement sur l'ensemble du marché du travail, en réorientant le sous-emploi à la baisse.

Définition du sous-emploi

54

Selon l'Organisation internationale du Travail (OIT)¹, "le sous-emploi se caractérise par une sous-utilisation de la capacité productive de la population employée. Ainsi, les personnes en sous-emploi travaillent mais ont la volonté et la capacité d'accéder à un emploi plus adapté. Le sous-emploi se caractérise par une situation où le salarié n'atteint pas le plein emploi, ce dernier garantissant (1) du travail pour toutes les personnes disponibles et en quête de travail; (2) un travail aussi productif que possible; et (3) le libre choix de l'emploi par les travailleurs, ceux-ci ayant toutes possibilités d'acquérir les qualifications nécessaires pour occuper l'emploi qui leur convient le mieux et d'utiliser, dans cet emploi, leurs compétences et autres qualifications. Les situations qui ne sont pas pleinement conformes à l'objectif (1) relèvent du chômage, et celles qui ne satisfont pas aux objectifs (2) ou (3) relèvent essentiellement du sous-emploi."

L'OIT distingue plusieurs formes de sous-emploi²:

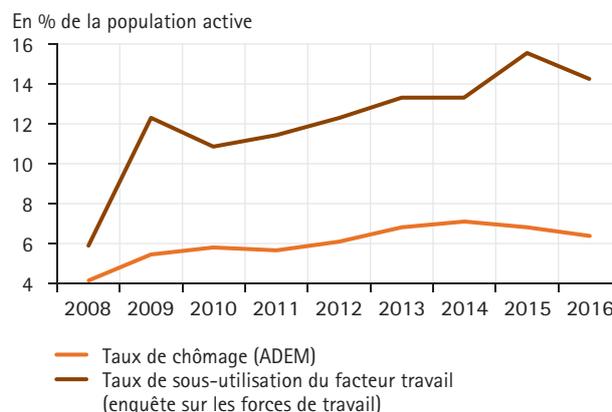
- le sous-emploi visible, qui se caractérise par un nombre d'heures de travail insuffisant, reflétant une durée de travail inadéquate;
- les autres formes de sous-emploi, parfois qualifiées de sous-emploi invisible³.

Différents indicateurs du sous-emploi pour le Luxembourg

Cette étude aspire à donner une vision plus claire sur le degré et l'évolution du sous-emploi au Luxembourg en étudiant différents indicateurs comme la sous-utilisation du facteur travail, le taux de rotation, les salaires réels, les emplois aidés, le chômage partiel, la durée de travail ou encore le taux d'activité. Il s'agit d'une analyse du sous-emploi visible et donc mesurable.

1. Le taux de sous-utilisation du facteur travail augmente bien plus que le taux de chômage

Taux de chômage et taux de sous-utilisation du facteur travail



Sources: STATEC, ADEM, IGSS

¹ Organisation internationale du Travail: <http://www.ilo.org/global/statistics-and-databases/statistics-overview-and-topics/underemployment/lang--fr/index.htm>

² Organisation internationale du Travail, La mesure du sous-emploi, Rapport de la Seizième conférence internationale des statisticiens du travail, Genève, 6-15 octobre 1998, p.57 <http://www.ilo.org/public/french/bureau/stat/download/16thicls/report1.pdf>

³ Le sous-emploi invisible se caractérise par un revenu horaire insuffisant, un mauvais emploi des compétences professionnelles, etc., reflétant une productivité du travail inadéquate résultant d'une mauvaise répartition des ressources de main-d'œuvre ou d'un déséquilibre fondamental entre le travail et les autres facteurs de production.

Définition: le taux de sous-utilisation du facteur travail, ou "*labour underutilisation rate*" est le rapport entre l'ensemble de la population qui aimerait travailler (les chômeurs, les personnes activement à la recherche d'un emploi mais pas disponibles immédiatement et les personnes n'ayant pas activement recherché un emploi pendant la semaine de référence mais disponibles immédiatement pour travailler)⁴ ou travailler davantage (les personnes travaillant involontairement à temps partiel) et la population active.

Interprétation: le taux de sous-utilisation du facteur travail donne des renseignements sur les personnes qui aimeraient travailler mais qui ne sont pas considérées comme chômeurs ainsi que sur celles qui travaillent mais qui aimeraient travailler davantage.

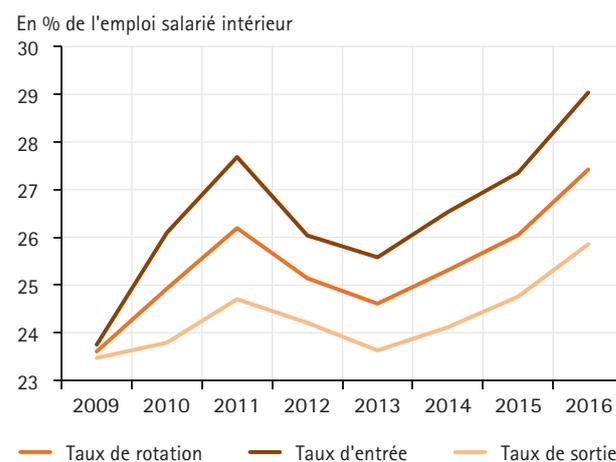
Source: STATEC - Enquête sur les forces de travail (EFT), données annuelles disponibles depuis 2008 (pour les variables utilisées).

Le taux de sous-utilisation du facteur travail a augmenté de 9 points de % sur les dernières années, passant de 6% en 2008 à 15% en 2015. Cette hausse est bien plus accentuée que celle du taux de chômage, qui, suite à la crise financière, n'augmente que de 3 points de % (soit de 4% de la population active en 2008 à 7% en 2014). Aussi, la hausse du taux de sous-utilisation du facteur travail se prolongeait jusqu'en 2015, année où le taux de chômage avait déjà commencé à baisser.

⁴ D'après le Bureau international du Travail (BIT), un chômeur est une personne en âge de travailler (15 ans ou plus) qui répond simultanément à trois conditions: (1) être sans emploi, c'est-à-dire ne pas avoir travaillé au moins une heure durant une semaine de référence; (2) être disponible pour prendre un emploi dans les 15 jours; (3) avoir cherché activement un emploi dans le mois précédent ou en avoir trouvé un qui commence dans moins de trois mois.

2. Le taux de rotation est très réactif au cycle économique

Taux de rotation: recrutements et fins de contrats



Définition: le taux de rotation des emplois rapporte les flux de main-d'œuvre (donc les recrutements et les fins de contrats) au stock de l'emploi salarié.

Interprétation: un taux de rotation important est associé à une situation de plein emploi, donc à un chômage réduit et à une certaine facilité à trouver un emploi. Les salariés ont donc davantage de possibilités pour trouver un poste mieux rémunéré ou plus intéressant dans une autre société.

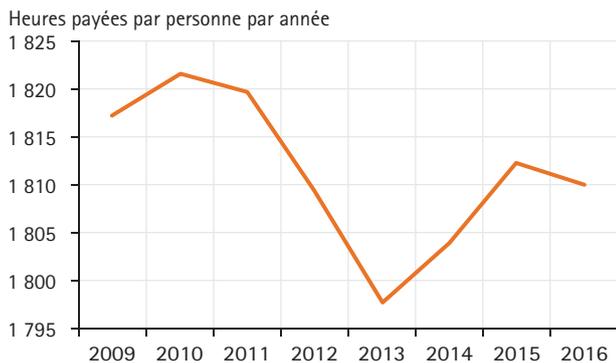
Source: Inspection générale de la sécurité sociale - IGSS, flux de main-d'œuvre, données annuelles disponibles depuis 2009, de janvier à janvier chaque année⁵.

En 2016, 114 130 personnes ont été recrutées dans l'économie luxembourgeoise, contre seulement 94 300 fins de contrats. Il s'agit d'une hausse de 8.6% sur un an des flux de main-d'œuvre, après +5.5% en 2015 et +5.6% en 2014. Le taux de rotation augmente en 2016 pour la 3^e année consécutive. Avec 27.5%, il atteint son niveau le plus élevé depuis le début de la crise financière. Le taux de rotation évolue de pair avec l'emploi salarié: une accélération de l'emploi entraînerait ainsi une hausse du taux de rotation, qui passe à la fois par une augmentation des entrées et des sorties, et vice versa.

⁵ Inspection générale de la sécurité sociale: <https://data.public.lu/fr/datasets/flux-de-main-doeuvre-recrutements-et-fins-de-contrat-et-creation-nette-emplois-par-secteur-dactivite-et-caracteristiques-individuelles/>

3. La durée de travail affiche une tendance baissière

Durée de travail



Source: IGSS

Définition: la durée de travail représente le nombre d'heures travaillées par personne. Il s'agit du nombre d'heures payées (enregistrées à la sécurité sociale), par salarié sur l'ensemble de l'année.

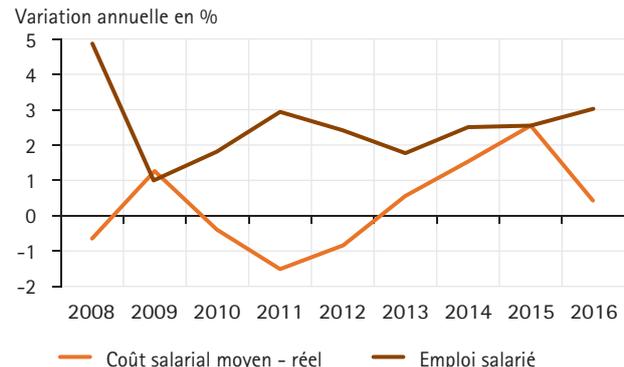
Interprétation: la durée de travail représente une sorte de degré d'utilisation du facteur travail. Plus les heures travaillées par personne sont élevées, plus leurs capacités sont utilisées et plus on se rapproche d'une situation de plein emploi. La durée de travail connaît une baisse structurelle de 0.2% par an sur les vingt dernières années, un phénomène qui s'explique principalement par la hausse de l'emploi féminin et du travail à temps partiel y associé. Ainsi, pour les besoins de l'interprétation, nous considérons seulement les baisses supérieures à cette tendance historique.

Source: Inspection générale de la sécurité sociale – IGSS, données disponibles mensuellement depuis 2009.

En considérant l'évolution de la seule durée de travail sur les dernières années, le sous-emploi aurait augmenté en 2012 et 2013. La durée de travail suit en général le même cycle que l'emploi salarié. Ainsi, quand l'emploi accélère, la durée de travail augmente également, indiquant une phase transitoire d'ajustement des capacités de travail. Une décélération de l'emploi accompagnée par une baisse de la durée de travail indiquerait à l'inverse une phase transitoire de rétention d'emploi (*labour hoarding*), pendant laquelle l'entreprise maintient ses effectifs en attendant que l'activité reprenne à nouveau.

4. Des salaires réels peu dynamiques

Emploi salarié et salaires réels



Source: STATEC

Définition: le coût salarial moyen correspond aux salaires et traitements bruts totaux (avant déduction des cotisations sociales à charge du salarié et des impôts sur les salaires et traitements) versés au cours d'une année aux salariés par rapport au nombre de salariés. Il inclut les gains pour heures supplémentaires prestées, les montants pour absences payées (maladie, congé) ainsi que les primes et gratifications versées. L'évolution du coût salarial réel représente l'évolution du coût salarial moyen déduction faite de l'évolution des prix à la consommation (donc de l'inflation), soit l'évolution du pouvoir d'achat salarial.

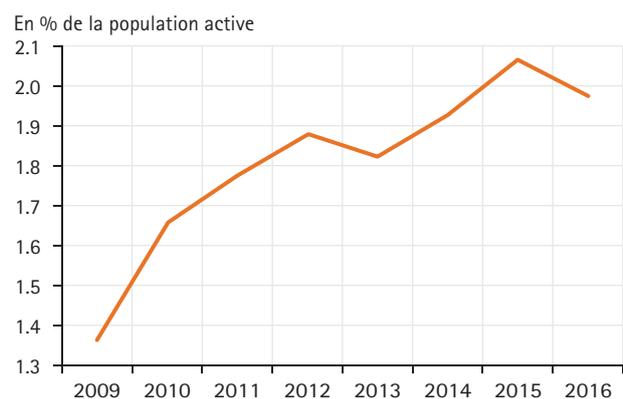
Interprétation: l'évolution des salaires est un bon indicateur des tensions sur le marché du travail. Dans une situation proche du plein emploi, la pression sur les salaires augmente, alors que l'existence du sous-emploi freine l'évolution des salaires. Le coût salarial réel reflète mieux ces tensions sous-jacentes étant donné qu'il fait abstraction de l'impact de l'évolution des prix (et donc aussi de l'indexation automatique des salaires).

Source: STATEC – Comptes nationaux, données disponibles mensuellement depuis 1995.

Malgré une hausse soutenue de l'emploi sur les dernières années, la progression des salaires reste relativement peu dynamique au Grand-Duché. L'inflation très modérée en est une des causes. Toutefois, en termes réels, donc en retranchant l'évolution des prix sur cette période, les salaires ont baissé en 2010, 2011 et 2012 et ne progressent que de 0.7% en 2016. Cette absence de pression sur les salaires, malgré une progression continue de l'emploi salarié, pourrait suggérer un degré plus important de sous-emploi sur cette période.

5. Le taux d'emplois aidés augmente depuis la crise financière

Taux d'emplois aidés



Sources: ADEM, STATEC

Définition: le taux d'emplois aidés représente le rapport entre les personnes en mesure pour l'emploi de l'ADEM, par rapport à la population active.

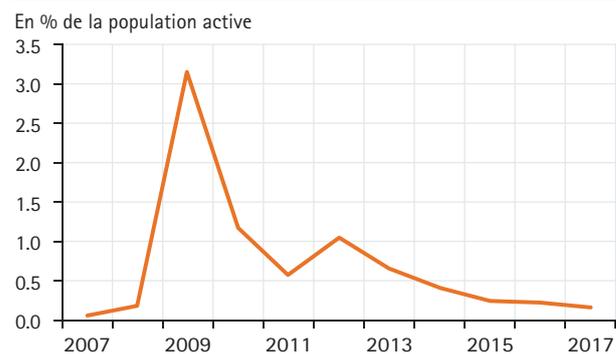
Interprétation: les personnes en mesure pour l'emploi, passent, en attendant un emploi approprié et pour rester employables, par des emplois aidés ou des formations à l'ADEM. Ainsi, les personnes qui sont engagées dans une mesure pour l'emploi rémunérée se retrouvent parmi les personnes en emploi et ceux qui poursuivent une formation à l'ADEM se retrouvent parmi la population inactive. Dans les deux cas, ces personnes peuvent être considérées en sous-emploi.

Source: Agence pour le développement de l'emploi – ADEM

Cette catégorie de sous-emploi a augmenté de 3 100 personnes en 2008 (soit 1.4% de la population active) à 5 300 personnes en 2016 (2.0% de la population active). Le taux d'emplois aidés continue à augmenter en 2015 alors que le taux de chômage baisse déjà. Aussi, le taux de chômage dans une version élargie (taux de chômage officiel + taux d'emplois aidés) augmente légèrement plus que le taux de chômage officiel (de 3.4 points de % entre 2008 et 2014, contre 2.9 points).

6. Le chômage partiel a fortement augmenté en 2009

Taux de chômage partiel



Source: IGSS

Définition: afin de maintenir l'emploi et, par conséquent, d'éviter des licenciements, le droit du travail luxembourgeois prévoit que les entreprises peuvent recourir, sous certaines conditions (manque de commandes, problèmes structurels temporaires, cas de force majeur...), à différents régimes de chômage partiel. Il s'agit d'une aide publique où l'État rembourse à l'entreprise une partie des salaires normalement perçus par les salariés concernés pendant les heures chômées.⁶ Le taux de chômage partiel rapporte le nombre de personnes ayant effectivement profité de cette aide publique au cours d'une année (y.c. les non-résidents, moyenne mensuelle) à la population active (moyenne mensuelle).

Interprétation: comme le chômage partiel permet aux salariés une réduction de la durée de travail sans perte de salaire, toutes les personnes profitant de ce régime peuvent être considérées comme sous-employées.

Source: Comité de conjoncture

En 2009, le nombre de personnes ayant travaillé à régime réduit grâce au chômage partiel avait fortement augmenté pour rebaisser par la suite. Le taux de chômage partiel passe ainsi de 3.2% en 2009 à 0.2% en 2016.

⁶ <http://www.guichet.public.lu/entreprises/fr/sauvegarde-cessation-activite/sauvegarde-emploi/chomage-partiel-technique/index.html>

7. Le taux d'activité baisse sur les 3 dernières années

Taux d'activité



Sources: STATEC, ADEM

Définition: le taux d'activité renseigne sur la participation de la population en âge de travailler au marché du travail. Il est obtenu en rapportant la population active à la population totale de la même catégorie d'âge.

Interprétation: une baisse du taux d'activité peut indiquer une hausse du sous-emploi si elle est due à des personnes qui se retirent du marché du travail. La baisse pourrait toutefois également s'expliquer par une augmentation de la population "en formation", par un accroissement des départs en retraite ou par une baisse du taux de chômage.

Source: STATEC – recensement de la population, comptes nationaux, ADEM

En 2015 et en 2016 le taux d'activité des personnes âgées de 20 à 64 ans baisse fortement ce qui pourrait indiquer une hausse du sous-emploi sur cette période. Une partie de cette baisse provient des jeunes âgés de moins de 25 ans, ce qui pourrait indiquer un allongement de la durée des études. La baisse du taux d'activité de la population âgée de 25 à 54 ans renforce toutefois l'hypothèse qu'une partie de la population active s'est retirée du marché du travail et que le sous-emploi aurait donc augmenté sur cette période.

Cette baisse du taux d'activité sur les années les plus récentes est un peu surprenante alors que tous les autres indicateurs de sous-emploi analysés ci-avant indiquent une tendance à la baisse du sous-emploi. Ce recul s'explique cependant principalement par une baisse du chômage en 2015 et 2016. Par contre, la baisse du taux d'emploi, qui s'observe depuis 2008 déjà, ne s'est pas amplifiée sur les années récentes. Néanmoins, il serait intéressant de savoir pour quelles raisons une partie des personnes actives se retire du marché du travail et si ces raisons sont de nature structurelle.

Évolution du sous-emploi, récapitulatif

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Taux de chômage*	-	+	+	-	+	+	+	-	-	-
Taux de rotation	n.d.	n.d.	+	+	-	-	+	+	+	n.d.
Taux de sous-utilisation du facteur travail	n.d.	+	-	+	+	+	+	+	-	n.d.
Salaires réels**	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+
Taux d'emplois aidés*	-	-	+	+	+	-	+	+	-	-
Taux de chômage partiel*	+	+	-	-	+	-	-	-	-	-
Taux d'activité [25;54]*	+	-	+	+	-	+	-	-	-	-
Durée de travail***	+	-	+	+	-	-	+	+	+	+
Emploi salarié intérieur**	+	-	+	+	-	-	+	+	+	+
Total	6/1	6/2	6/3	6/3	9/0	5/4	5/4	6/3	8/1	6/1
Récapitulatif	Baisse du sous-emploi	Phase transitoire			Hausse du sous-emploi	Phase transitoire			Baisse du sous-emploi	

+ Hausse de l'indicateur, - Baisse de l'indicateur, Vert=baisse du sous-emploi, Rouge=Hausse du sous-emploi
*: 2017, 9 mois, **: 2017, 7 mois, ***: 2017, 6 mois.

Conclusions

L'analyse des différents indicateurs de sous-emploi donne une idée sur l'évolution du sous-emploi sur les dernières années mais ne permet pas de juger sur le degré/le niveau de sous-emploi effectif.

Alors que la crise financière a débuté en 2008, c'est l'année 2012 qui marquerait le point culminant de la crise sur le marché du travail, du moins sur base de tous les indicateurs de sous-emploi analysés ici.

Pour les années 2016 et 2017 les indicateurs affichent par contre une baisse du sous-emploi et donc une amélioration sur le marché du travail. Les années 2009 à 2011 et 2013 à 2015 représentent des phases transitoires où l'évolution des différents indicateurs est plus mitigée.

Comment ces indicateurs réagissent-ils par rapport au cycle conjoncturel? Le chômage partiel réagit très vite, indiquant déjà une hausse en 2008. L'amélioration à partir de 2013 s'observe également d'abord au niveau du taux de chômage partiel mais aussi auprès des salaires réels, du taux des emplois aidés et du taux d'activité.

6.2

La marge d'intérêts des banques au Luxembourg dans un contexte de taux faibles

Depuis 2009, les taux d'intérêt pratiqués en zone euro sont très faibles et mettent sous pression les revenus d'intérêts des banques. Dans ce contexte, la majorité des établissements luxembourgeois ont été affectés par une baisse de leur marge d'intérêts. Néanmoins, plus récemment, cette baisse a pu être contrecarrée par une hausse du volume des crédits accordés et une diminution des charges d'intérêts.

Dès le déclenchement de la crise financière, la BCE a réduit ses taux directeurs pour encourager les crédits et l'investissement et ainsi stimuler l'inflation. Elle a ramené son taux directeur principal sur les opérations de refinancement (dit "taux refi") de 4.25% en octobre 2008 à 1% en mai 2009 puis à 0% depuis mars 2016. Les banques pouvant se refinancer à des taux plus faibles, elles ont alors pu abaisser les taux d'intérêt qu'elles appliquent à leurs clients qui s'endettent. Cependant, dans un tel contexte, la baisse des taux d'intérêt réduit l'écart entre les taux de court terme et ceux de long terme, pouvant alors mettre sous pression les revenus nets des banques liés à la transformation de maturité (mesurés par la marge d'intérêts).

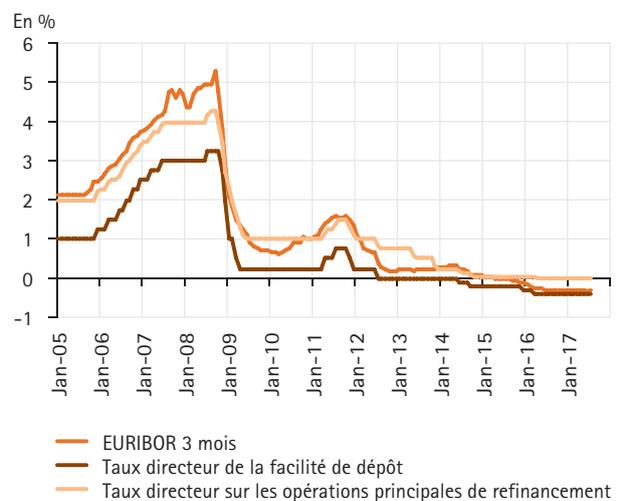
Par ailleurs, dans le cadre d'une politique monétaire non conventionnelle, la BCE applique depuis juin 2014 un taux de rémunération négatif sur les liquidités que les banques déposent auprès d'elle. Les banques sont ainsi obligées de payer pour leurs dépôts. Pour limiter les pertes pendant cette politique de taux bas, les banques ont deux solutions: limiter leurs dépôts en diminuant leurs liquidités grâce, en partie, à une hausse des prêts octroyés ou appliquer à leur tour un taux d'intérêt négatif à leurs déposants.

La marge d'intérêts représentant près de la moitié des revenus des banques (à côté des commissions et autres revenus sur dividendes et change), il est important d'évaluer l'impact de cet environnement de taux très faibles sur les postes de revenus et charges d'intérêts des banques.

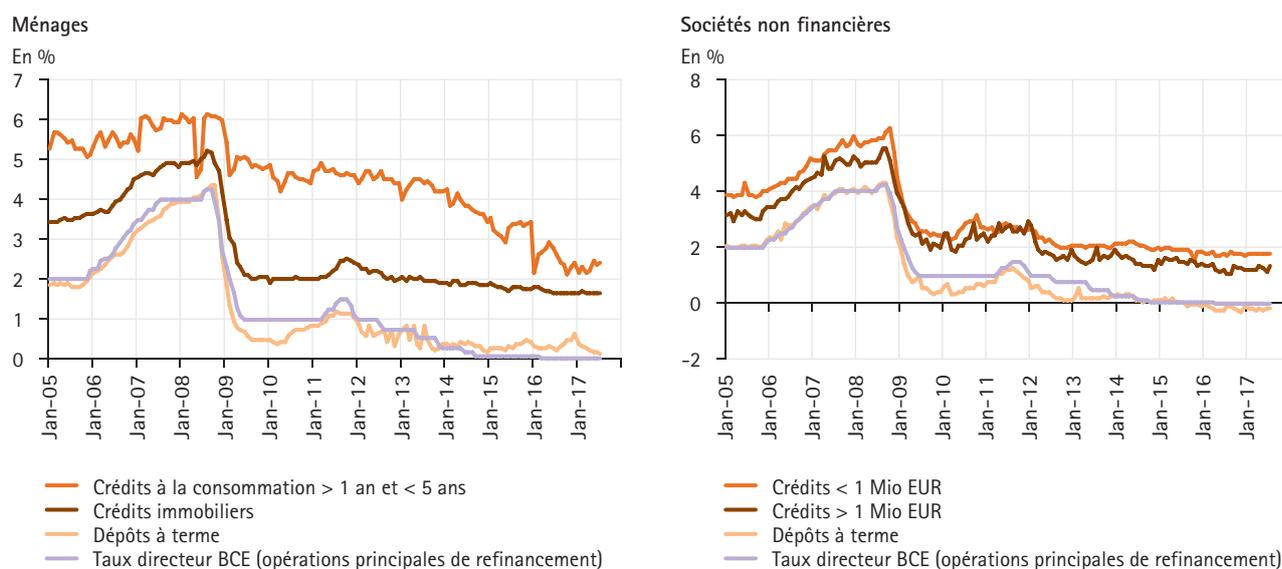
Baisse des taux interbancaires et des taux d'intérêt pratiqués par les banques au secteur privé

Les taux directeurs influencent directement les taux d'intérêt auxquels les banques se prêtent entre elles. Le taux sur le marché interbancaire à 3 mois est proche du taux refi et supérieur au taux directeur sur la facilité de dépôts (cf. graphique A) car aucune banque ne déposera ou ne prêtera des fonds à une autre banque à un taux d'intérêt inférieur à celui offert par la BCE. Les baisses successives des taux directeurs de la banque centrale ont donc fait plonger l'Euribor (moyenne des taux interbancaires en zone euro) qui évolue en territoire négatif depuis avril 2015.

Graphique A
Les taux interbancaires s'adaptent aux taux directeurs de la BCE



Source: BCE

Graphique B**La baisse des taux directeurs a fait chuter les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits et dépôts**

Sources: BCE, BCL (données désaisonnalisées)

Ces taux de refinancement des banques affectent à leur tour les taux d'intérêt sur les crédits et dépôts des ménages et sociétés non financières (SNF). Les banques pouvant se refinancer à moindre coût, elles répercutent cette baisse des taux sur les taux d'intérêt appliqués à leurs clients.

Les baisses du taux directeur depuis décembre 2008 se sont bien transmises aux taux d'intérêt appliqués par les banques sur les crédits et dépôts des sociétés non financières. La persistance des taux bas a même contraint certaines banques à prendre des mesures exceptionnelles comme l'application de taux d'intérêt négatifs sur leurs dépôts à terme depuis août 2015¹ (cf. graphique B).

Du côté des ménages, ce sont les taux des crédits à la consommation qui ont chuté le plus fortement. Ce phénomène est également observé dans les autres pays de la zone euro. Selon les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée au Luxembourg, la majorité des banques a assoupli ses conditions d'octroi de crédits à la consommation à cause de la pression concurrentielle des autres banques. Cette raison justifie aussi l'assouplissement des conditions de crédits aux sociétés non financières.

En revanche, les taux d'intérêt appliqués sur les nouveaux crédits aux ménages ont diminué plus que ceux des dépôts lorsque les taux de refinancement se sont approchés de 0². Pour ces derniers, il est en effet difficile d'appliquer un taux d'intérêt négatif³. Les écarts de taux⁴ sur les crédits aux particuliers ont ainsi chuté de janvier 2014 à fin 2016 (-1.6 point de % en moyenne), compliquant ainsi la tâche des banques pour générer des revenus nets d'intérêts sur les nouveaux prêts et dépôts. Cette tendance à la baisse s'est interrompue depuis janvier 2017 (cf. graphique C) avec la faible remontée des taux des crédits à la consommation et la nouvelle baisse des taux sur les dépôts à terme. Les écarts de taux sur les opérations avec les sociétés non financières ont été moins affectés grâce à la meilleure adaptation du taux sur dépôts au taux directeur.

¹ Le nombre de banques pratiquant des taux d'intérêt négatifs reste cependant très faible. Le taux d'intérêt agrégé étant une moyenne pondérée des taux de dépôt rapportés par 50 établissements de crédit au Luxembourg, ce dernier est fortement influencé par les taux d'intérêt d'un nombre limité de banques qui déclarent des volumes importants de nouveaux dépôts (cf. Bulletin BCL 2017/1, p.42).

² La sensibilité moyenne du taux d'intérêt sur les dépôts à terme des ménages par rapport au taux de marché n'est que de -0.3 en période de taux faibles (lorsque le taux de marché interbancaire est inférieur à 1%) contre 1.2 en période de taux plus élevés.

³ Certaines banques chargent des intérêts négatifs sur les gros volumes déposés par les ménages sur leurs comptes courants qui sont classés comme dépôts à vue mais pas sur leurs dépôts à terme (cf. Bulletin BCL 2017/2, p.34).

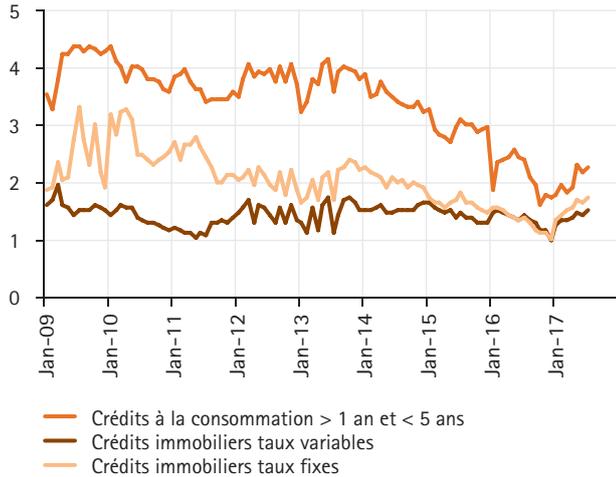
⁴ L'écart de taux est mesuré comme la différence entre le taux d'intérêt perçu par les banques sur les prêts accordés aux clients moins le taux d'intérêt appliqué à leurs dépôts à terme.

Graphique C

Les écarts de taux se sont particulièrement resserrés sur les crédits aux ménages

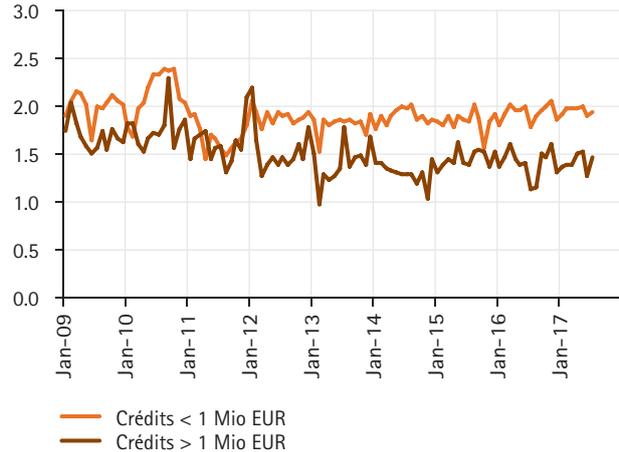
Écarts de taux sur les crédits aux ménages

En points de %



Écarts de taux sur les crédits aux sociétés non financières

En points de %



Source: calculs sur données BCL (désaisonnalisées)

Cette baisse des taux sur les nouveaux crédits s'est également propagée à l'ensemble des taux sur les encours de crédits en raison des renégociations de crédits existants et de la part croissante des crédits immobiliers à taux fixes (bas) dans l'ensemble des encours de crédits⁵.

La marge d'intérêts des banques sous pression après la crise mais résistante aux taux très faibles

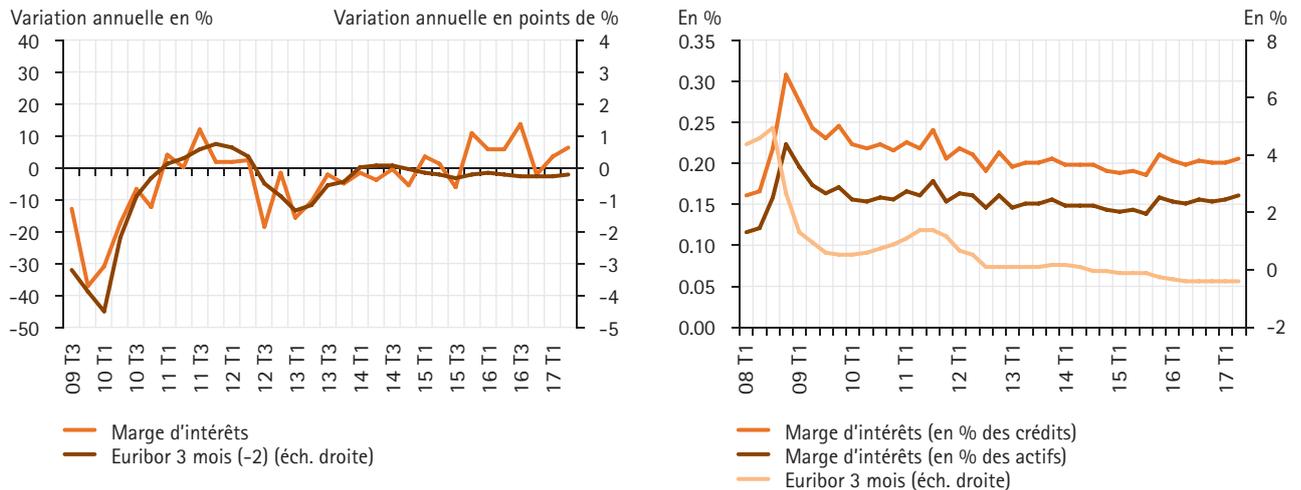
La marge d'intérêts d'une banque correspond à la différence entre les revenus générés par ses actifs (prêts et titres détenus) et les charges d'intérêts sur ses passifs (dépôts et financements). Il s'agit d'une source de revenu primordiale pour les banques qui représentait en moyenne 48% de leur produit bancaire entre début 2008 et mi-2017. Depuis la crise financière et la compression des écarts de taux, les marges d'intérêts des banques sont sous pression (-21% de marge d'intérêts annuelle entre 2008 et 2016). Cette évolution négative vaut pour 63% des banques actives sur la place pendant toute la période considérée.

Néanmoins, la marge d'intérêts du secteur bancaire a suivi une évolution très volatile depuis la crise financière (cf. graphique D): elle a fortement chuté en 2010 (-17% par rapport à l'année précédente) et en 2013 (-8%) mais est repartie à la hausse dès la fin de 2015, au moment où les taux sont devenus extrêmement faibles (+8.5% entre 2014 et 2016). Ainsi, malgré le contexte de taux bas, 52% des banques de la place ont réussi à accroître leur marge d'intérêts entre 2014 et 2016. Il s'agit en particulier des banques qui accordent majoritairement des crédits en zone euro hors Luxembourg (qui ont contribué à 67% de la hausse de la marge d'intérêts totale).

Depuis 2013, la marge d'intérêts des banques est d'ailleurs devenue beaucoup moins sensible aux variations du taux de court terme. La corrélation entre les variations de la marge et l'Euribor retardé de 2 trimestres est devenue pratiquement nulle pendant la période de taux faibles (après 2013) alors qu'elle était de 0.87 avant 2013. Par ailleurs, lorsque les banques ont subi des pertes sur leur marge d'intérêts, elles ont pu les compenser grâce à une hausse de leurs commissions⁶, permettant de limiter les pertes sur le produit bancaire.

⁵ Les crédits immobiliers à taux fixes représentaient 60% des nouveaux crédits immobiliers demandés en juillet 2017 contre seulement 14% début 2009.

⁶ Les tests de causalité de Granger sur les données individuelles des banques en panel nous indiquent qu'il y a bien une relation de causalité bidirectionnelle entre ces deux sources de revenu au seuil de 5% (avec 2 trimestres de retard des commissions vers les marges et 1 an de retard pour les marges). La corrélation est de -0.7 entre les marges d'intérêts des banques retardées de deux trimestres et leurs commissions au niveau agrégé.

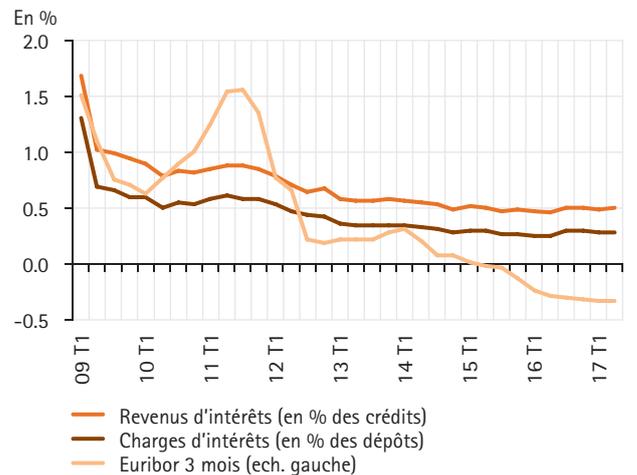
Graphique D**La sensibilité de la marge d'intérêts au taux de court terme**

Sources: BCE, BCL (données désaisonnalisées)

Rapportée au montant total de crédits accordés par les banques, la marge d'intérêts a suivi une tendance à la baisse de fin 2008 à fin 2015 (-0.1 point de %) mais s'est stabilisée depuis. Les rendements générés par l'activité de prêts se sont donc légèrement dégradés après la crise, mais les banques ont réussi à les maintenir dans le contexte de taux très faibles depuis fin 2015. Lorsqu'on considère le taux de marge en pourcentage des actifs détenus par les banques, sa stabilisation depuis 2010 indique que la rentabilité de l'intermédiation traditionnelle des banques ne s'est pas détériorée avec la baisse des taux et s'est même améliorée depuis 2015 malgré l'environnement de taux faibles.

Le recul des revenus d'intérêts a été compensé par la baisse des charges

Depuis début 2009, les revenus d'intérêts (en % des encours de crédits) ont diminué de 1.1 point de % mais sont restés à des niveaux bien plus élevés que les charges d'intérêts des banques relativement au montant de leur dette (cf. graphique E). Les pertes sur les créances des banques ont ainsi été compensées par les gains sur les charges de leur dette et ont permis de maintenir un taux de marge d'intérêts stable.

Graphique E**Les rendements des activités de crédits sont restés supérieurs aux charges sur dépôts**

Sources: BCE, BCL (données désaisonnalisées)

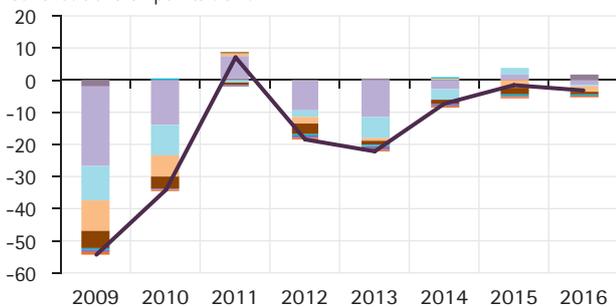
Si les revenus d'intérêts dépendent fortement des revenus sur les prêts et créances (majoritaires dans les actifs des banques, cf. graphique G), les revenus sur les produits dérivés détenus à des fins de couverture du risque de taux d'intérêt⁷ et sur les actifs financiers détenus à des fins de transaction⁸ ont également tiré les produits d'intérêts des banques vers le bas (cf. graphique F).

De l'autre côté, les charges d'intérêts ont reculé grâce à la baisse des dettes des banques mais aussi grâce à la diminution des coûts liés aux passifs financiers détenus à des fins de transaction et à la couverture du risque de variations de taux (dans un contexte prolongé de taux très faibles et peu volatiles).

Graphique F

Recul des revenus et charges d'intérêts sur les prêts, dépôts et dérivés

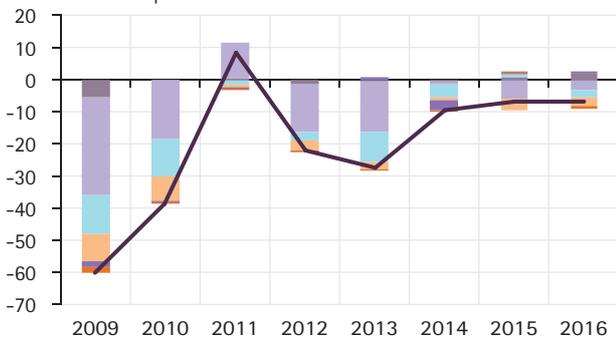
Contributions en points de %



Revenus d'intérêts

- Trésorerie et comptes à vue auprès de banques centrales
- Actifs financiers désignés à la juste valeur par le biais du compte de résultat
- Placements détenus jusqu'à leur échéance
- Actifs financiers disponibles à la vente
- Dérivés - Comptabilité de couverture, risque de taux d'intérêt
- Actifs financiers détenus à des fins de transaction
- Prêts et créances
- Autres actifs
- Revenus d'intérêts

Contributions en points de %



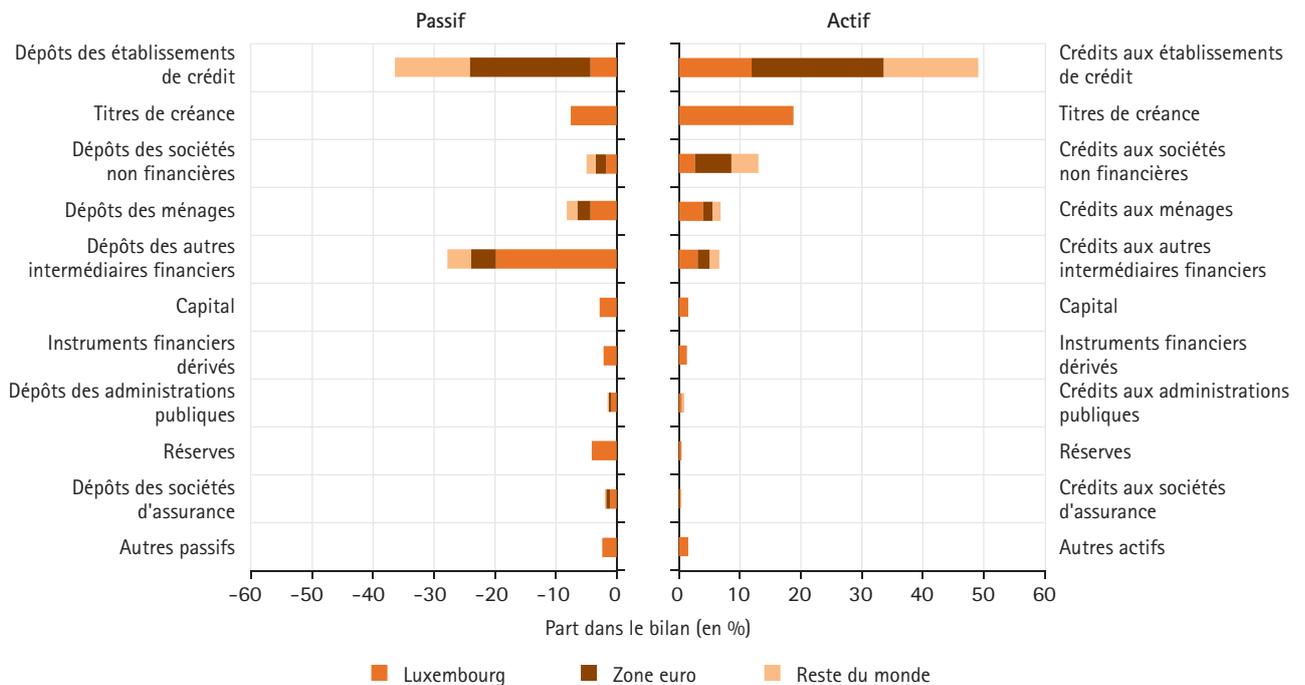
Charges d'intérêts

- Dépôts de banques centrales
- Passifs financiers désignés à la juste valeur par le biais du compte de résultat
- Dérivés - Comptabilité de couverture, risque de taux d'intérêt
- Passifs financiers détenus à des fins de transaction
- Passifs financiers évalués au coût amorti
- Autres passifs
- Charges d'intérêts

Source : Commission de Surveillance du Secteur Financier

⁷ Les dérivés sur taux d'intérêt sont des contrats liés à un instrument financier portant un intérêt, dont les flux de trésorerie sont déterminés par des taux d'intérêt de référence ou tout autre contrat avec taux d'intérêt. Les contrats sur taux d'intérêt incluent les accords de taux futurs, les échanges de taux d'intérêt dans une même devise, les contrats financiers à terme sur taux d'intérêt, les options sur taux d'intérêt, les options sur swaps de taux d'intérêt et les warrants sur taux d'intérêt (Règlement d'exécution UE n° 680/2014).

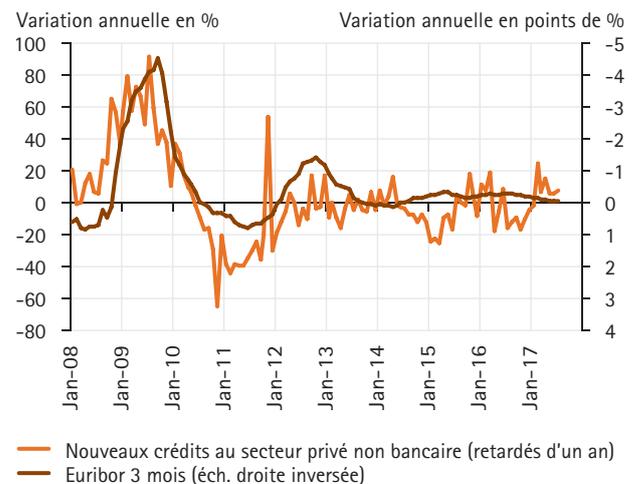
⁸ Produits dérivés détenus à d'autres fins que la couverture.

Graphique G**Prépondérance des activités de prêts et dépôts dans le bilan des banques en 2016**

Source: BCL

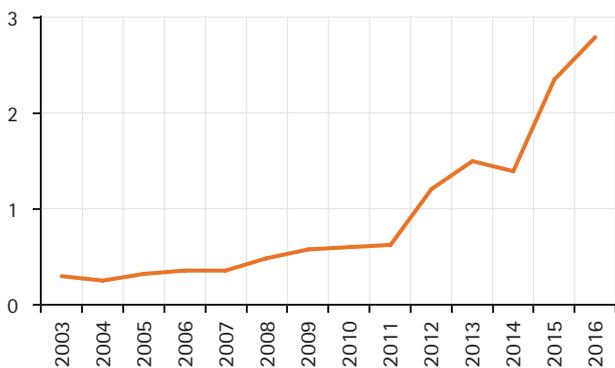
Pour pallier les taux faibles, les banques ont accru leur volume de crédits et diminué leurs dettes

Selon la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), les banques du Luxembourg qui ont réussi à maintenir leur marge d'intérêts en 2016 sont plutôt celles qui ont augmenté leur volume de prêts⁹. Le montant des nouveaux crédits accordés au secteur privé s'est accru de 5% entre 2015 et 2016 (cf. graphique H), résultant d'une forte hausse de la demande pour les crédits immobiliers à taux fixes (+29%) et les crédits aux entreprises (+7%).

Graphique H**Évolution des nouveaux crédits octroyés au secteur privé dans un contexte de taux faibles**

Sources: BCE, BCL

⁹ Cf. Rapport d'activités 2016 de la CSSF. Le FMI constate le même phénomène pour les banques de la zone euro (cf. "Negative interest rate policies – Initial experiences and assessments", IMF Policy paper, 2017).

Graphique I**Forte progression du ratio prêts/dépôts**

Source: calcul sur les données de la BCL

Depuis 2008, la demande de dépôts à terme a chuté de 99% pour les ménages et de 88% pour les entreprises. La baisse des taux d'intérêt et donc de la rémunération offerte sur les dépôts a en effet découragé la constitution d'épargne et favorisé les placements de court terme et l'endettement. Ainsi, le ratio des nouveaux prêts accordés relativement aux dépôts à terme s'est fortement accru (cf. graphique I).

Conclusions

Pour conclure, si les banques luxembourgeoises ont vu diminuer leur marge d'intérêts depuis la crise financière, la majorité d'entre elles ont toutefois bien résisté à l'environnement de taux extrêmement faibles et sont devenues moins sensibles aux baisses des taux directeurs au fil des quatre dernières années. Les établissements de crédits ont absorbé le recul des taux dans leur marge grâce à une augmentation du volume des crédits accordés et une baisse de leurs charges d'intérêts.

Une comparaison avec les autres pays de la zone euro et une modélisation de la marge d'intérêts au niveau individuel permettraient de déterminer si les banques au Luxembourg s'en sont mieux sorties que dans les autres pays et de mieux comprendre comment chaque banque a réagi à cet environnement de taux faibles.

Mieux capter les effets du cycle économique dans les prévisions d'inflation

Sur les années 2014-2016, l'inflation sous-jacente était très faible au Luxembourg et en zone euro. Ni le STATEC, ni les institutions internationales n'avaient anticipé ce manque de dynamisme des prix. Potentiellement, cela résulte de la faible capacité des modèles de prévision à tenir compte de la morosité de l'économie et de la sous-utilisation considérable des capacités de production (*slack* en anglais). Dans le cadre de cette étude, on recherche la mesure de *slack* la plus à même d'expliquer l'inflation au Luxembourg. Il s'avère que la prise en compte de certains indicateurs liés au marché du travail aurait permis de réduire la surestimation sur les dernières années.

Fin 2013 – la zone euro venait de sortir de récession – l'inflation hors énergie et alimentation était tombée en dessous de 1%. Dans ses prévisions de mars 2014, la Banque centrale européenne (BCE) tablait sur un renforcement de ce taux à 1.1% en 2014, 1.4% en 2015 et 1.7% en 2016, en lien avec la "reprise graduelle prévue de l'activité économique"¹.

En janvier 2017, après une période de croissance ininterrompue mais molle de 15 trimestres², le président de la BCE Mario Draghi admet que les mesures de l'inflation sous-jacente "n'ont pas encore montré de signes convainquants d'un rebond"³. Il faut attendre jusqu'au deuxième trimestre 2017 pour voir le taux trimestriel de l'inflation sous-jacente repasser au-dessus du seuil de 1% sur un an.

Mieux prendre en compte le *slack* dans les modèles de prévision

Les prévisions d'inflation se basent traditionnellement sur les enseignements de l'économiste Phillips qui étudiait la relation inverse entre chômage et inflation (représentée par la "Courbe de Phillips"). Ainsi, la baisse du chômage, engendrée elle-même par la croissance économique, augmenterait les pressions sur les salaires et les prix. Phillips part de l'idée que si toutes les capacités de production sont utilisées (du facteur travail dans ce cas), le pouvoir de négociation des travailleurs devrait être élevé. De façon plus générale, la théorie keynésienne stipule que plus l'économie peine à satisfaire la demande, plus les tensions sur les prix seront élevées.

Ces idées sous-tendent aussi le modèle de prévision de l'inflation sous-jacente au Luxembourg du STATEC, décrit dans la NDC 2-2016⁴. Ce modèle, qui intègre l'écart de production (*output gap*⁵) comme mesure de *slack*, a mal performé sur les années récentes: la désinflation en 2013 avait été anticipée sans pour autant prévoir les niveaux très bas de l'inflation sous-jacente observés de 2014 à 2016 (cf. graphique A). Sur cette période, le taux trimestriel de l'inflation sous-jacente a été quasi systématiquement surestimé (cf. graphique B).

La faible progression des prix et des salaires sur les dernières années a amené la BCE⁶ à considérer des "mesures plus larges des capacités inutilisées", notamment sur le marché du travail. Le manque de pression sur les prix s'expliquerait ainsi par des surcapacités encore élevées, malgré la réduction du *slack* indiquée par des mesures traditionnelles (taux de chômage, écart de production).

Au-delà de la morosité conjoncturelle, des effets structurels pourraient expliquer pourquoi les relations relevées sur le passé ne semblent plus tenir la route. Ainsi, le développement de l'e-commerce engendrerait une augmentation de la concurrence et de la transparence sur les marchés (possibilité de comparer les prix), ce qui pousserait l'inflation à la baisse.

¹ Cf. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201403fr.pdf?cfcdca14c8a41a8e3f0928b94237fa5f5>.

² La croissance annuelle pour 2016 de 1.8% en zone euro correspond tout de même aux prévisions de mars 2014.

³ Cf. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170720.fr.html>.

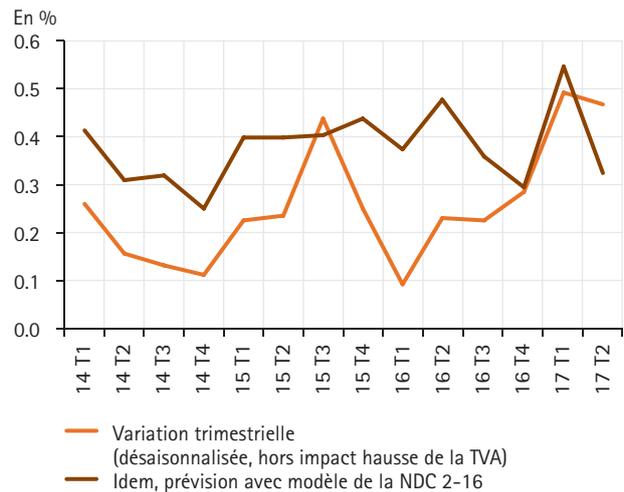
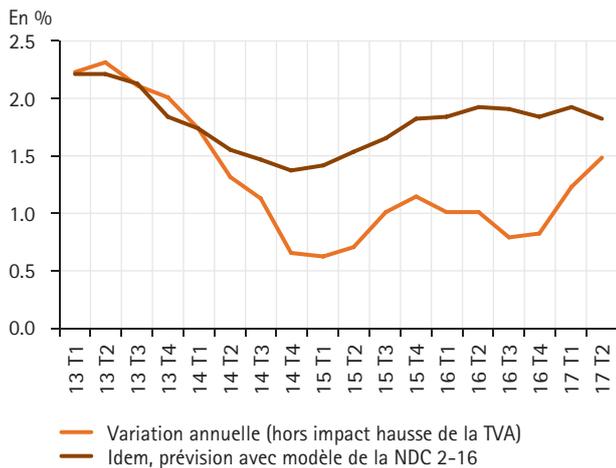
⁴ Cf. "Prévisions d'inflation: vers une meilleure cohérence entre court et moyen termes", NDC 2-2016, pp. 80-83.

⁵ Écart entre le niveau réel du PIB et son niveau potentiel.

⁶ Cf. "Évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail", Bulletin économique de la BCE, 3/2017, https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/be3_2017_fr.pdf.

Graphiques A et B

Surestimation quasi systématique de l'inflation sous-jacente de 2014 à 2016



Source: STATEC

Selon une autre piste, l'inadéquation des modèles du passé s'expliquerait par les réformes du marché du travail effectuées dans un certain nombre d'économies européennes après la crise. S'agissant majoritairement de flexibilisation du marché de travail, la réactivité au *slack* devrait avoir changé.

Autant de raisons pour réexaminer le modèle de prévision. Dans le cadre de cette étude, les questions suivantes seront analysées:

- Quelle mesure de *slack* est la plus appropriée pour expliquer l'inflation sous-jacente au Luxembourg?
- Est-ce qu'un autre modèle de prévision aurait anticipé la faiblesse de l'inflation sur les dernières années?

Quelle mesure du *slack*?

Alors que, dans le modèle de prévision actuel, l'*output gap*⁷ du Luxembourg a été retenu comme mesure de *slack*, cette étude vise à étendre la liste des indicateurs.

À l'instar de la littérature sur ce sujet, il s'agit de considérer également des variables du marché de travail. Au-delà de l'*output gap* ou de la croissance du PIB, la liste des indicateurs testés se présente ainsi :

- taux de chômage (concepts ADEM – au sens strict et au sens large – et Eurostat);
- écart de chômage (écart entre le taux de chômage et le taux de chômage structurel⁸);
- coût salarial moyen (en variation, hors indexation, avec/hors secteur financier);
- indicateur de tension du marché du travail (rapport entre nouvelles offres d'emplois et nouvelles inscriptions au chômage);
- différentes séries issues de l'enquête de conjoncture dans l'industrie (taux d'utilisation des capacités de production, insuffisance de la demande ou de main-d'œuvre).

⁷ Notons que ces variables peuvent être sujettes à des erreurs de mesure, ce qui est d'autant plus vrai quand il s'agit d'écart par rapport à des niveaux potentiels/structurels, par nature inobservables. Récemment, le PIB luxembourgeois et donc l'*output gap* ont encore été révisés.

⁸ Encore appelé NAWRU (*Non-accelerating wage rate of unemployment*). Source de ces données: AMECO.

Une autre extension possible concerne l'utilisation de variables internationales. Dans la littérature, le soutien empirique pour l'inclusion d'une variable de *slack* étranger pour expliquer l'inflation domestique est mitigé. Pour le Luxembourg, en tant que petite économie très ouverte, les facteurs étrangers pourraient revêtir un rôle plus important. Au lieu de considérer uniquement les séries luxembourgeoises, on intègre donc également des séries pour les pays voisins (individuellement ou de façon combinée), la zone euro et l'Union européenne. Dans un monde globalisé, le *slack* externe pourrait effectivement impacter l'inflation au Luxembourg. L'impact direct est certes déjà considéré à travers les prix des biens importés (cf. section suivante). Toutefois, l'influence s'étend au-delà de ce canal direct, notamment si, dans les négociations salariales et lors du mécanisme de fixation des prix au Luxembourg, il est tenu compte de la situation concurrentielle et de la possibilité de délocalisation.

Toutes ces variables ont été considérées non seulement en niveau, mais également en différence première. De plus, puisque leur impact sur l'inflation au Luxembourg n'est probablement pas instantané, elles sont testées avec différents retards (jusqu'à un maximum de 5 trimestres).

La (les) courbe(s) de Phillips

Comme l'a noté la BCE en 2014⁹, il n'existe "pas de concept unique de la courbe de Phillips", mais plutôt de nombreuses spécifications "similairement plausibles". En pratique, on peut considérer différentes mesures de *slack* et d'inflation et il se trouve dans la littérature notamment des modèles avec ou sans anticipations et prix importés (respectivement avec différentes mesures de ces derniers).

La variable dépendante que le STATEC veut prévoir est le taux trimestriel de l'inflation sous-jacente désaisonnalisée¹⁰. Par rapport à la version du modèle de prévision présenté dans la NDC 2-16, la variation des prix des aliments non traités (composante très volatile de l'indice des prix) a été incluse comme variable explicative afin de limiter l'impact de ces variations exceptionnelles, susceptibles de perturber l'identification de la relation.

Il paraît important, dans chaque spécification, de tenir compte des prix importés. Ainsi, une partie de la faiblesse de l'inflation sous-jacente de ces dernières années est imputable à l'impact retardé de la baisse des prix des consommations intermédiaires et des prix pétroliers sur les coûts de production des biens et services. Par conséquent, on contrôle pour l'impact des prix importés non énergétiques et pour celui du cours du pétrole sur l'inflation sous-jacente.

Les spécifications peuvent être résumées sous la forme suivante:

$$InflatSJ = c + \alpha_1 \delta \text{PrixImp} + \alpha_2 \delta \text{Brent} + \alpha_3 \delta \text{AlimNT} + \alpha_4 \Delta \text{Anticip} + \alpha_5 \text{InflatZE} + \alpha_6 \text{Slack} + \epsilon^{11}$$

(en gras: régresseurs inclus dans toutes les spécifications)

Dans une première étape, près d'un millier de spécifications ont été estimées et classées en fonction de leurs coefficients de détermination (R^2) et des erreurs de prévision. À côté des différentes mesures de *slack* (cf. ci-dessus), les spécifications varient essentiellement en fonction de l'inclusion ou non de l'inflation de la zone euro et des anticipations correspondantes comme variables de contrôle.

Les variables du marché du travail performant mieux que l'*output gap*

Les résultats de cette première étape apportent déjà des enseignements intéressants. Premièrement, ce sont des mesures du marché du travail, notamment celles relatives au taux de chômage, qui génèrent les R^2 les plus élevés et les erreurs de prévisions les plus faibles. En particulier, l'écart de chômage dans la zone euro (i.e. la différence entre le taux de chômage observé et le taux de chômage structurel) se distingue.

Deuxièmement, avec chaque mesure de *slack* considérée, l'inflation sous-jacente aurait tout de même été surestimée de façon systématique sur les dernières années. Les meilleurs modèles génèrent des prévisions qui se rapprochent considérablement de l'inflation sous-jacente observée sur cette période (par rapport aux prévisions des modèles utilisés jusqu'à maintenant, cf. section suivante) mais sans arriver à éliminer le biais précité.

⁹ Cf. "The Phillips curve relationship in the euro area", ECB Monthly Bulletin, July 2014, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art3_mb201407_pp99-114en.pdf?3f22e38ea44470585f0056452f6efdae.

¹⁰ Pour les besoins de cette étude, cette variation a été nettoyée de l'effet de l'indexation et de la hausse de la TVA grâce aux estimations d'impact réalisées par le passé.

¹¹ Le symbole δ indique des variations en % alors que Δ indique une différence première.

Après avoir identifié les meilleures mesures individuelles du *slack*, les spécifications ont encore été affinées. D'un côté les différentes mesures du *slack* ont été combinées. Cela a permis d'utiliser simultanément une mesure du *slack* européen avec une mesure du *slack* luxembourgeois, ou encore, un *slack* qui représente le marché du travail à côté de l'*output gap*. De plus, des modèles à correction d'erreur ont été testés.

Les différentes spécifications varient également en fonction de l'inclusion ou non des anticipations d'inflation et de l'inflation en zone euro. La non-inclusion systématique des anticipations d'inflation s'explique par le fait que dans de nombreuses spécifications, le coefficient de cette variable s'avérait non significatif.

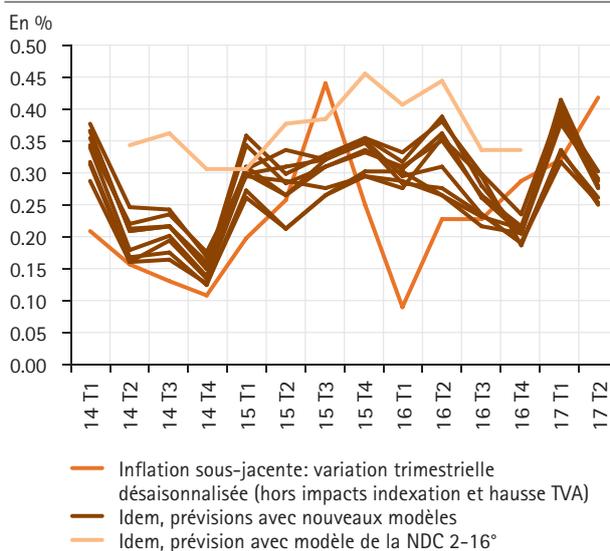
Quant à l'inflation en zone euro, cette variable peut certes être utile, notamment pour tenir compte de chocs affectant identiquement l'inflation au Luxembourg et celle en zone euro. Dans le cadre des exercices de prévision, on intègre pour cette variable les prévisions de la BCE. Toutefois, ces dernières avaient tendance à converger vers la cible des 2% (la valeur fixée par la BCE pour respecter son principal objectif de maintenir la stabilité des prix), ce qui ne se matérialisait plus sur les dernières années. Ces erreurs de prévision de la BCE affectent par conséquent celles du STATEC.

Plusieurs spécifications permettent de réduire les erreurs de prévisions

Le **graphique C** montre les prévisions réalisées à l'aide des différentes spécifications retenues. Si l'on compare ces prévisions à celles du modèle de la NDC 2-16, il devient évident que la surestimation de l'inflation sous-jacente sur les dernières années aurait été bien moindre avec les nouveaux modèles.

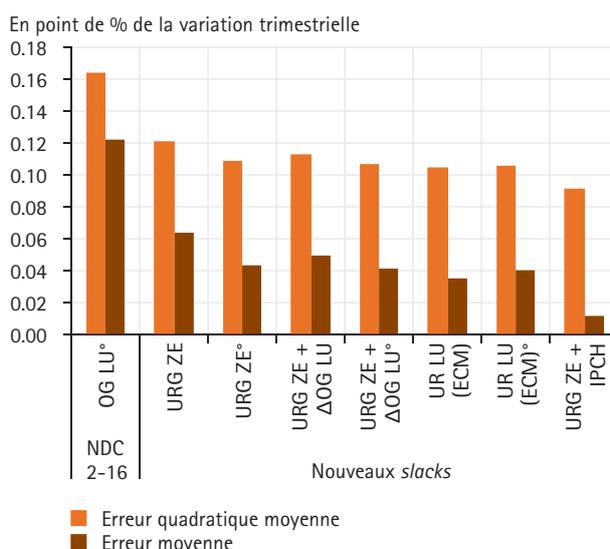
Les erreurs de prévisions afférentes sont représentées au **graphique D**. L'erreur quadratique moyenne informe sur le décalage moyen entre les prévisions et l'inflation sous-jacente observée alors que l'erreur moyenne mesure la surestimation systématique au cours de la période 2014-16.

Graphique C
Moindre surestimation avec les nouveaux modèles*



Source: STATEC
* Prévisions t+1 "en temps réel", c.-à-d. avec les coefficients tels qu'on les aurait estimés à l'époque
° Série représentée sur la période pour laquelle une comparaison directe est possible

Graphique D
Des erreurs de prévision (2014-2017) moindres avec les nouveaux *slacks*



Source: STATEC
° Modèles avec anticipations
Abréviations: Alim=Inflation des aliments non traités; IPCH = inflation de la zone euro; URG ZE=Écart de chômage en zone euro; UR LU=Taux de chômage au Lux.; ΔOG LU=Variation de l'écart de production au Lux.; ECM = Modèle à correction d'erreurs

Plusieurs constats s'imposent :

- par rapport au modèle présenté dans la NDC 2-16, les erreurs quadratiques moyennes (EQM) sont réduites de 30 à 40%, et ce même sans prendre en compte l'inflation de la zone euro;
- les meilleures performances proviennent des modèles qui intègrent l'écart de chômage dans la zone euro. La combinaison de plusieurs mesures du *slack*, ou l'introduction des anticipations d'inflation, permettent de réduire encore marginalement les EQM ainsi que le biais (surestimation systématique);
- les modèles à corrections d'erreurs (ECM) ont des erreurs encore plus faibles (et avec 0.73 les R² ajustés les plus élevées). Le taux de chômage luxembourgeois représente le seul *slack* dans la relation de court terme. Ces modèles exploitent en plus l'information sur la relation de long terme entre les prix à la consommation et les prix importés;
- pour réduire encore davantage les erreurs de prévisions, il faudrait intégrer l'inflation de la zone euro. La bonne performance est néanmoins conditionnée par une prévision parfaite de cette dernière. Or, comme mentionné, les prévisions de la BCE en la matière étaient une source d'erreur par le passé.

Conclusions

Un premier enseignement intéressant de ces travaux de réorientation de l'équation de prévision de l'inflation concerne les mesures de *slack* qui ressortent comme les plus adaptées. D'abord, l'extension vers les mesures du marché de travail a porté ses fruits, les variables relatives au chômage apportant une amélioration significative. De plus, une mesure du *slack* étranger – en l'occurrence l'écart de chômage en zone euro – s'est régulièrement retrouvée en haut du classement des variables testées. Au-delà de l'inflation importée, les conditions sur les marchés du travail européens semblent donc influencer les prix à la consommation au Luxembourg.

Par ailleurs, même si les nouveaux modèles n'avaient pas permis d'éviter complètement la surestimation de l'inflation sous-jacente sur les années 2014-2016, ils l'auraient considérablement diminué. Les erreurs de prévision restantes pourraient par exemple provenir de changements structurels qui ne sont pas identifiés par les équations.

De plus, les erreurs de prévision pourraient être moindres si l'on disposait de bonnes prévisions pour l'inflation de la zone euro.

Au final, il apparaît difficile de privilégier un seul modèle par rapport aux autres. Pour les exercices de prévisions futurs, le STATEC devrait à cet égard conserver une panoplie de modèles, et appliquer éventuellement une approche dénommée "*thick modelling*", qui consiste à combiner les prévisions de différents modèles¹². Des analyses régulières sur les erreurs relatives aux derniers trimestres observés pourraient (ré)orienter le choix des modèles à considérer.

¹² W.J Granger, Clive & Jeon, Yongil (2004), "Thick modeling", *Economic Modelling*, 21. 323-343.

6.4

Modélisation des recettes fiscales: la taxe d'abonnement

Pour bien comprendre et anticiper l'évolution des recettes fiscales, il est essentiel d'en connaître les déterminants. Cette étude montre que dans le cas de la taxe d'abonnement, la mise en relation économétrique avec la principale base fiscale ainsi que la prise en compte de la composition de cette dernière permettent d'expliquer environ 80% de la variation trimestrielle des recettes sur la période 2009-2017. Ainsi, à condition de connaître l'évolution des déterminants, le modèle permet d'établir des prévisions d'une bonne qualité.

La taxe d'abonnement (Tabo) est décrite par l'Administration de l'enregistrement et des domaines (AED¹) comme "un droit d'enregistrement établi sur la négociabilité des titres. Elle présente sous une autre forme, le droit d'enregistrement auquel donnerait lieu la cession des titres. Elle a pour objet l'imposition de la circulation présumée des actions. La déclaration et le paiement de la taxe sont faits à la fin du trimestre". En 2016, les recettes de la taxe d'abonnement ont constitué un peu plus de 6% des recettes fiscales totales (hors cotisations sociales).

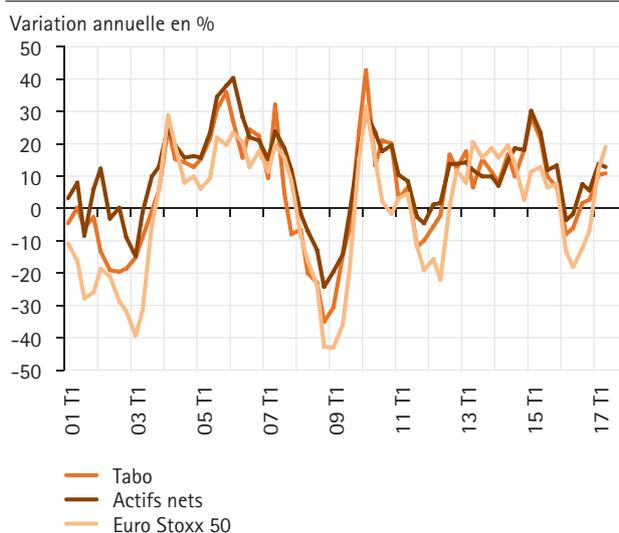
Son champ d'application s'étend actuellement aux sociétés de gestion de patrimoine familial (SPF), aux fonds d'investissement spécialisés (FIS), aux fonds d'investissement alternatifs réservés (FIAR) et aux organismes de placement collectif (OPC). Alors que pour les SPF, la base imposable est constituée par le capital social libéré ajusté, qui est taxé au taux de 0.25%, les FIS, FIAR et les OPC sont taxés sur leurs actifs nets. Le taux "normal" pour les OPC se chiffre à 0.05%, tandis que certains OPC bénéficient du taux réduit de 0.01% et que d'autres sont complètement exonérés. Pour les FIS et les FIAR, le taux "normal", s'appliquant à tous ceux qui ne sont pas exonérés, s'élève à 0.01%.

Évolution des recettes et de leurs déterminants

En 2014, 98.8% des recettes de la taxe d'abonnement relevaient des FIS et des OPC², l'assiette correspondante étant la valeur de leurs actifs nets.

Ceux-là dépendent de l'évolution du nombre de fonds gérés au Luxembourg ainsi que de la valeur des fonds. Cette valorisation varie quant à elle au gré des fluctuations boursières. Le **graphique A** confirme le lien étroit des évolutions de court terme des actifs nets sous gestion au Luxembourg, de l'indice boursier de référence des marchés de la zone euro (Euro Stoxx 50) et des recettes au titre de la taxe d'abonnement³.

Graphique A
Relation étroite entre recettes de taxe d'abonnement, actifs nets* et cours boursiers



Sources: AED, CSSF, Macrobond, STATEC
*Actifs nets du dernier mois d'un trimestre

¹ Cf. <http://www.aed.public.lu/autres/societes/abonnement/index.html>.

² Cf. http://www.bcl.lu/fr/cadre_juridique/documents_nationaux/avis_bcl/budget/Avis-BCL-2016.pdf, p.70.

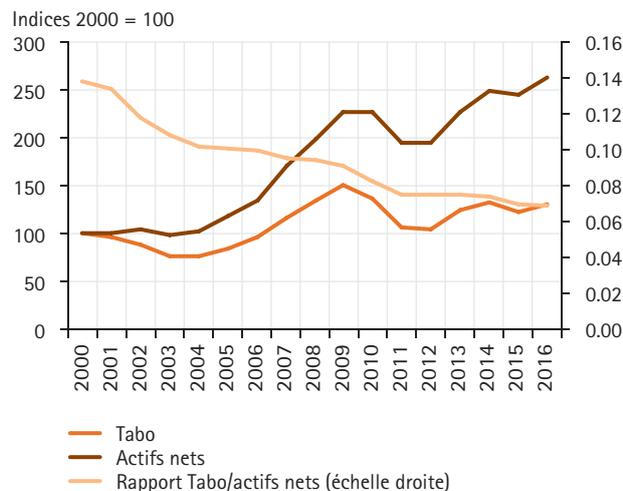
³ Dans cette étude, contrairement aux analyses du chapitre 5, nous utilisons des données en base caisse transactionnalisée pour les recettes de taxe d'abonnement. Comme les recettes relatives au premier trimestre ne sont encaissées qu'au cours du deuxième, elles s'inscrivent en T2 en base caisse. En base caisse transactionnalisée, elles sont avancées vers T1 pour les rapprocher de leur fait générateur.

Alors que, de façon générale, l'évolution des séries des recettes et de la base fiscale se suivent de près, des écarts se creusent à certains moments. Ils s'expliquent principalement par les mesures discrétionnaires et des effets de composition.

Des mesures discrétionnaires affectent la progression des recettes, dans le sens où le champ d'application de la taxe d'abonnement et les taux applicables ont souvent été modifiés au fil des années. Notons que des baisses de taux, notamment l'introduction du taux réduit, ont pu conduire à une augmentation (!) des recettes fiscales. Comme le précise le Conseil économique et social (CES)⁴, "le taux réduit de 0.01% a été introduit pour, précisément, attirer et développer des fonds monétaires au Luxembourg. [...] Ces modifications sont le résultat d'une politique volontariste qui a permis au Luxembourg de faire face à une concurrence accrue au niveau mondial".

Le **graphique B** montre le fort accroissement des actifs nets sous gestion au Luxembourg et la réduction de la charge fiscale entre 2000 et 2016. Sur cette période, le taux d'imposition implicite (Tabo/actifs nets) s'est réduit de moitié. En d'autres mots, il faut 2 fois plus d'actifs nets pour générer un euro de recettes en 2016 qu'encore en 2000. Ceci explique pourquoi les recettes ont progressé beaucoup moins rapidement que les actifs nets sur cette période.

Graphique B
La croissance de la base fiscale dépasse celle des recettes

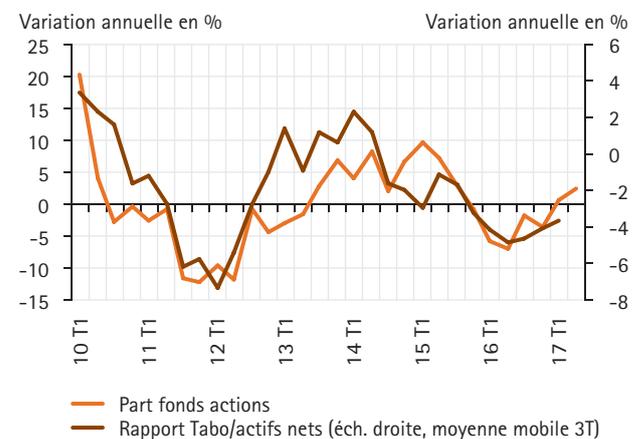


Sources: AED, CSSF, STATEC

Dernièrement, des changements dans la composition des actifs sous gestion affectent les recettes collectées. Ainsi, le rapport entre les actifs nets sous gestion et les rentrées fiscales varie non seulement face à des changements au niveau des taux théoriques, mais également suite à des changements du type des fonds sous gestion.

Comme vu précédemment, différents taux de taxation s'appliquent aux divers types de fonds. Si des fonds taxés plus faiblement se substituent à un autre type de fonds pour lequel le taux de taxation est plus élevé, le ratio Tabo/actifs nets va diminuer. Ceci a été notamment le cas en 2008 (crise financière) et en 2011 (crise de la dette souveraine en zone euro). Au vu de la dégradation de l'environnement économique et financier, les investisseurs se sont alors redirigés vers des titres moins risqués en privilégiant notamment les fonds obligataires ou mixtes (actions et obligations) par rapport aux fonds à actions. Puisque les fonds à actions sont taxés plus fortement, cette part (cf. **graphique C**) influence le rapport actifs nets/recettes.

Graphique C
La part des fonds d'actions influe sur le taux d'imposition implicite



Sources: AED, CSSF, STATEC

⁴ Cf. "Analyse des données fiscales au Luxembourg", CES (2015), p.133.

Modélisation économétrique des recettes

Les relations esquissées schématiquement ci-dessus peuvent être mises en équations sur base des données observées. Puisque celles sur la composition des actifs gérés au Luxembourg ne sont disponibles qu'à partir de 2009, l'estimation économétrique se limitera à la période 2009T1-2017T2. Ceci permet en outre de faire l'impasse sur une correction pour mesures discrétionnaires, les principaux changements de taux ayant eu lieu sur la période antérieure.

Un modèle à correction d'erreur (ECM) est utilisé pour estimer à la fois l'élasticité de court et de long terme des recettes de taxe d'abonnement par rapport aux déterminants. Ce type de modèle permet d'expliquer les variations à court terme des recettes non seulement par les variations de court terme des variables indépendantes, mais tient également compte de la convergence vers leur équilibre de long terme après toute déviation de ce dernier.

Le modèle estimé se présente ainsi :

$$\Delta \log(\text{Tabo}_t) = c + \beta_1 \Delta \log(\text{Actifs nets}_t) + \beta_2 \Delta \log(\text{Part actions}_t) + \gamma \log(\text{Tabo}_{t-1}) + \delta_1 \log(\text{Actifs nets}_{t-1}) + \delta_2 \log(\text{Part actions}_{t-1}) + \varepsilon_t$$

où c est la constante, ε_t le résidu et les β donnent les élasticités de court terme des recettes par rapport aux déterminants. Le coefficient γ , associé aux recettes en niveau retardées d'une période, décrit la vitesse d'ajustement. Il doit être négatif et se situe normalement entre -1 et 0, les valeurs proches de -1 décrivant un ajustement très rapide. Les élasticités de long terme correspondent quant à elles aux rapports $-\delta/\gamma$.

Les résultats de cette estimation sont présentés dans le [tableau A](#). L'élasticité de court terme des recettes par rapport aux actifs nets de 0.84 indique que si ces derniers augmentent de 1%, les recettes de taxe d'abonnement s'accroissent de plus de 0.8%. Notons que, suite à la marge d'erreur comprise dans une telle estimation, l'élasticité pourrait également être unitaire⁵. L'élasticité de long terme est estimée à un niveau similaire et la vitesse d'ajustement semble être très rapide⁶. Les élasticités pour la part des fonds à actions sont plus faibles.

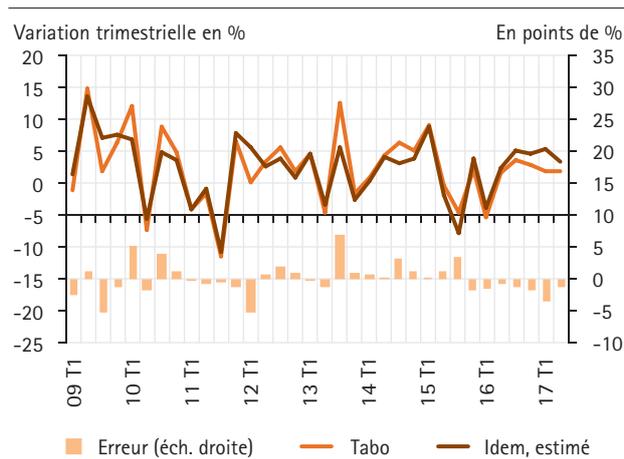
Le coefficient de détermination (R^2) de 0.80 indique que ce modèle est capable d'expliquer 80% de la variation trimestrielle des recettes de taxe d'abonnement sur la période 2009-2017. La confrontation graphique ([graphique D](#)) de la réalité (variation trimestrielle des recettes encaissées) avec l'estimation du modèle montre également que les différences – les erreurs – sont généralement faibles.

Tableau A
Résultats de l'estimation économétrique

Variable dépendante: $\Delta \log(\text{Tabo})$	
Période: 2009T1 - 2017T2 (34 obs)	
Elasticité de long terme	
Log (Actifs nets)	0.82***
Log (Part actions)	0.28***
Elasticité de court terme	
$\Delta \log(\text{Actifs nets})$	0.84***
$\Delta \log(\text{Part actions})$	0.50**
Vitesse d'ajustement (terme à correction d'erreurs)	-0.93***
R^2	0.80

Notes: */**/** Seuils de significativité à 10%/5%/1%. Toutes les variables ont été désaisonnalisées. Estimation par OLS. Des tests effectués sur les résidus pointent vers leur normalité, leur homoscedasticité et l'absence d'autocorrélation.

Graphique D
Des estimations généralement proches de la réalité



Sources (données): AED, CSSF, STATEC; Estimation: STATEC

⁵ Indiqué par le Wald-test: non-rejet de l'hypothèse que le coefficient=1.

⁶ -0.93, donc très proche de -1 qui signifie un retour vers l'équilibre en 1 trimestre.

La qualité des prévisions

Pour savoir si le modèle est capable de générer de bonnes prévisions, il est en outre utile d'analyser sa capacité à prévoir le passé récent. Le **tableau B** présente des statistiques qui permettent de juger de la qualité des prévisions sur la période 2013T1–2017T2 en les confrontant à la réalité, déjà connue. Pour avoir une idée de l'ordre de grandeur de ces statistiques, on les compare aux erreurs d'une prévision "naïve" (modèle simple avec uniquement une constante et la variable dépendante retardée d'un trimestre comme déterminants).

Il s'avère que le gain engendré par le modèle proposé est substantiel, l'erreur absolue moyenne étant divisée par deux par rapport à la prévision naïve. L'indice Theil – indicateur qui peut prendre des valeurs entre 0 (bien) et 1 (mauvais) – témoigne aussi d'une forte amélioration. La décomposition de cet indice révèle qu'aucune des deux prévisions ne sur- ou sous-estime les recettes, respectivement leur variation, systématiquement (proportions proches de 0%). Même si la prévision naïve semble donc être non biaisée en moyenne, elle paraît beaucoup moins apte que le modèle proposé à reproduire la variabilité de la série à prévoir (proportion de la variance beaucoup plus élevée). Pour les prévisions du modèle, les erreurs apparaissent majoritairement (97%) comme des erreurs non systématiques qui s'expliquent par des fluctuations erratiques. Ceci témoigne généralement d'une bonne qualité de prévision.

Tableau B
Une amélioration substantielle par rapport à une prévision naïve

2013T1–2017T2	Prévision par l'équation	Prévision naïve*
Erreur absolue moyenne	0.017	0.034
Erreur relative°	64%	104%
Indice Theil	0.24	0.60
Biais proportion	1%	0%
Variance proport.	2%	85%
Covariance proport.	97%	15%

Source: STATEC

* Modèle simple qui se base sur la valeur de la variable dépendante du dernier trimestre et une constante.

° Erreur absolue moyenne en % de la variation trimestrielle des recettes

Conclusions: comprendre le passé pour mieux prévoir le futur?

Il s'avère qu'il est bien possible de modéliser, donc d'expliquer, la majeure partie (80%) de la variation des recettes encaissées au titre de la taxe d'abonnement depuis 2009 à l'aide de la base fiscale et de la prise en compte de la composition de celle-ci. Le modèle admet également des propriétés désirables quant aux erreurs engendrées et semble apte à générer des prévisions d'une très bonne qualité.

Il faut cependant rappeler que ces prévisions présupposent que les valeurs des variables explicatives soient connues, ce qui n'est pas le cas en conditions réelles. Il faut alors travailler avec des hypothèses et relier la base fiscale notamment à l'évolution de l'Euro Stoxx 50. La bonne prévision de ce dernier est elle-même évidemment particulièrement difficile. L'avantage de disposer d'une équation estimée consiste à pouvoir établir des trajectoires cohérentes entre évolutions boursières et recettes de taxe d'abonnement.

Liste des études publiées dans les dernières Notes de conjoncture

NDC 01-2017	Mai 2017
Une consommation des ménages encore timide	Page 43
Des exportations de services non financiers en nette progression	49
Impact de l'indexation sur l'inflation sous-jacente	51
Projections à moyen terme 2017-2021	56
Impact de la réforme fiscale en faveur des entreprises	59
Uncertainty and forecast errors	66
NDC 02-2016	Novembre 2016
An evaluation of STATEC's forecasting performance	62
Le processus de Brexit et l'estimation de son impact	71
Prévisions d'inflation: vers une meilleure cohérence entre court et moyen termes	80
Qualité des prévisions mensuelles d'inflation	84
Un accélérateur financier pour Modux	87
NDC 01-2016	Mai 2016
Prévisions d'inflation: que révèlent les anticipations?	66
Transmission des prix des matières premières alimentaires aux prix à la consommation	69
Incidences directes et indirectes de la rechute du prix du pétrole sur l'inflation	72
Income gains for households, corporations and government through falling oil prices	74
Impact des flux de demandeurs de protection internationale sur les principaux agrégats macroéconomiques	82
Secteur financier luxembourgeois: la résilience dans la mutation	87
Fluctuations boursières et performance économique	93
Impact de la réforme fiscale en faveur des ménages	96
NDC 02-2015	Novembre 2015
Les économies émergentes dans une période de troubles: est-ce inquiétant pour le Luxembourg?	14
Relèvement de la TVA: un effet perturbateur sur la dynamique des indicateurs de court terme	28
Des investissements qui manquent encore de ressort	32
Prix des matières premières métalliques et énergétiques: pourquoi ont-ils encore plongé?	41
Impact de la hausse de la TVA sur l'inflation – mise à jour	47
Scénario alternatif: un ralentissement plus sévère qu'anticipé en Chine	89
NDC 01-2015	Juin 2015
Transmission du prix du pétrole aux prix à la consommation énergétique	31
Impact de la hausse de la TVA sur l'inflation	33
Les effets potentiels de l'indexation et du salaire social minimum sur l'inflation au Luxembourg	35
Les soparfis – locomotive de l'emploi du secteur financier	50
Moins de créations d'emplois dans le secteur public	52
TIC et logistique: un impact mitigé en termes d'emploi	54
Une évaluation des mesures du "Zukunftspak" à l'aide des modèles du STATEC	86
Impact d'un choc de croissance favorable dans la zone euro	94
NDC 02-2014	Novembre 2014
Impact des révisions des comptes nationaux et de la balance des paiements	16
La Garantie pour la Jeunesse et son impact potentiel sur le chômage	68
On the relationship between unemployment and employment in Luxembourg	70

NDC 01-2014	Mai 2014
La perception de l'évolution de prix à la consommation par les ménages	Page 53
Une tendance désinflationniste confirmée par différents indicateurs d'inflation sous-jacente	55
Réductions d'effectifs dans le secteur bancaire: un impact à la hausse sur le coût salarial	62
Une relation modifiée entre chômage et emploi?	92
Impact de la disparition de la TVA issue du commerce électronique	136
Impact de la hausse de la TVA	138
NDC 02-2013	Octobre 2013
L'emploi intérimaire: un indicateur précurseur pour le marché du travail au Luxembourg?	71
Un indicateur de tensions sur le marché du travail pour le Luxembourg	83
Marché du travail: une précarisation accrue avec la crise?	84
Impact de l'introduction de l'échange automatique pour les paiements d'intérêts au sein de l'UE	118
NDC 03-2012	Novembre 2012
Évolution conjoncturelle des heures payées	56
Mesures budgétaires, activité économique et solde des finances publiques: petit précis de multiplicateurs keynésiens	95
NDC 02-2012	Juillet 2012
Modification des données sur le marché du travail luxembourgeois: définitions, explications, impacts	69
Analyse comparative de la productivité (Luxembourg, zone euro) depuis le début de la crise	91
NDC 01-2012	Avril 2012
Nouvelle gouvernance économique pour l'Union européenne	10
Analyse des différentes versions successives des prévisions élaborées dans le cadre du semestre européen	37
NDC 03-2011	Décembre 2011
Les révisions des comptes nationaux annuels publiés à l'automne 2011	19
Analyse rétrospective sur les révisions du PIB nominal	22
Réorientation des exportations de services vers les marchés à forte croissance: une réalité pour le Luxembourg?	24
Cyclicité des mesures pour l'emploi	85
Le chômage au Luxembourg prend un caractère de plus en plus structurel	90
Effets de la population des travailleurs handicapés et/ou à capacité de travail réduite sur la structure du chômage ADEM	94
Un scénario alternatif basé sur une aggravation substantielle de la crise financière	116
Quelle est la portée pour l'économie luxembourgeoise de la baisse des indices boursiers observée depuis le printemps 2011?	118
NDC 02-2011	Juillet 2011
L'écart inflationniste entre le Luxembourg et les pays frontaliers	49
Transmission des prix du pétrole aux prix à la consommation	52
Taux d'inflation par catégorie de ménage	58
Impact macro-économique de la modulation du mécanisme de l'indexation automatique des salaires en 2011	106
Impact macro-économique de la baisse de 10% de l'indice boursier européen Eurostoxx	111
NDC 01-2011	Mai 2011
Comparaison des taux de croissance potentiels et des écarts de production pour le Luxembourg	29
Modulations de l'indexation automatique et inflation	51
Les équations liant le PIB de la zone euro et les variables de demande étrangère dans Modux	63

NDC 02-2010	Novembre 2010
Le Luxembourg dans la crise: retour sur 2008 et 2009	Page 15
Utilité de l'enquête d'opinion du secteur de la construction pour l'analyse conjoncturelle	28
Impact observé de la tranche indiciaire sur le prix de certains services	49
Impact de la conjoncture sur les recettes fiscales	86
NDC 01-2010	Juin 2010
Analyse statistique des révisions du PIB trimestriel du Luxembourg	14
Évolution des parts de marché à l'exportation du Luxembourg entre 2002 et 2009	56
Les entreprises actives dans le domaine informatique et celui de l'information peu touchées par la crise	61
Crise financière et interventions gouvernementales	90
Impact de la rétention importante de main-d'œuvre sur les perspectives à court terme du marché du travail	115
Prise en compte du modèle d'indicateurs précurseurs du STATEC pour l'établissement de la prévision du PIB	130
NDC 02-2009	Novembre 2009
Relation entre les enquêtes conjoncturelles et les enquêtes d'activité: une application sur la production industrielle luxembourgeoise	19
Recours massif au chômage partiel en 2009	64
Effet des mesures pour l'emploi sur le taux de chômage	72
NDC 01-2009	Mai 2009
Indicateurs avancés: que suggèrent-ils pour l'évolution du PIB à court terme	8
Évolution récente de l'activité de crédit	69
Les profils des travailleurs frontaliers et résidents	112
NDC 02-2008	Novembre 2008
L'ampleur de la crise économique actuelle comparée à la période de ralentissement 2001-2003	17
Les prix des matières premières en recul	49
L'impact mécanique de l'indexation automatique sur l'évolution des salaires	56
Opérations de sauvetage dans le secteur financier	74
Conséquences macroéconomiques suite à l'introduction du "statut unique"	86
NDC 01-2008	Juin 2008
La faible diversification de l'économie luxembourgeoise est-elle un facteur de risque?	50
Comparaison européenne de l'inflation sur les dix dernières années	75
Écarts entre prévisions et réalisations effectives des soldes publics pour les années 2005-2007	125
NDC 03-2007	Mars 2008
Évolution récente du pouvoir d'achat au Luxembourg	39
L'impact du secteur financier sur le reste de l'économie	70
NDC 02-2007	Octobre 2007
La hausse des taux se répercute sur le coût des crédits immobiliers	23
Productivité du travail dans les branches: comparaison entre le Luxembourg et la zone euro	35
Influence de la structure de consommation sur l'inflation	47
NDC 01-2007	Mai 2007
Dynamique du cycle des affaires au travers des branches: l'influence du secteur financier	62
Implications de la réémergence de la Chine sur l'économie mondiale et sur celle du Luxembourg	72
Modulation du système de l'échelle mobile des salaires	84
D'une analyse des stocks de salariés vers une analyse des flux de main-d'œuvre	108
Le passage du budget institutionnel au déficit/surplus de l'administration centrale	134

NDC 03-2006	Février 2007
Volatilité et croissance: une approche comparative par pays	Page 69
Évolution de la durée de travail au Luxembourg	77
NDC 02-2006	Octobre 2006
Prise en compte des grandes orientations de politique économique et budgétaire pour l'établissement des prévisions	20
2000-2005: retour sur 5 années d'inflation	44
Enregistrement dans les comptes économiques des opérations d'échange d'actions Arcelor-Mittal	68
NDC 01-2006	Mai 2006
Révision des comptes nationaux luxembourgeois - description et impact	16
Impact des mesures annoncées par le gouvernement	24
Impact sur l'économie luxembourgeoise d'un choc sur les prix pétroliers	31
Pétrole cher et biocarburants	93
Hausse du chômage: effets structurels	122
NDC 03-2005	Février 2006
Évolution des tarifs publics	39
La problématique des emplois "fictifs"	50
NDC 02-2005	Octobre 2005
Perception du chômage et confiance des consommateurs	22
Inflation au Luxembourg: comparaison détaillée avec la zone euro (1996-2004)	39
Inflation et cycle économique: comparaison Luxembourg/zone euro	42
NDC 01-2005	Mai 2005
La libéralisation des services en Europe	35
NDC 03-2004	Février 2005
Prix du pétrole et prix des carburants	34
Inflation: comparaison entre le Luxembourg et la zone euro	50
Évolution contrastée des principales composantes de l'indicateur synthétique de compétitivité	58
NDC 02-2004	Octobre 2004
Les nouveaux États membres	11
Croissance et chômage: que dit la loi d'Okun pour le Luxembourg?	26
Les ventes de cigarettes au Luxembourg	38
Indices boursiers et croissance économique	48
Nouvelle loi sur la concurrence et libéralisation des prix	56
Les grands pays émergents - défis et opportunités à moyen terme	62
Influence de la saisonnalité du travail intérimaire sur l'emploi et le chômage	70
NDC 04-2003	Janvier 2004
Enquête de conjoncture dans l'industrie: tendance de la production et carnets de commandes	16
Confiance des consommateurs: une relation étroite entre chômage et situation économique	22
NDC 03-2003	Octobre 2003
Utilité des indicateurs conjoncturels internationaux pour la prévision économique au Luxembourg	9
Seuils de création d'emplois et taux de chômage	56

NDC 02-2003	Juin 2003
Les risques potentiels de déflation	Page 10
NDC 01-2003	Avril 2003
La baisse récente des exportations de la zone euro liée à l'appréciation de l'euro?	5
Les produits luxembourgeois concernés par la future directive sur les revenus de l'épargne	106
NDC 04-2002	Janvier 2003
Le Luxembourg en récession?	13
L'apport des enquêtes d'opinion à l'analyse de l'évolution de l'activité dans l'industrie	17
Taux de chômage et emploi frontalier	44
NDC 03-2002	Octobre 2002
De nouvelles orientations dans le domaine de la politique de logement	16
NDC 03-2001	Octobre 2001
Analyse de la productivité multifactorielle du secteur marchand non bancaire luxembourgeois	33
Un NAIRU pour le Luxembourg?	43
NDC 02-2001	Juillet 2001
Le PIB potentiel du Luxembourg	9
NDC 01-2001	Avril 2001
Points de retournement de la conjoncture	12

