



CHAMBRE DES SALAIRES
LUXEMBOURG

Commentaires de la CSL sur les éventuels déséquilibres macroéconomiques du Luxembourg selon la Commission européenne

(Rapport du mécanisme d'alerte de la procédure concernant les déséquilibres
macroéconomiques)

Luxembourg, le 25 février 2014

SOMMAIRE

Éléments introductifs.....	4
1. Le rapport 2014 sur le mécanisme d'alerte (RMA)	4
2. Sur le bilan approfondi visant le GDL.....	4
3. Sur le RMA et sa batterie d'indicateurs	5
4. Vue synthétique des résultats luxembourgeois	6
A. Solde du compte courant : un double déséquilibre critiqué (moyenne sur 3 ans en % du PIB)	8
1. Les flux commerciaux (échanges de biens)	11
a) Le constat	11
b) Des importations de produits vendus à des non-résidents qui pèsent sur le déficit commercial	11
c) Des importations de biens qui progressent dans le sillage du développement d'une économie de services	12
2. Les flux de services	13
a) Le constat	13
b) Les services financiers, bien que prédominants ne sont pas les seuls à tirer les exportations	14
3. Les flux de revenus.....	15
a) Les flux de rémunération des salariés	15
b) Les flux de revenus des investissements	16
I. Investissements directs étrangers.....	17
II. Investissements de portefeuilles	19
4. Transferts courants.....	21
5. Conclusion	21
B. Variation des parts de marché à l'exportation (en % sur 5 ans).....	23
1. Indicateur principal.....	23
a) Le constat	23
b) Observations.....	24
2. Conclusions	27
C. Variation des coûts salariaux unitaires (en % sur 3 ans).....	28
1. Indicateur principal.....	28
a) Le constat	28
b) La logique économique sous-jacente au CSU selon la COM	29
I. La théorie	29
II. La pratique.....	30
c) Comment fonctionne le CSU ?.....	32
d) Décryptage et commentaire des évolutions au GDL	35
I. Les développements des CSU au Luxembourg	35

i.	Les évolutions du CSU au GDL sur les 10 dernières années.....	35
ii.	Les évolutions du CSU au GDL sur les 3 dernières années.....	37
II.	Les causes explicatives de ces tendances : les variables composants les CSU .	38
i.	Des salaires atones	38
ii.	Une évolution impressionnante et atypique de l'emploi... ..	39
iii.	Et une progression corollaire de la productivité en demi-teinte	41
III.	Autres phénomènes explicatifs de ces tendances.....	44
i.	Des prix en euros courants réels et des prix en euros constants irréels.....	44
ii.	Une économie très tertiaisée et au déflateur très mal calibré.....	47
iii.	Autres coûts	51
iv.	Indexation-inflation, pas de lien avéré au GDL.....	53
v.	Aucune relation entre inflation et compétitivité n'existe	53
2.	Conclusions	54
D.	Dette consolidée du secteur privé (en % du PIB sur l'année)	56
1.	L'indicateur principal	56
a)	Le constat : un niveau et un profil d'évolution de la dette privée atypiques.....	56
b)	Considérations importantes dans l'exercice d'interprétation de l'indicateur	57
I.	Un poids de l'endettement du secteur privé certes considérable mais seulement partiellement lié au secteur productif.....	57
II.	Une trajectoire irrégulière d'endettement du secteur privé depuis 2006 due à un biais statistique	58
III.	Décomposition de la dette du secteur privé	59
2.	Sous-indicateurs de contrôle : dette privée non consolidée.....	62
3.	Conclusions	63
Annexes	64
1.	Rappel historique à propos de l'instauration du semestre européen	64
2.	Extrait du Rapport sur le mécanisme d'alerte 2013 [COM(2012 751 final)]	64
3.	Réflexions à propos des facteurs qui influencent l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg	65

Éléments introductifs

1. Le rapport 2014 sur le mécanisme d'alerte (RMA)

Le RMA publié en novembre est le point de départ du cycle annuel de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques¹ (PDM), qui vise à identifier et à traiter les déséquilibres internes et externes qui entravent le bon fonctionnement des économies de l'UE.

Suite à ce rapport, un bilan approfondi peut être mené dans les pays confrontés à différents défis et où des risques potentiels pourraient finir par déborder sur le reste de la zone euro et de l'UE et mettre ainsi en péril le fonctionnement de l'Union économique et monétaire.

2. Sur le bilan approfondi visant le GDL

Sur foi des quatre indicateurs sous analyse (sur un total de 11), la Commission (COM) juge utile de mener au cours du semestre européen 2014 une analyse approfondie afin de déterminer s'il existe des déséquilibres macroéconomiques au GDL.

Ce bilan approfondi s'explique sans doute comme un dommage collatéral lié au cas allemand dont les excédents pénalisent réellement la zone euro. Il n'était sans doute pas décemment tenable d'intégrer l'Allemagne dans un bilan approfondi pour cause d'excédents sans y assimiler tous les pays excédentaires.

En effet, lors du précédent cycle de la PDM, le GDL n'était pas ressorti comme pays nécessitant un bilan approfondi du fait de potentiels déséquilibres macroéconomiques, bien qu'exactement les quatre mêmes indicateurs dépassaient les seuils prescrits, exception faite de la récente dégradation de la part de marché des services (cf. point B).

Le dépassement du seuil de la dette privée (particulièrement visées ici les entreprises non financières) n'ayant pas été considéré comme un déséquilibre en 2013, il ne devrait sans doute pas l'être non plus en 2014 (voir point D). La tendance est d'ailleurs à la baisse, et le dépassement s'explique à la fois par une rupture de série et un épiphénomène d'un endettement supplémentaire et unique des entreprises en 2008 qu'il conviendrait d'analyser. Sous-jacente à cette analyse se trouve peut-être aussi la pratique belge des intérêts notionnels, dont l'introduction est réclamée par le patronat luxembourgeois (qui met sur un pied d'égalité fiscale les fonds propres et l'emprunt).

L'excédent luxembourgeois du compte courant (cf. point A) ne fut pas jugé préjudiciable pour ses partenaires l'année dernière, ce qui ne devrait pas avoir changé cette année.

Comme la COM réclame des mesures plus structurelles en matière d'indexation, il est à craindre que l'évolution du coût salarial unitaire (CSU ; cf. point C) soit plus problématique et puisse être considérée comme un déséquilibre, d'autant que la COM lie CSU, compétitivité et parts de marché (voir point B). Là réside sans doute davantage le danger d'une mise au pas.

¹ Un déséquilibre macroéconomique est défini comme « toute tendance donnant essor à des développements macroéconomiques ayant un effet préjudiciable ou susceptibles d'avoir un effet préjudiciable sur le bon fonctionnement de l'économie d'un État membre, de l'Union économique et monétaire ou de l'Union dans son ensemble » et les déséquilibres excessifs comme « des déséquilibres graves, notamment des déséquilibres compromettant, ou susceptibles de compromettre, le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire ». « Les déséquilibres appelant une surveillance étroite et une possible intervention politique sont ceux qui ont trait à des évolutions susceptibles d'entraver lourdement le bon fonctionnement de l'économie d'un État membre, de la zone euro de l'Union dans son ensemble. »

3. Sur le RMA et sa batterie d'indicateurs

Le défaut majeur des indicateurs du RMA qui lance la PDM est d'être « à taille unique », n'autorisant pas la nuance.

Or, certains indicateurs de la PDM sont inadéquats pour de petites économies ouvertes telles que le Grand-Duché et peinent par conséquent à en refléter la réalité économique et, donc, les faiblesses éventuelles qui pourraient être à la base d'un réel déséquilibre macroéconomique.

Ainsi, certains indicateurs principaux sont des ratios qui rapportent un agrégat statistique au PIB qui mesure la production sur le territoire national sans prendre en considération la provenance des facteurs de production.

La dépendance de l'étranger d'une minuscule économie par essence largement ouverte n'est donc pas suffisamment prise en compte. Des indicateurs centraux reposent ainsi sur des variables déformées par l'importance et la spécificité de la consommation transfrontalière, sans d'ailleurs prendre en considération la taille et l'hyperspécialisation du Luxembourg.

De même, la prise en compte unilatérale de flux ou de positions entrantes de capitaux en tant qu'indicateurs additionnels ne donne pas une image correcte d'une économie ouverte où les capitaux sont en transit.

En outre la cohérence interne de ce tableau de bord laisse également à désirer : elle affiche certaines contradictions dans les termes dont les effets d'entraînement ne semblent pas avoir été suffisamment étudiés pour le Luxembourg.

Certains éléments mériteraient une analyse plus fine, mais la Chambre des salariés (CSL) ne dispose pas d'un accès aux données ad hoc, sur lesquelles pèse par ailleurs souvent le poids du secret statistique luxembourgeois.

4. Vue synthétique des résultats luxembourgeois

(grisées, les cellules affichant un dépassement du seuil)

Table 4.16: The MIP scoreboard for Luxembourg

Luxembourg			Thresholds	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Viabilité de la dette extérieure	Current Account Balance as % of GDP	3 year average	-4/+6%	9.1	10.2	10.5	11.3	10.7	8.6	7.6	6.8	7.2	7.0
		p.m.: level year	-	8.1	11.9	11.5	10.4	10.1	5.4	7.3	7.7	6.6	6.6
	Net International Investment Position as % of GDP		-35%	140	113	128	132	96	100	87	98	74	169
Performances commerciales et compétitivité	Real Effective Exchange Rate (42 IC - HICP deflators)	% change (3 years)	±5% & ±11%	5.1	6.6	6.7	3.3	2.4	3.4	3.8	1.2	0.0	-2.3
		p.m.: % y-o-y change	-	3.8	1.8	1.0	0.5	0.9	1.9	0.9	-1.6	0.7	-1.4
	Export Market Shares	% change (5 years)	-6%	17.2	16.4	17.4	19.6	28.2	15.6	10.6	-1.0	-9.5	-18.3
		p.m.: % y-o-y change	-	4.1	7.5	2.1	5.6	6.3	-6.1	2.8	-8.6	-3.5	-4.0
Marchés immobilier et du crédit hypothécaire	Nominal ULC	% change (3 years)	+9% & +12%	10.3	4.8	4.8	4.8	5.2	12.5	20.8	20.5	14.0	9.8
		p.m.: % y-o-y change	-	1.3	1.2	2.3	1.3	1.6	9.4	8.7	1.4	3.4	4.7
	% y-o-y change in Deflated House Prices		+6%	8.9	11.3	8.1	8.5	4.7 (b)	0.0	-2.2	4.0	1.1	2.5
Dettes privée et publique	Private Sector Credit Flow as % of GDP (CO)		14%	na	na	na	11.7	16.6	-17.9	-14.8	-23.7	0.5	-5.0
	Private Sector Debt as % of GDP (CO)		133%	na	na	na	135	164	399	400	339	328	317
	General Government Sector Debt as % of GDP		60%	6	6	6	7	7	14	16	20	19	22
Risques engendrés par le secteur financier	Unemployment Rate	3 year average	10%	2.8	3.8	4.5	4.7	4.5	4.6	4.7	4.9	4.8	4.8
		p.m.: level year	-	3.8	5.0	4.6	4.6	4.2	4.9	5.1	4.6	4.8	5.1
	% y-o-y change in Total Financial Sector Liabilities, non-consolidated		16.5%	na	na	na	na	15.1	-17.0	8.3	13.7	8.0	11.3

Source: EUROSTAT, DG ECFIN (for the indicators on the REER).

* * *

Table 5.16: Auxiliary indicators used in the economic reading of the MIP scoreboard for Luxembourg

Luxembourg	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
% y-o-y change in real GDP	1.7	4.4	5.3	4.9	6.6	-0.7	-5.6	3.1	1.9	-0.2
Gross Fixed Capital Formation as % GDP	22.1	21.4	20.4	19.2	20.8	21.4	19.2	17.4	18.5	19.3
Gross Domestic Expenditure on R&D as % GDP	1.7	1.6	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7	1.5	1.4	na
Net Lending / Borrowing as % GDP, BoP data	7.7	9.6	14.6	9.5	9.7	4.7	6.5	7.3	6.3	6.1
Net External Debt as % GDP	-2359.3	-2454.5	-2522.1	-2614.3	-2678.6	-2517.0	-2938.9	-3193.3	-2438.5	-2444.8
Inward FDI Flows as % GDP	306.1	230.8	311.5	302.0	372.4	193.6	413.4	426.5	710.9	523.6
Inward FDI Stocks as % GDP	2356.1	2541.9	2557.5	2576.2	2721.2	2911.5	3617.9	3690.6	4219.5	4311.5
Net Trade Balance of Energy Products as % GDP	-2.7	-3.3	-5.5	-5.8	-5.2	-6.7	-4.3	-4.9	-6.1	-6.5
% change (3 years) in REER vs. EA	0.5	1.6	3.4	3.6	3.0	2.1	1.0	1.8	2.0	2.8
% change (5 years) in Export Performance vs. Advanced countries	25.0	25.7	27.3	32.8	41.6	30.0	20.5	7.7	-2.7	-9.7
% change (5 years) in Terms of Trade	4.2	0.9	3.6	6.5	6.0	1.2	2.7	4.9	3.5	3.1
% y-o-y change in Export Market Shares, volume	1.2	0.4	-3.1	3.5	1.2	1.4	-0.6	-4.8	-0.4	-5.8
% y-o-y change in Labour Productivity	-0.1	2.1	2.3	1.3	2.0	-5.5	-6.4	1.3	-1.0	-2.6
% change (10 years) in Nominal ULC	22.0	20.1	19.8	17.9	20.0	32.6	41.3	40.0	35.7	37.0
% change (10 years) in ULC performance relative to EA	na	6.0	6.2	5.2	6.2	13.9	17.3	18.3	15.9	17.4
% change (3 years) in Nominal house Prices	37.6	37.5	41.2	41.1	32.5	22.9	9.3	7.6	8.0	13.8
Residential Construction as % GDP	2.6	2.4	2.2	2.4	2.9	3.6	3.9	3.6	3.5	3.5
Private Sector Debt as % GDP, NCO data	na	na	na	161	205	406	457	393	382	371
Financial Sector Leverage (debt to equity)	na	na	na	61	62	65	50	41	68	69

Source: EUROSTAT, DG ECFIN (for the indicators on the REER vis-à-vis EA and Effective ULC vis-à-vis EA) and IMF WEO (for the indicator on export market share in volume).

Table 5.16 (continued): Auxiliary indicators used in the economic reading of the MIP scoreboard for Luxembourg

Luxembourg		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
% y-o-y change in Employment		1.8	2.2	2.9	3.6	4.5	5.0	0.9	1.8	3.0	2.5
Activity Rate (15-64 years)	level	64.6	65.8	66.6	66.7	66.9	66.8	68.7	68.2	67.9	69.4
	% point change (3 years)	0.5	1.4	1.4	2.1	1.1	0.2	2.0	1.3	1.1	0.7
Long-term Unemployment Rate (% of active population)	level	1.0	1.0	1.2	1.4	1.2	1.6	1.2	1.3	1.4	1.6
	% point change (3 years)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.2	0.4	-0.2	0.1	-0.2	0.4
Youth Unemployment Rate (% of active population in the same age group)	level	11.2	16.4	14.6	15.5	15.6	17.3	16.5	15.8	16.4	18.0
	% point change (3 years)	4.6	10.2	7.6	4.3	-0.8	2.7	1.0	0.2	-0.9	1.5
Young People not in Employment, Education or Training (% total population)	level	5.1	6.3	5.5	6.7	5.7	6.2	5.8	5.1	4.7	5.9
	% point change (3 years)	0.1	0.8	0.5	1.6	-0.6	0.7	-0.9	-0.6	-1.5	0.1
People At-risk Poverty or Social Exclusion (% total population)	level	na	16.1	17.3	16.5	15.9	15.5	17.8	17.1	16.8	18.4
	% point change (3 years)	na	na	na	na	-0.2	-1.8	1.3	1.2	1.3	0.6
At-risk Poverty Rate (% total population)	level	11.9	12.7	13.7	14.1	13.5	13.4	14.9	14.5	13.6	15.1
	% point change (3 years)	na	0.7	na	2.2	0.8	-0.3	0.8	1.0	0.2	0.2
Severe Material Deprivation Rate (% of total population)	level	1.9	0.8	1.8	1.1	0.8	0.7	1.1	0.5	1.2	1.3
	% point change (3 years)	na	na	na	-0.8	0.0	-1.1	0.0	-0.3	0.5	0.2
Persons Living in Households with Very Low Work Intensity (% of population aged 0-59)	level	na	6.2	5.7	5.2	5.0	4.7	6.3	5.5	5.8	6.1
	% point change (3 years)	na	na	na	na	-1.2	-1.0	1.1	0.5	1.1	-0.2

Source: EUROSTAT

A. Solde du compte courant : un double déséquilibre critiqué (moyenne sur 3 ans en % du PIB)

Selon le manuel de la balance des paiements officiel et émanant du FMI, le solde du compte courant comprends quatre éléments distincts subdivisés en deux groupes :

- Le solde des échanges de biens
- Le solde des échanges de services ;
- Le solde des échanges de revenus (revenus des salaires et revenus des investissements) ;
- Le solde des transferts courants.

Le solde des échanges de biens correspond à la balance commerciale.

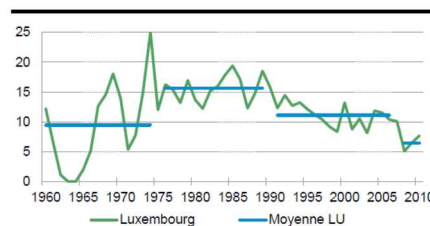
La balance des transactions courantes (solde du compte courant) correspond à la somme des balances des quatre catégories.

Avec un excédent annuel moyen des trois dernières années de 7,2% du PIB, le Luxembourg est pointé du doigt pour déséquilibre excessif. Le constat est en effet réel. Le Luxembourg dépasse les objectifs fixés par la Commission à la fois concernant les biens en négatif (balance commerciale) et les services en excédent (balance des transactions courantes).

Concernant la balance des transactions courantes retenue par la Commission, aux échanges de biens et services externes, il convient d'ajouter les transferts ainsi que surtout les revenus des investissements et la rémunération des salariés (phénomène transfrontalier omniprésent). En 2012, les revenus versés au reste du monde représentaient à eux seuls plus de 13 milliards d'euros, ou encore 31% du PIB.

Bien qu'officiellement on ne distingue pas les soldes des échanges de biens et celui des services, la Commission souligne ce double déséquilibre. Concernant les biens et services, en 2012, le déficit concernant les transactions de biens atteignait 14,5% du PIB. De l'autre côté, l'excédent concernant les services atteignait 43,6%. Dans les deux cas, le Luxembourg dépasse les normes fixées concernant les déséquilibres excessifs.

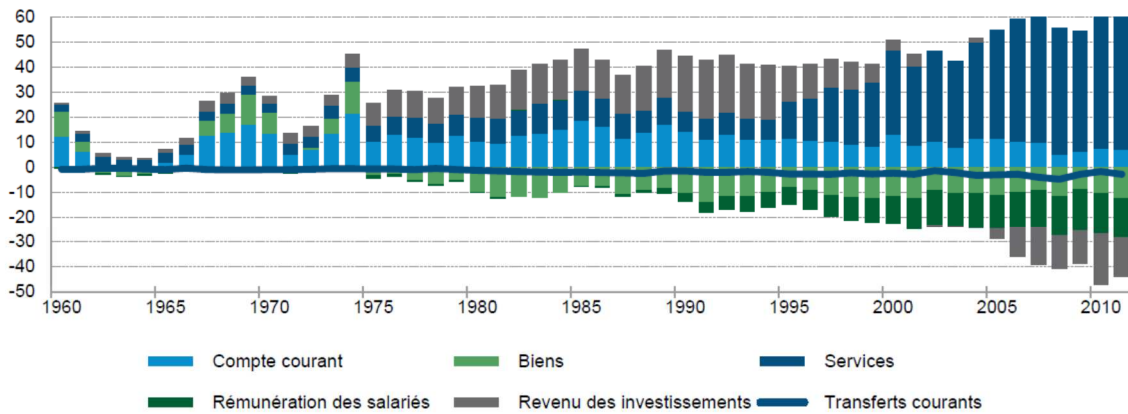
Avec 7% d'excédent de la balance des transactions courantes, le Luxembourg est en effet au-dessus du seuil de 6% fixé par la Commission. Pourtant, comme l'illustre le graphique ci-dessous publié par le Statec², si le solde de la balance structurel dépasse le seuil recommandé, il n'en est pas moins à son plus bas niveau historique ces dernières années.



Source : STATEC (tableaux E4203, E2100)

Concernant les biens, le solde est déficitaire depuis la crise de la sidérurgie. On constate cependant qu'en pourcentage du PIB, même aujourd'hui, il demeure à un niveau comparable à celui du début des années 1980. A ce déficit sur les biens, vient s'ajouter un déficit de la rémunération des salariés qui prend de l'ampleur depuis les années 1990. Mais un nouveau déficit est apparu dans la 2^{ème} moitié des années 2000 avec les revenus des investissements. Le tout étant plus que compensé par les services dont les échanges extérieurs sont largement excédentaires.

² Le Luxembourg 1960-2010, Guy Schuller, « L'excédent structurel de la balance courante », 09-08-2012.



Source : Compte courant; STATEC (tableau E4203); PIB: Ameco; UVGD

Ceci appelle plusieurs remarques :

- ces normes ont été fixées de manière à ce qu'un pays ne compromette pas l'équilibre entre les pays membres. Si un excédent supérieur à la norme pour un pays comme l'Allemagne peut en effet compromettre l'équilibre entre les partenaires, il n'en n'est pas de même pour le Luxembourg dont le poids dans l'UE est suffisamment faible (compte tenu de sa taille) pour être considéré comme quantité négligeable concernant l'équilibre d'ensemble.
- un autre aspect et non des moindres, est la spécificité du Luxembourg :
 - une part non négligeable de la consommation sur le territoire national est constituée de consommation de non-résidents. Or, ces biens sont considérés comme importations de biens, mais achetés par des non-résidents, ils sont considérés comme des exportations de services dans la rubrique « tourisme » de la balance des transactions courantes. Inutile de préciser que compte tenu des faibles accises sur des produits comme le tabac, l'alcool ou le carburant, le Luxembourg importe de nombreux biens qui ne se retrouvent pas dans les exportations, bien que consommés en dehors du territoire.
 - le Luxembourg est une économie de services avec la plus faible part de l'industrie dans le PIB de l'ensemble des pays européens. Cependant, s'agissant de l'un des pays les plus petits de l'UE, peut-on raisonnablement penser que sa diversification économique soit équivalente à celle d'un pays comme l'Allemagne ?
 - à mesure que se développent les activités de services c'est-à-dire la croissance du Luxembourg, le déficit commercial ne peut qu'amplifier, compte tenu du nombre croissant de travailleurs non-résidents, mais aussi en raison du développement de services, et donc d'importations de biens nécessaires.
- la taille du pays ne permet pas de développement « harmonieux » de l'industrie et des services compte tenu de l'étroitesse du marché domestique.
 - de ce fait, faire renoncer le Luxembourg à son déficit commercial reviendrait à empêcher les individus de consommer, aux entreprises d'investir (à moins d'implanter des usines automobiles, ou des fabricants d'ordinateurs au Luxembourg).
 - le faire renoncer à son excédent concernant les échanges internationaux de services reviendrait à limiter la croissance du pays, ce qui pourrait amener à

une dégradation de sa compétitivité, ainsi que des autres indicateurs de déséquilibres structurels.

- à ces arguments s'ajoutent des argumentations plus techniques qui ne seront pas abordées ici, faute de données disponibles, mais également compte tenu de la technicité des phénomènes :
 - les phénomènes d'importations/réexportations de biens qui constituent un phénomène non négligeable au Luxembourg, via quelques multinationales présentes sur le territoire.
 - les phénomènes de prix de transferts qui permettent aux entreprises internationales présentes de jouer sur les transactions internes au niveau international (phénomène jouant également sur l'endettement des agents privés).

On l'aura compris, concernant les déséquilibres extérieurs, les seuils fixés par la Commission ne sont pas recevables par un pays comme le Luxembourg, compte tenu de sa taille, mais également compte tenu de sa position géographique ainsi que de sa contribution au PIB des régions voisines.

D'un autre côté, la Commission pointe du regard les pertes de part de marché en matière de relations commerciales internationales. Ainsi, pour l'année 2012, le Luxembourg est stigmatisé pour son excédent de la balance courante trop important, mais également pour ses pertes de parts de marché, lesquelles permettent justement un rééquilibrage de la balance des transactions courantes.

Nous avons donc pour le Luxembourg de multiples contradictions :

- sa balance commerciale déficitaire l'est d'autant plus que sa croissance est forte.
- sa balance des services est d'autant plus excédentaire que sa compétitivité est forte.
- pourtant, le CSU nominal indiquerait une perte de compétitivité pointée du doigt par la Commission.

Afin de restaurer les déséquilibres externes, il existerait par ailleurs notamment une solution : augmenter la rémunération des salariés, ce qui aurait un double avantage. Certes, le Luxembourg perdrait en compétitivité coût, mais cependant :

- son excédent se réduirait, réduisant du même coup son principal problème de déséquilibre externe.
- la hausse de la rémunération des salariés versée au reste du monde augmenterait, diminuant ainsi l'excédent des opérations courantes.

Ces raisonnements montrent l'inadéquation des recommandations faites au Luxembourg dans le cadre des procédures de déséquilibres excessifs.

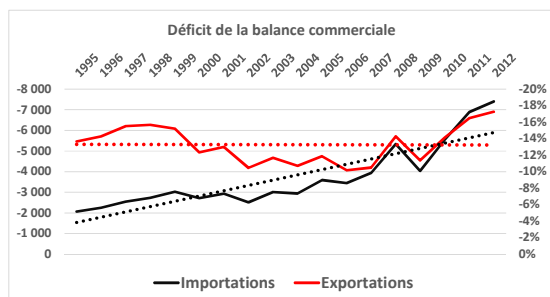
Nous allons dans un premier temps nous consacrer sur les échanges commerciaux (biens et services) avant de nous consacrer aux flux de revenus et enfin aux parts de marché.

1. Les flux commerciaux (échanges de biens)

a) Le constat

Le constat est clair. Depuis 1995, la balance commerciale du Luxembourg ne cesse de se dégrader. De 2 milliards de déficit en 1995, le Luxembourg est passé à 7,4 milliards de déficit en 2012.

Pourtant, le graphique ci-dessous est riche d'enseignements. En effet, si en valeur absolue le déficit se creuse, en pourcentage du PIB, la tendance est plutôt stable malgré la détérioration des deux dernières années. Ceci signifie donc que relativement à son activité, on ne peut constater de détérioration de la balance commerciale du Luxembourg.



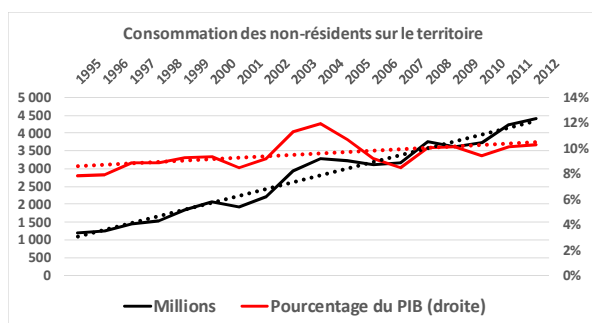
Source : Statec, comptes nationaux

La détérioration absolue du commerce extérieur luxembourgeois confrontée à sa stabilité relative trouve deux explications principales :

- l'augmentation de la consommation des non-résidents sur le territoire ;
- et surtout le développement des activités de services.

b) Des importations de produits vendus à des non-résidents qui pèsent sur le déficit commercial

Il n'aura pas échappé au lecteur que le graphique illustrant les consommations des non-résidents sur le territoire est presque l'inverse du graphique précédent concernant le déficit de la balance commerciale. Que ce soit en pourcentage du PIB (augmentation de deux points) ou en valeur, la consommation des non-résidents est sur un trend ascendant. Entre 1995, elle est passée de 1,2 milliards à 4,4 milliards.

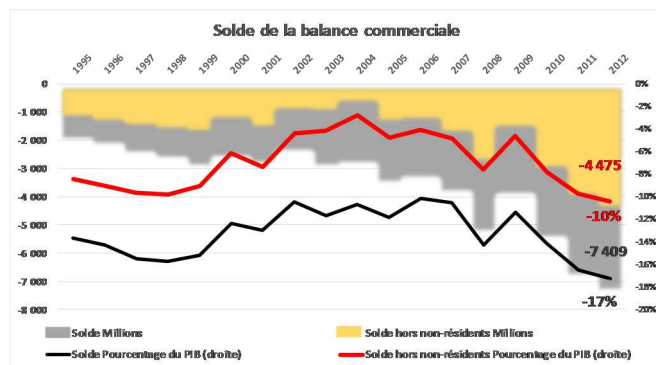


Source : Statec, comptes nationaux

Environ 40% de la consommation des ménages résidents est composée de services parmi lesquels le logement, les crèches, maisons de retraites... Autant de services relativement peu consommés par les non-résidents. Avec deux tiers de leur consommation affectée aux biens, la seule consommation des non-résidents aurait amené le Luxembourg à augmenter ses importations de biens de 0,7 à 2,9 milliards entre 1995 et 2012.

Or, ces importations ne se retrouvent pas dans les exportations de biens, mais dans les exportations de services au travers de la rubrique « voyages ». Selon les statistiques de la BCL, les exportations de services via la catégorie « voyages » sont passées de 2,5 milliards en 2002³ à 3,6 milliards en 2012.

Ainsi, avec une hypothèse de deux tiers de consommation des non-résidents consacrée aux biens, soit légèrement plus que les résidents, les importations de biens qui ne se retrouvent donc pas dans les exportations de biens mais de services, le déficit commercial 2012 serait en réalité de 4,4 milliards au lieu de 7,4 et représenterait 7 points de PIB en moins à 10%.



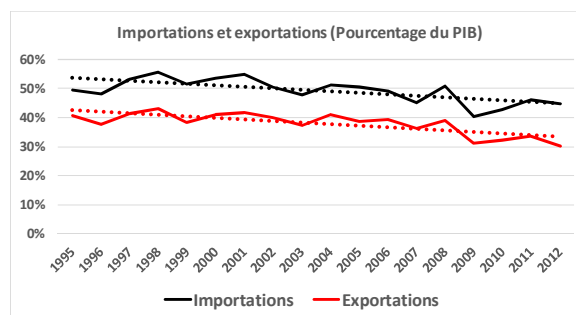
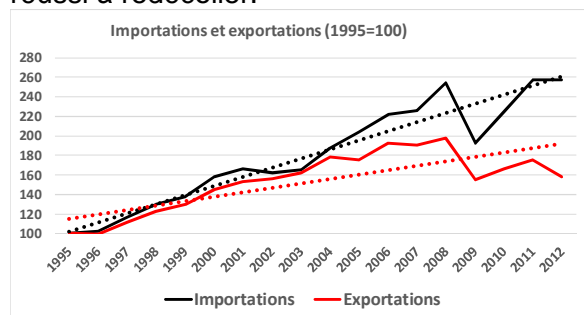
Source : Statec, comptes nationaux

Nous voyons donc que la consommation transfrontalière explique une part non négligeable du déficit commercial luxembourgeois. Mais il ne s'agit pourtant pas, et de loin, de la première cause. La principale est bien évidemment la croissance économique, croissance qui s'opère par un développement des services, lesquels nécessitent des importations de biens, creusant du même coup le déficit commercial en contrepartie d'un développement des exportations de services.

c) Des importations de biens qui progressent dans le sillage du développement d'une économie de services

Cependant, le seul développement des services réduit la part relative de l'industrie et, inversement augmente les importations de biens, creusant du même coup le déficit commercial du Luxembourg.

Comme l'illustrent les graphiques ci-dessous, concernant les échanges extérieurs de biens, les importations et exportations ont connu un repli avec la crise. Cependant, alors que les importations sont reparties à la hausse, ce n'est pas le cas des exportations qui n'ont pas réussi à redécoller.



Source : Statec, comptes nationaux

³ Les statistiques sur la balance des paiements ne remontent qu'à 2002, celles-ci étant gérées auparavant par la Banque Nationale de Belgique.

Deux constats s'imposent :

- en valeur absolue, la tendance à la hausse des importations est nettement plus marquée que celle des exportations (1)
 - en pourcentage du PIB, importations comme exportations sont orientées à la baisse et ce, de manière parallèle (2)
- (1) L'industrie se développant moins que les services, la part des exportations de biens dans le PIB diminue et en valeur absolue, elles augmentent moins vite que le PIB. Parallèlement, le développement des activités de services nécessite une progression d'importations de biens. Pour faire simple, lorsqu'une entreprise de services se développe, elle doit acheter (importer des ordinateurs, du mobilier de bureau...). Dès lors, il est normal de voir les importations de biens se développer plus rapidement que les exportations. Trois moyens permettraient de contrecarrer cette tendance mécanique :
- développer la fabrication de biens de production, en reprenant la description caricaturale précédente, de mobilier de bureau ou d'informatique. Ceci limiterait les importations et donc le déséquilibre structurel de la balance commerciale.
 - développer la production de biens de consommation dont l'augmentation de la consommation et, par voie de fait celle du déficit commercial, est directement liée au développement des activités de services (à travers l'emploi).
 - limiter le développement des services, ce qui permettrait de réduire les importations, tant de biens de production que de biens de consommation.

Compte tenu de la taille du Luxembourg, les deux premières solutions peuvent paraître pour le moins irréalistes. On peut, en effet, difficilement imaginer une diversification de production permettant de répondre à l'ensemble des besoins tant des biens de production que des biens de consommation. Quant à la troisième, il est évident que personne n'en voudrait puisqu'elle consisterait à diminuer la croissance luxembourgeoise elle-même.

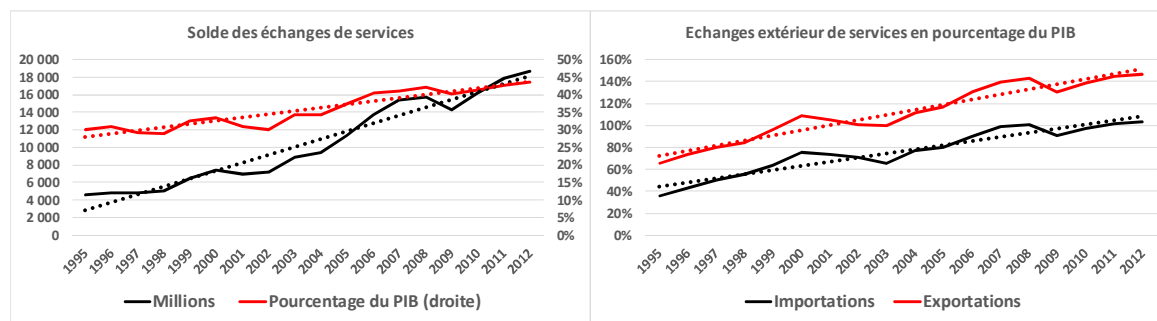
- (2) Compte tenu d'un développement industriel qui ne suit pas celui du PIB largement axé sur les services, il est tout à fait logique de voir les exportations de biens luxembourgeois se réduire en proportion du PIB puisque ce sont les activités de services qui permettent l'accroissement du PIB.
- Mais pour ce qui est des importations, leur baisse en pourcentage du PIB pourrait paraître contre-intuitive puisque les activités de services se développent. Cependant, si elles augmentent bien en valeur, elles diminuent en pourcentage du PIB car les activités de services génèrent une valeur ajoutée (accroissement du PIB) qui est supérieure à l'augmentation des importations de biens. Ainsi, à mesure que se développent les services, la part des importations dans le PIB diminue.

2. Les flux de services

Parallèlement au « déséquilibre » somme toute naturel de la balance commerciale, comme nous venons de le voir, le Luxembourg se voit critiqué pour son « sur » excédent de la balance des services.

a) Le constat

A la différence des échanges de biens, le solde des échanges extérieurs de services est en progression constante. Alors qu'en 1995, il représentait 4,5 milliards et 30% du PIB, en 2012, il affichait 18,7 milliards, soit 44% du PIB. En pourcentage du PIB, on peut constater que exportations comme importations évoluent de manière parallèle.



Source : Statec, comptes nationaux

Nous pouvons tirer plusieurs constats de ces évolutions. Les activités de services sont largement tournées vers l'extérieur à l'image des importations et exportations évoluant à un rythme similaire et qui de plus représentent plus de 100% du PIB (depuis 2000 pour les exportations de services et depuis 2008 pour les importations de services). Le solde des échanges de services représentait même 44% du PIB en 2012, ce qui est illustré par le fait que ce n'est que huit ans plus tard que les importations de services représentent la même part du PIB que les exportations.

b) Les services financiers, bien que prédominants ne sont pas les seuls à tirer les exportations

Comme l'illustre le graphique suivant, les services financiers constituent de loin le premier pourvoyeur de solde excédentaire avec plus de 15 milliards en 2012. Cependant, alors que leur part dans l'excédent de services était de 71% en 2002, en 2012, ils en représentaient 65%. On perçoit nettement l'impact de la crise sur les services financiers puisque leur niveau d'excédent en 2012 est encore légèrement inférieur à celui de 2007.

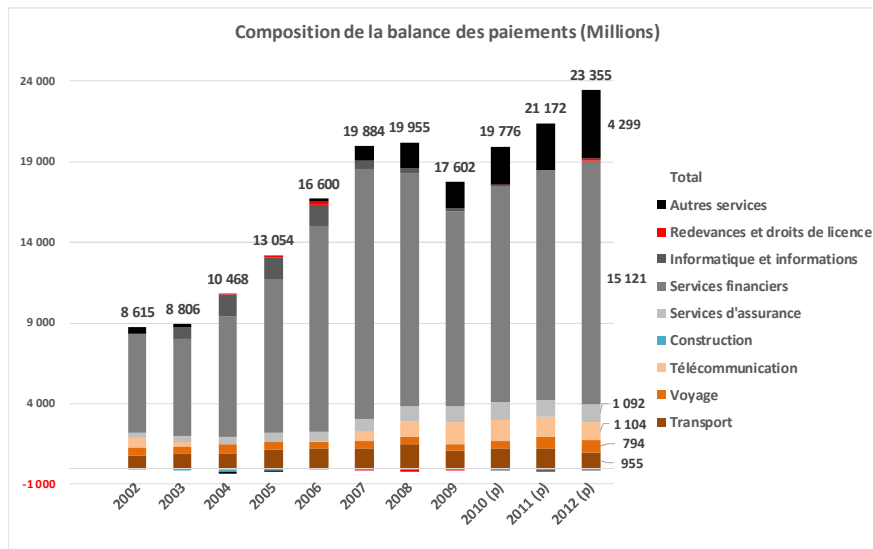
Pourtant, sous l'impulsion des autres services, le solde des échanges de services a repris sa progression. C'est le cas notamment des autres services⁴ avec un excédent croissant. En 2005, le solde des échanges d'autres services était tout juste équilibré, pourtant en 2012, l'excédent atteignait 4,3 milliards, soit près de 30% de l'excédent des services financiers. Seule la construction possède un solde structurellement négatif, mais pour un très faible montant.

On notera cependant une tendance négative pour les services informatiques. Après avoir culminé à un excédent de plus de 1,3 milliards en 2004, le solde est progressivement devenu négatif sous la double impulsion d'une baisse des exportations et d'une hausse des importations.

⁴- les autres services aux entreprises rassemblent le négoce international, la location-exploitation et tous les services de nature technique non classés ailleurs. Précédemment inclus dans les « autres marchandises » et enregistré en brut, le négoce international passe dans les autres services et le montant à prendre en compte est constitué de la différence entre la valeur des biens à l'achat et leur valeur à la revente (marge) ;

- les services relatifs aux spectacles, à la culture et aux loisirs portent essentiellement sur les opérations de l'audiovisuel et incluent aussi les autres activités culturelles ou sportives ;

- les services aux administrations publiques représentent tous les services liés aux entités gouvernementales et aux organisations internationales (ambassades, etc.) non classés ailleurs.



Source : BCL, Balance des paiements

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (p)	2011 (p)	2012 (p)
	Crédit	21 768	22 511	27 312	32 548	40 365	47 360	46 487	41 601	47 978	51 634	56 194
	Débit	13 153	13 706	16 844	19 494	23 765	27 476	26 532	23 999	28 202	30 462	32 839
Total	Net	8 615	8 806	10 468	13 054	16 600	19 884	19 955	17 602	19 776	21 172	23 355
	Crédit	1 547	1 560	1 751	2 150	2 310	2 530	2 849	2 253	2 592	2 767	2 932
	Débit	790	692	854	1 020	1 079	1 282	1 380	1 137	1 360	1 544	1 977
Transport	Net	757	867	897	1 130	1 231	1 247	1 468	1 117	1 232	1 223	955
	Crédit	2 542	2 646	2 940	2 904	2 891	2 936	3 046	2 969	3 107	3 471	3 592
	Débit	2 042	2 145	2 351	2 398	2 493	2 535	2 570	2 588	2 690	2 739	2 798
Voyage	Net	500	501	589	506	398	401	476	382	417	732	794
	Crédit	703	710	726	859	1 059	1 489	1 899	2 372	1 952	1 823	1 970
	Débit	59	464	829	894	1 022	853	907	1 036	612	601	866
Télécommunication	Net	645	246	-103	-35	37	636	992	1 336	1 340	1 222	1 104
	Crédit	127	146	187	231	268	350	417	334	336	278	228
	Débit	244	280	321	343	386	463	528	434	431	386	297
Construction	Net	-117	-134	-134	-112	-118	-113	-111	-100	-94	-108	-69
	Crédit	1 100	1 146	1 342	1 573	1 937	1 875	2 161	2 291	2 682	2 328	2 540
	Débit	817	743	912	991	1 310	1 083	1 284	1 311	1 579	1 311	1 448
Services d'assurance	Net	284	403	430	582	627	792	877	980	1 103	1 017	1 092
	Crédit	12 970	12 648	15 640	19 694	26 133	31 386	28 268	23 656	27 778	29 672	31 160
	Débit	6 830	6 664	8 141	10 218	13 400	15 872	13 771	11 548	14 333	15 362	16 040
Services financiers	Net	6 140	5 984	7 499	9 476	12 733	15 513	14 497	12 108	13 445	14 310	15 121
	Crédit	327	1 044	1 837	1 931	1 824	1 022	833	741	841	896	1 141
	Débit	300	322	467	550	533	551	527	540	922	1 020	1 200
Informatique et informations	Net	28	721	1 370	1 382	1 291	471	306	202	-80	-124	-59
	Crédit	123	113	161	237	313	289	233	271	360	332	561
	Débit	105	96	117	111	128	291	369	334	312	323	442
Redevances et droits de licence	Net	19	17	44	125	185	-2	-136	-64	48	9	119
	Crédit	2 327	2 498	2 728	2 969	3 629	5 484	6 782	6 714	8 329	10 069	12 070
	Débit	1 967	2 298	2 852	2 969	3 414	4 545	5 197	5 073	5 962	7 176	7 771
Autres services	Net	360	200	-124	0	216	939	1 585	1 641	2 367	2 893	4 299

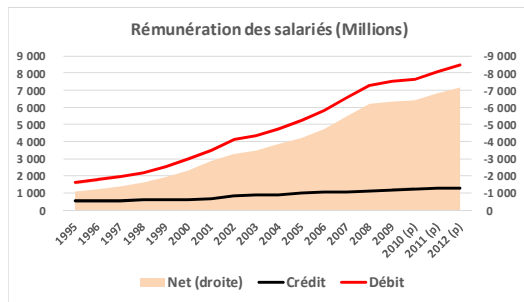
Source : BCL, Balance des paiements

Note : Les services de constructions sont constitués pour les exportations par les constructions à l'étranger de sociétés luxembourgeoises et pour les importations de constructions réalisées par des sociétés étrangères sur le territoire luxembourgeois.

3. Les flux de revenus

a) Les flux de rémunération des salariés

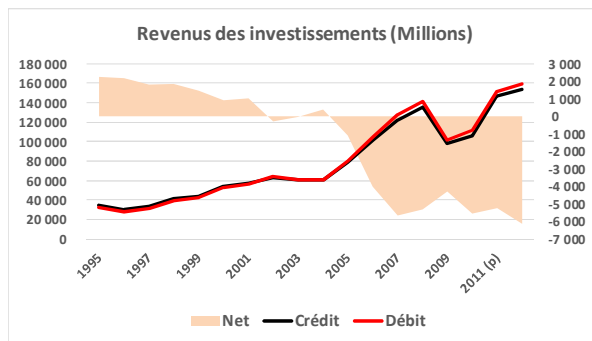
Parallèlement à l'excédent structurel de la balance des services, nous avons un déficit structurel concernant la rémunération des salariés. En crédit, nous avons les flux de rémunération des salariés entrant au pays. Il s'agit essentiellement de la rémunération des fonctionnaires internationaux. En débit, les rémunérations des salariés sortant du pays (essentiellement les travailleurs frontaliers). Sans surprise, ce solde est largement négatif et a dépassé en 2012 le montant de 7 milliards.



Source : BCL, Balance des paiements

b) Les flux de revenus des investissements

Il s'agit quantitativement des flux les plus importants. En 2012, les revenus des investissements sortants (débit) représentaient 159 milliards, soit 4,7 fois le PIB et les flux entrants avec 153 milliards atteignaient près de 3,6 fois le PIB !



Source : BCL, Balance des paiements

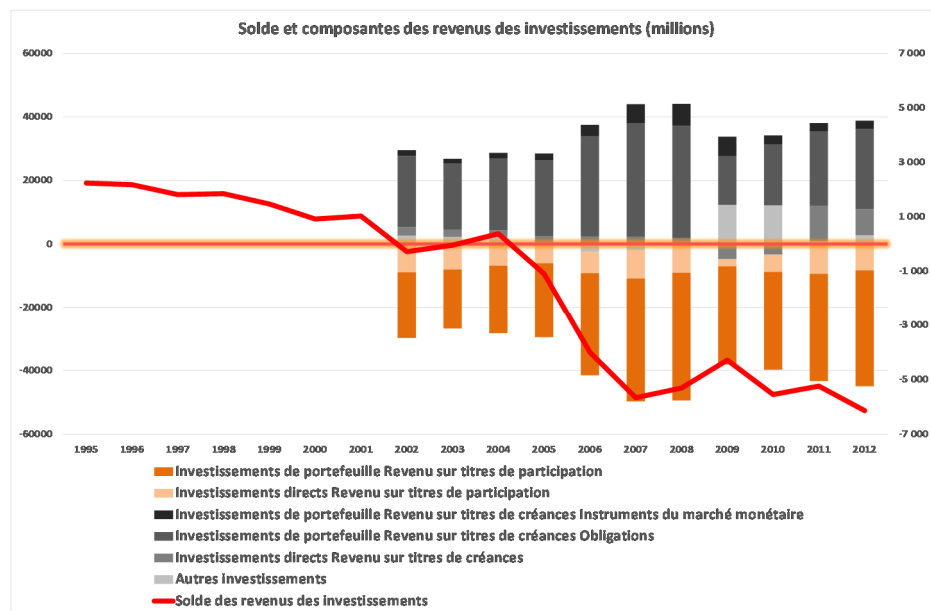
Il va sans dire que leur incidence est primordiale sur le solde courant. Alors que dans les années 1990 le solde était positif avec 2,2 milliards, il s'est régulièrement  tiol  avec une brusque montée du déficit (plus de revenus versés au reste du monde que de revenus reçus de lui) lequel a atteint en 2012 un solde débiteur de 6,1 milliards, soit un peu moins que celui de la rémunération des salariés.

On peut d'ailleurs se demander si les deux phénomènes ne sont pas tous les deux un corolaire de l'internationalisation de l'économie luxembourgeoise, des travailleurs venant d'outre frontière produire de la valeur ajoutée et repartant avec leurs salaires d'une part, et des entreprises créant de la marge au Luxembourg et r exportant leurs bénéfices vers l'étranger et les détenteurs de capitaux, d'autre part.

Pour examiner cette situation, nous allons nous pencher sur le détail des composantes des revenus des investissements, lesquels concernent :

- les revenus des investissements directs :
 - revenus sur titres de participations ;
 - revenus sur titres de créances.
- les revenus des investissements de portefeuilles :
 - revenus sur titres de participations ;
 - obligations ;
 - instruments du marché monétaire ;
 - autres investissements.

Comme l'illustre le graphique ci-dessous, si la dégradation du solde est continue, elle s'accroît très nettement à partir de 2004, essentiellement en raison d'un accroissement plus rapide des revenus sur titres de participations versés et principalement ceux des investissements de portefeuille. Même si les revenus de titres de créances sont positifs, leur progression est nettement moins forte.



Source : BCL, Balance des paiements

I. Investissements directs étrangers

i. Revenus sur titres de participations

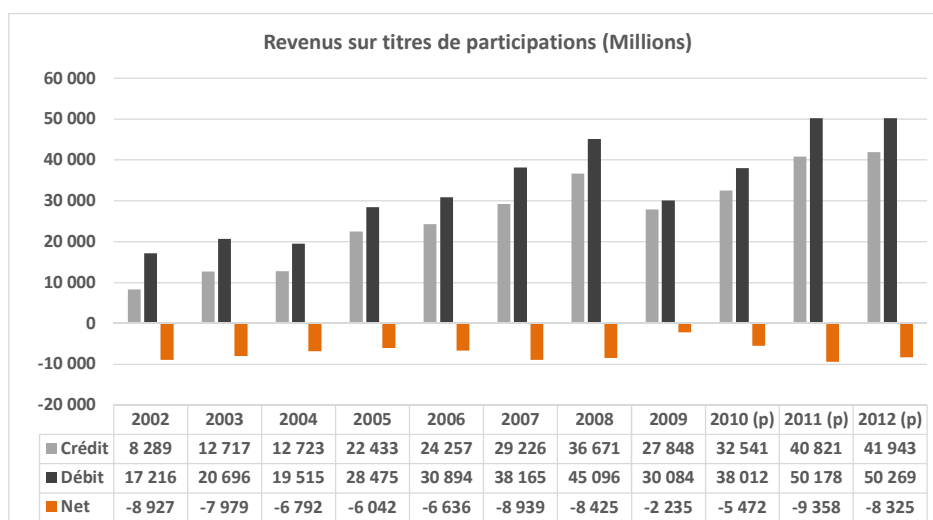
Les revenus sur titres de participations concernent les dividendes et bénéfices distribués entre filiales, soit techniquement entre entreprises possédant ou étant possédées à plus de 10% par une entreprise étrangère.

Le solde est systématiquement négatif, ce qui est logique compte tenu du nombre d'entreprises détenues par des capitaux étrangers. Le montant du solde varie sur la période de 6 à 9 milliards par an de bénéfices distribués à l'étranger avec un coup d'arrêt en 2009 et dans une moindre mesure en 2010, le solde est revenu à -8.325 millions en 2012.

Il convient de garder à l'esprit que les montants examinés ne concernent pas les seuls bénéfices réalisés au Luxembourg. En effet, comme on peut le constater, en 2012, le débit des revenus sur titres de participations s'élève à 50,3 milliards, soit nettement plus que le PIB. Il ne peut donc s'agir des seuls bénéfices réalisés au Luxembourg puisque cela signifierait que les entreprises luxembourgeoises exporteraient plus de bénéfices que le pays ne générerait de valeur ajoutée.

En fait, ces sorties de bénéfices contiennent pour partie des flux entrants de dividendes et bénéfices distribués, c'est-à-dire reçus de filiales à l'étranger. Ces derniers se sont élevés, toujours pour 2012, à 41,9 milliards, soit encore une fois plus que le PIB⁵.

⁵Le prix de transfert est généralement associé au transfert de ressources entre des entreprises apparentées; il se rapporte donc au calcul du revenu des investissements directs.



Source : Statec

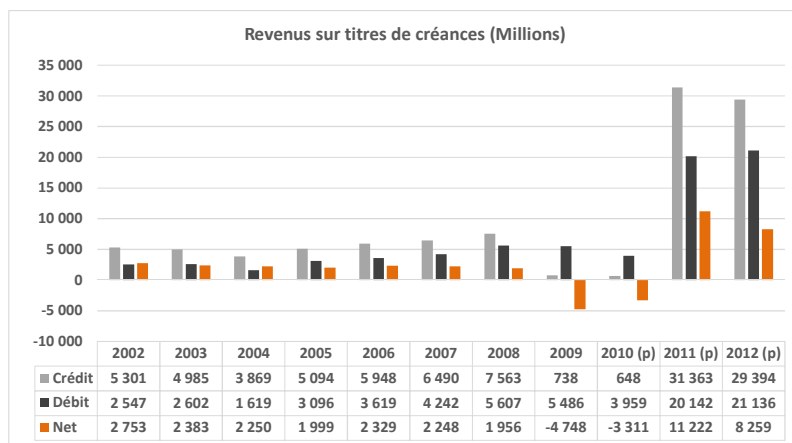
ii. Revenus sur titres de créances

Les revenus sur titres de créances concernent les intérêts de crédits entre entreprises détenues à plus de 10% par des entreprises étrangères ou détenant plus de 10% du capital d'une entreprise étrangère.

Si le solde s'est avéré négatif en 2009 et 2010, il a été positif sur le reste de la période. On notera une brusque progression en 2011 et 2012 des flux entrants ou sortants. Le solde est, à la différence des revenus sur titres de participation, nettement positif sur les deux dernières années avec respectivement 11,2 et 8,3 milliards.

- a. si une entreprise d'investissement direct est surfacturée pour un bien ou un service fourni par l'investisseur direct; ou
- b. si un investisseur direct est sous-facturé pour un bien ou un service fourni par l'entreprise d'investissement direct;
 - ➔ Le prix de transfert se comporte comme un dividende caché de l'entreprise d'investissement direct, d'où la nécessité d'accroître ses dividendes.
- a. Si une entreprise d'investissement direct est sous-facturée pour un bien ou un service fourni par l'investisseur direct; ou
- b. si un investisseur direct est surfacturé pour un bien ou un service fourni par l'entreprise d'investissement direct;
 - ➔ Le prix de transfert se comporte comme un investissement caché dans l'entreprise d'investissement direct, d'où la nécessité d'accroître les flux de capitaux d'investissement direct.

Source : Fonds monétaire international, Manuel de la balance des paiements, 5^{ème} édition.

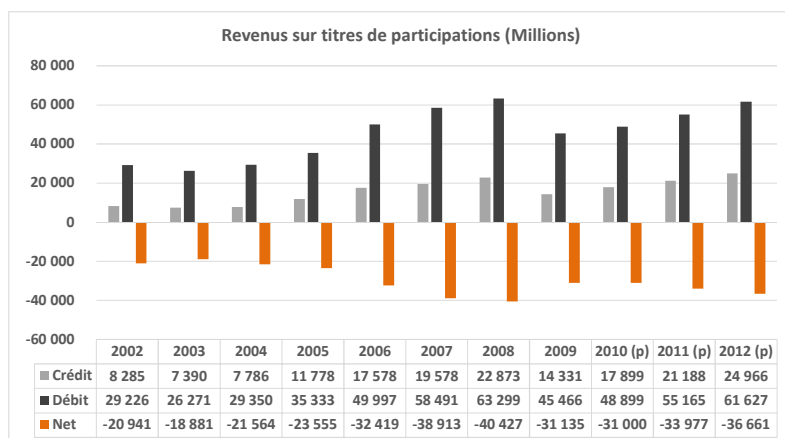


II. Investissements de portefeuilles

A la différence des investissements directs, les participations dans le capital sont inférieures à 10%.

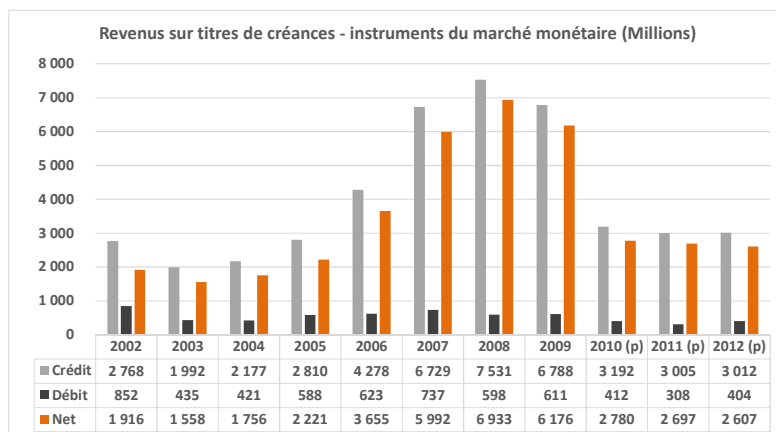
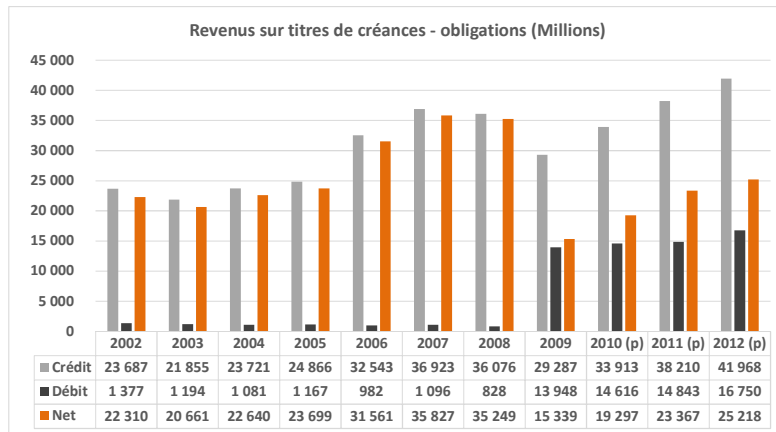
i. Revenus sur titres de participations

Ces revenus concernent donc la rémunération de la participation au capital des entreprises au travers d'actions par exemple. Une fois encore, le solde est très largement négatif avec 36,7 milliards de solde net de revenus sortants du Luxembourg.



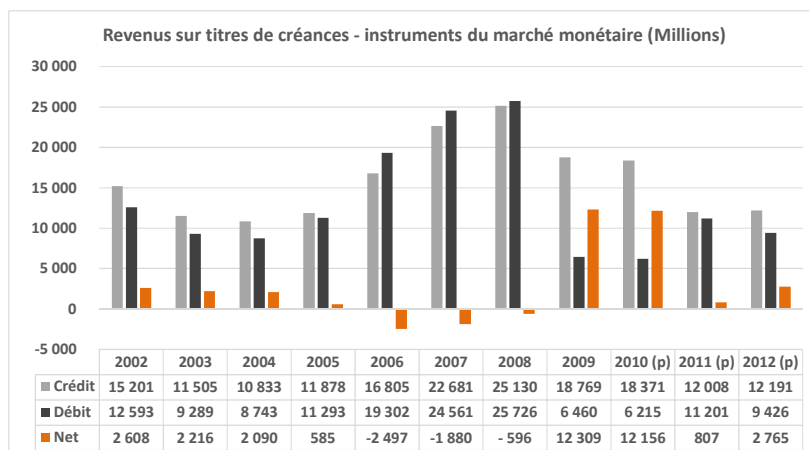
ii. Revenus sur titres de créances

Tout comme pour les investissements directs, le solde des revenus des titres de créances est très nettement positif pendant que celui sur les titres de participation est fortement négatif. Ce constat est vrai pour les instruments du marché monétaire, mais surtout pour les obligations.



iii. Autres investissements

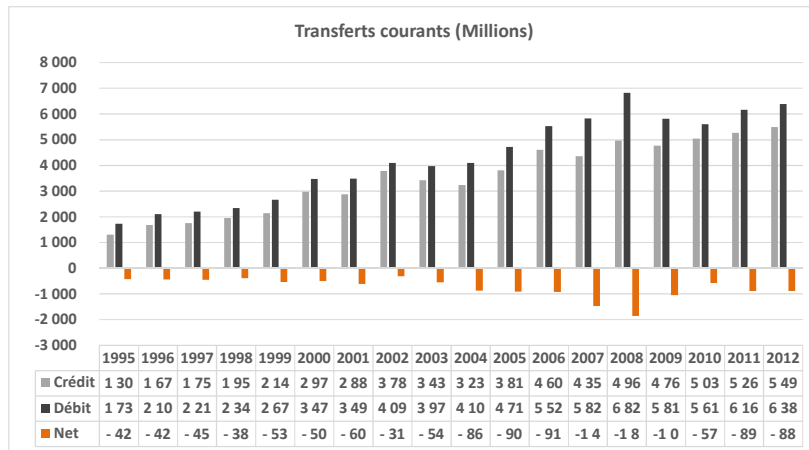
Ils concernent les loyers et les impôts moins subvention sur les produits et la production. Même si épisodiquement le solde a été négatif (entre 2006 et 2008), il est globalement positif, tout particulièrement pour les années 2009 et 2010. On note sur ce solde ainsi que sur les flux débiteurs ou créditeurs une très grande volatilité.



4. Transferts courants

Compte regroupant les dépenses et revenus d'aide publique au développement, les contributions aux organisations internationales, les transferts des émigrés / immigrés. Transferts sans contrepartie.

Les transferts courants sont systématiquement négatifs avec un creux en 2007/2008.



5. Conclusion

Au total, la balance courante reflète l'économie luxembourgeoise essentiellement au travers de sa place financière comme en attestent les revenus des investissements, sans commune mesure avec le PIB et de manière générale, l'activité économique luxembourgeoise. La part essentielle de ces flux de revenus est bien sûr le résultat de la présence massive de fonds d'investissements.

Autant dire que vouloir réduire le solde de la balance courante reviendrait à faire renoncer le Luxembourg à sa place financière, place financière qui est pourtant son principal secteur économique. Pour cela, il faut augmenter les flux monétaires sortants et plusieurs solutions sont possibles :

- augmenter les coûts salariaux unitaires permettrait de diminuer le solde de la balance courante directement au travers de l'augmentation de la rémunération des salariés versée au reste du monde et indirectement en lui faisant perdre en compétitivité (si l'on accepte l'hypothèse forte d'une relation entre les deux variables). De ce fait, elle perdrait des parts de marché en diminuant ses excédents.
- diminuer l'importance de sa place financière, ce qui permettrait de diminuer les excédents sur les services, mais également l'emploi dans les services, ce qui n'est évidemment pas souhaitable. Ces deux phénomènes permettraient de réduire les importations de biens et réduire à la fois l'excédent des services et le déficit des échanges externes de biens.
- augmenter les accises pour les mettre au niveau des pays voisins permettrait de réduire le différentiel de prix (de compétitivité ?) et par là même le déficit commercial et l'excédent de la balance des services.

Quoiqu'il en soit, le solde de la balance courante est sur une pente descendante et semble donc converger vers l'objectif de la Commission. En effet, avec 7% d'excédent de la balance courante sur les trois dernières années (pour un seuil de +6%) et 6,6% en 2012, le Luxembourg connaît un de ses plus faibles excédents depuis 1960. Sous l'impulsion des transferts de revenus, il semble donc que le Luxembourg converge naturellement vers le seuil maximum fixé par la Commission et qu'aucune recommandation ne soit nécessaire.

B. Variation des parts de marché à l'exportation (en % sur 5 ans)

1. Indicateur principal

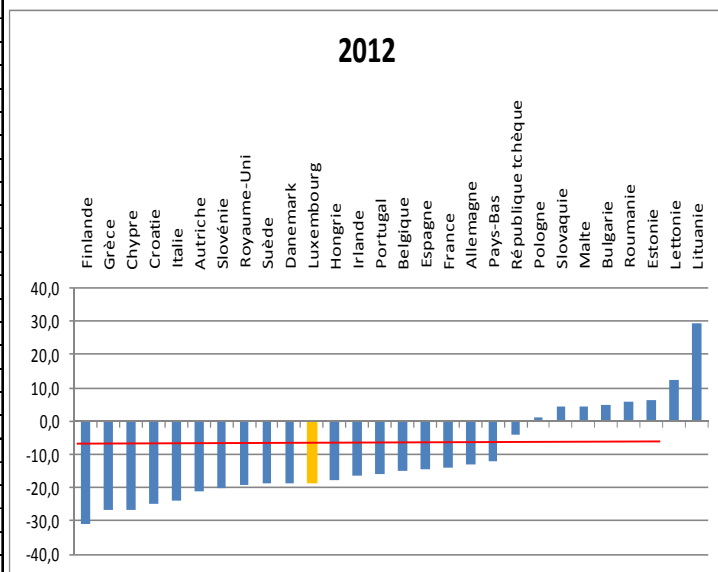
Cet indicateur décrit l'évolution des parts des exportations de biens et services des États membres de l'UE dans le total des exportations mondiales. La variation ne doit pas excéder le seuil minimal fixé à -6%.

Est quantifiée l'évolution de la valeur des exportations d'un État membre par rapport à l'évolution de la valeur de toutes les exportations dans le monde ; cette évolution serait le reflet de l'évolution de la « compétitivité » des économies nationales. Afin de prendre en compte les pertes structurelles de compétitivité qui peuvent s'accumuler sur des périodes prolongées, l'indicateur est calculé en comparant l'année Y à l'année Y-5.

a) Le constat

En 2012, 19 EM sur 28 ont vu leurs parts de marché mondial reculer depuis 2007 ; en intensité, le GDL affiche le 9^e plus fort recul (autrement dit, 10 pays ont fait encore moins bien que lui). La Finlande a connu la plus forte perte de ses parts avec -31% tandis que, à l'opposé, la Lituanie améliorait sa participation de 30%.

Seuil: -6%	2012	2012/2011
Belgique	-14,9	-5,2
Bulgarie	4,8	-5,5
République tchèque	-4,2	-4,6
Danemark	-18,6	-4,8
Allemagne	-13,1	-4,6
Estonie	6,5	-4,1
Irlande	-16,3	-3,3
Grèce	-26,7	-7,3
Espagne	-14,6	-4,9
France	-14,0	-6,8
Croatie	-24,7	-7,4
Italie	-23,8	-5,0
Chypre	-26,6	-9,4
Lettonie	12,3	5,4
Lituanie	29,3	5,7
Luxembourg	-18,3	-4,0
Hongrie	-17,8	-7,4
Malte	4,5	-1,9
Pays-Bas	-12,0	-3,3
Autriche	-21,2	-6,3
Pologne	1,3	-2,7
Portugal	-16,0	-5,3
Roumanie	5,9	-7,1
Slovénie	-19,9	-6,9
Slovaquie	4,2	1,5
Finlande	-30,8	-7,1
Suède	-18,8	-6,0
Royaume-Uni	-19,0	-1,7



Pour 2012, par rapport à 2011, seuls 8 pays font moins mal que les -4% du GDL, dont le Royaume-Uni, l'Irlande et les Pays-Bas (tous en recul également) parmi les pays de la vieille Europe.

b) Observations

Une variation positive de cet indicateur dans un pays résulterait de sa capacité d'innovation et d'exploitation de ses avantages comparatifs (par exemple la présence de ressources rares) ou de trouver de nouveaux marchés (exploiter de nouveaux débouchés commerciaux). Une baisse de cette part de marché ne signifie pas nécessairement que la part a baissé dans l'absolu, car elle peut être due au fait que les exportations mondiales ont augmenté à un rythme plus rapide que les exportations du pays en question.

Il importe donc de souligner qu'une baisse n'est donc pas nécessairement due à une perte de la « compétitivité » intrinsèque : elle peut être expliquée par une modification de la structure du commerce international (la montée en puissance des pays asiatiques dans les dernières années par exemple), par la spécialisation (en termes de produits et d'orientation géographique des exportations) ou encore par le degré d'ouverture au commerce international du pays en question.

L'Allemagne, bien que désignée comme étant sur le podium des performances économiques en matière d'exportations, est pourtant stigmatisée pour son excédent trop important, et elle se retrouve parmi les pays insuffisamment performants aux yeux de la Commission. De fait, si la Commission reproche au Luxembourg ses pertes de part de marché, elle doit le faire pour l'essentiel des pays de l'UE. Donc mettre l'accent sur l'indexation des salaires freinant l'augmentation des parts de marché est un non-sens pour deux raisons :

- même les pays ne disposant pas de ce système présentent une évolution négative des parts de marché ;
- d'autre part, la baisse des parts de marché luxembourgeoises dans le commerce mondial est justement un « moyen » de diminuer l'excédent structurel de la balance courante.

De là à approuver la légitimité de l'enchaînement tel que l'augmentation des coûts salariaux (négatif) permettrait une baisse des parts de marché (négatif) et par conséquent une baisse du solde des transactions courantes (positif), il n'y a qu'un pas pour montrer les contradictions inhérentes entre les différents indicateurs retenus.

Concernant les parts de marché, une autre contradiction - encore plus fondamentale puisque concernant l'ensemble de la politique européenne et non plus seulement le Luxembourg - est que la plupart des pays européens connaissent une évolution défavorable des parts de marché.

Ces parts de marché sont calculées en proportion des exportations des pays dans le commerce mondial. Or, si le commerce mondial croît plus rapidement que le commerce européen, c'est avant tout parce que l'Europe (et donc les principaux débouchés des pays européens) est à la traîne en matière de croissance économique.

La Commission⁶ elle-même souligne que les baisses de part de marché peuvent être dues à deux effets : une baisse du numérateur et donc des exportations, ou une augmentation plus

⁶ European Commission, Occasional Papers 92, Feb. 2012, "Scoreboard of the surveillance of macroeconomics imbalances. ***Export market shares can be driven by the increase/decrease of a country's export volume (numerator effect) but also by the growth of total world exports in goods and services (denominator effect).*** World exports have almost doubled in the period 1994-2007 (+83%), due to factors such as multilateral trade liberalisation and unilateral trade liberalisation of some emerging countries (e.g. China, India and Brazil among some) but also to the increased trade in services

rapide du dénominateur, c'est-à-dire le commerce mondial. Force est de constater que ce dernier a augmenté plus rapidement que le commerce extérieur européen et que sa croissance économique par développement du commerce de certains pays émergents (Brésil, Chine...). Ainsi, le commerce mondial a presque doublé entre 1994 et 2007 (+ 83%), bien au-dessus du rythme européen. Par conséquent, même l'Allemagne voit ses parts de marché se réduire pendant que ses excédents connaissent des records.

Dès lors, une recommandation à une échelle aussi généralisée est un non-sens.

Deux moyens pour s'améliorer au niveau de cet indicateur existent :

- augmenter la part des exportations européennes dans le monde ;
- augmenter la part du commerce intra-européen afin qu'il croisse plus rapidement que le commerce mondial.

Dans les deux cas, il faudrait une croissance européenne au moins égale à la croissance mondiale, ou alors que la croissance des exportations intra-européennes soit plus forte que la croissance du PIB des pays européens.

Dans ce dernier cas, l'Europe n'aurait pas plus de croissance, mais augmenterait néanmoins ses parts de marché du commerce mondial dans une sorte de jeu de chaise vide où les importations en provenance d'autres pays européens augmenteraient au détriment des productions domestiques, lesquelles devraient se tourner également vers les exportations.

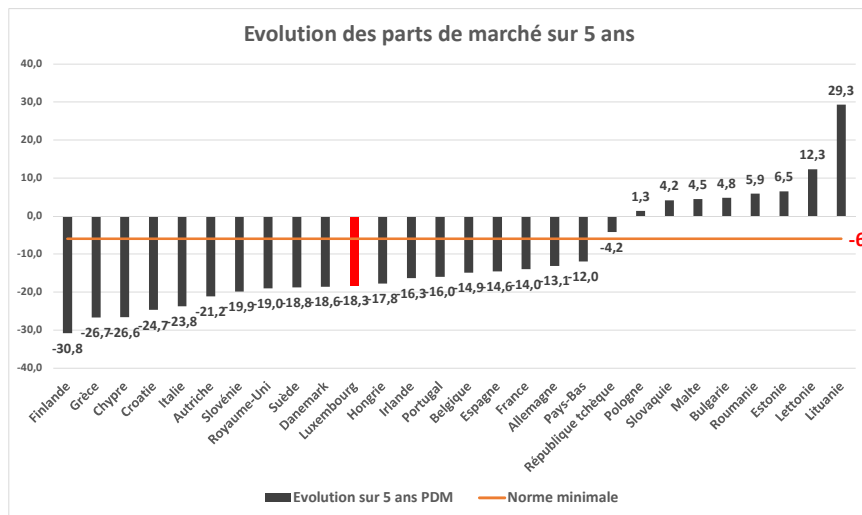
A production constante, il suffirait que l'ensemble des pays européens ne produise plus pour leur propre marché mais uniquement pour les exportations et en contrepartie importe ce dont il a besoin. Le résultat serait pour l'ensemble de l'Europe un accroissement de ses parts de marché dans le commerce mondial, mais :

- aucun accroissement de production ;
- aucune amélioration de bien-être ou d'efficacité ;
- beaucoup plus de transports supplémentaires et donc d'émissions de CO₂.

Stigmatiser un pays européen isolément, par exemple en fonction de son coût salarial unitaire ne fait donc pas sens. Ce qui importerait serait d'accroître la croissance européenne, chose impossible en entrant sur une compétition relative aux coûts salariaux contre les pays émergents.

Comme illustration, il suffit d'observer l'évolution des parts de marché des différents pays européens. On peut constater que presque tous sont en négatif et la plupart sous la norme fixée.

favoured by the development of ICT. Hence, it can also be the case that some countries apparently lose market shares because their exports grow more slowly than total world exports. Although this 'denominator effect' needs to be considered differently from the loss in market shares due to a 'numerator effect', the scoreboard should capture the overall position in terms of market shares of each country."

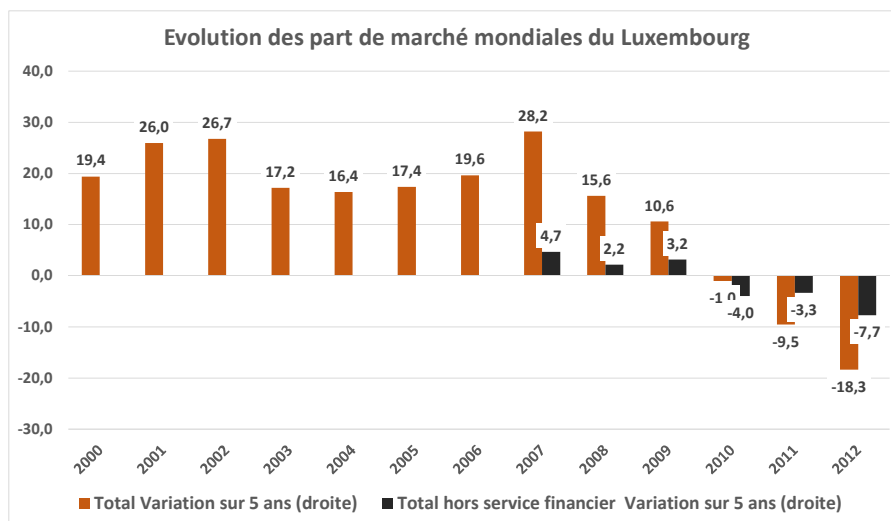


Source : Eurostat

Le Luxembourg ne représente donc nullement un cas isolé qui traduirait une perte de sa compétitivité. C'est bien l'Europe qui est, si ce n'est en perte de compétitivité, tout au moins en manque de croissance par rapport au reste du monde.

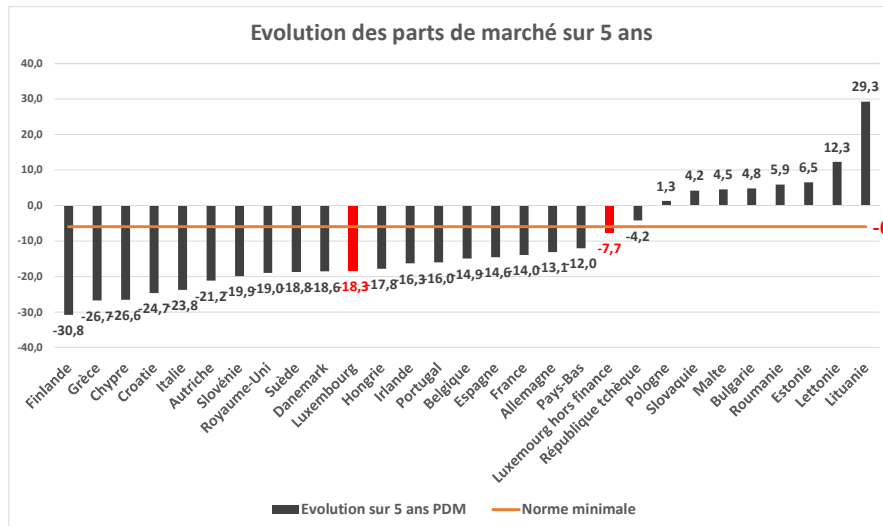
A ceci s'ajoute le cas particulier du Luxembourg qui exporte principalement des services financiers dans un contexte de crise financière.

Ainsi que l'illustre le graphique ci-dessous, **si les parts de marché sont en baisse, c'est essentiellement en raison de la baisse des exportations de services financiers**. Si l'on exclut les services financiers sur base des statistiques de la balance des paiements, le Luxembourg se trouve certes en baisse, mais nettement moins marquée avec -7,7% sur les 5 dernières années.



Source : Eurostat

Hors exportations de services financiers, la baisse des parts de marché est de 7,7% sur les 5 dernières années. Remarquons que seuls des nouveaux États membres devancent le Luxembourg.



Source : Eurostat

2. Conclusions

Il paraît donc bien curieux d'incriminer la baisse des parts de marché luxembourgeoise aux coûts salariaux et plus particulièrement au CSU nominal, dans la mesure où ses parts de marché évoluent particulièrement favorablement dans le contexte européen et mondial de ces dernières années.

C. Variation des coûts salariaux unitaires (en % sur 3 ans)

1. Indicateur principal

Le coût salarial unitaire (CSU) est un indicateur complexe : **il rapporte les « salaires » moyens⁷ à la productivité pour vérifier si la progression des premiers ne dépasse pas l'évolution de la seconde (mot clé : « modération salariale »).**

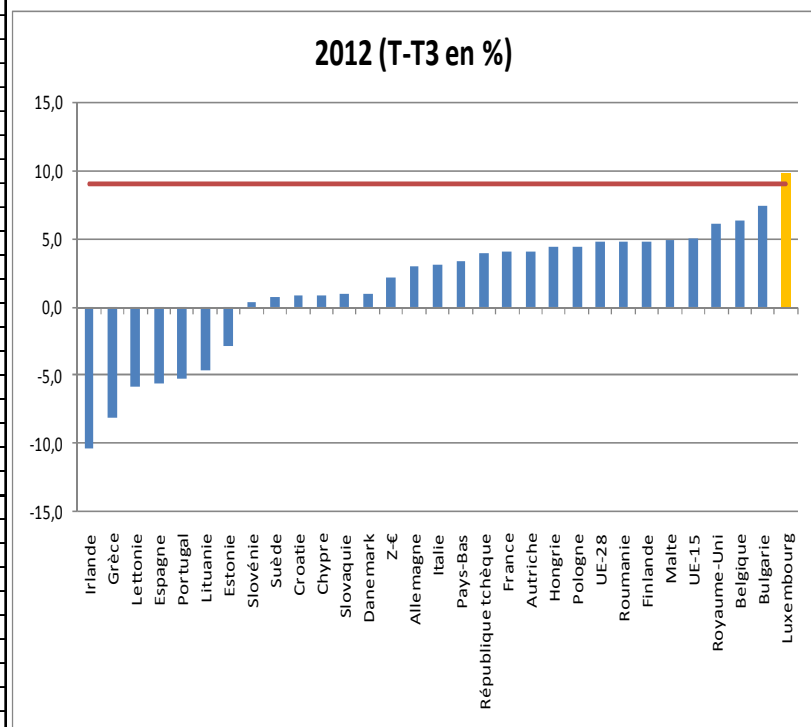
En effet, évaluer un salaire de manière absolue, comme souvent avec les grandeurs économiques, est un exercice vain. Pour estimer et interpréter son impact économique, il importe de le rapporter à une autre variable telle que la productivité.

Par unitaire, il faut donc comprendre le coût d'une unité de « salaire » rapportée à une unité de production, soit la rémunération par salarié par rapport à la productivité par emploi (PIB/emploi).

a) Le constat

Le GDL affiche en 2012 une hausse de son CSU de 9,8% par rapport à 2009. Il est ainsi isolé sur la scène européenne puisque tous les autres EM sont parvenus à rester sous leur seuil respectif, avec l'Irlande à l'autre extrémité en raison du recul de plus de 10% de son CSU.

Seuil GDL: +9%	2012	2012/2011
UE-28	4,8	3,2
UE-15	5,0	3,4
Z-€	2,1	1,9
Belgique	6,3	3,7
Bulgarie	7,4	-0,5
République tchèque	3,9	3,8
Danemark	1,0	1,5
Allemagne	3,0	3,1
Estonie	-2,8	4,2
Irlande	-10,4	0,0
Grèce	-8,1	-6,2
Espagne	-5,6	-3,0
France	4,1	2,1
Croatie	0,8	1,2
Italie	3,1	2,3
Chypre	0,8	-2,7
Lettonie	-5,8	3,4
Lituanie	-4,6	1,9
Luxembourg	9,8	4,7
Hongrie	4,4	2,7
Malte	4,9	3,7
Pays-Bas	3,3	2,8
Autriche	4,1	3,0
Pologne	4,4	2,0
Portugal	-5,3	-3,1
Roumanie	4,8	15,3
Slovénie	0,4	0,8
Slovaquie	0,9	1,0
Finlande	4,8	4,4
Suède	0,7	2,9
Royaume-Uni	6,1	3,0



Source : Eurostat

⁷ En réalité la masse salariale totale corrigée, c.-à-d. la rémunération du travail, tous revenus et charges compris : primes bonis, rémunération des heures supplémentaires etc..

Entre 2008 et 2012, selon la COM, le CSU a augmenté au GDL près de deux fois plus vite que dans les pays voisins.

Entre 2011 et 2012, seule la Roumanie (+15%) aura dépassé le Luxembourg (+4,7%) en termes d'évolution du CSU.

À cette aune, le Luxembourg semblerait ainsi coutumier de mauvaises pratiques salariales qui le font figurer parmi les moins bons performeurs de manière régulière, voire constante depuis 2008, bien que la COM lui reconnaisse un très bon bilan économique et une période de croissance économique remarquable au cours des 30 dernières années.

Depuis l'instauration du semestre européen, la COM et le Conseil européen n'ont d'ailleurs cessé de recommander au GDL, au-delà de la limitation ponctuelle et temporaire de l'indexation automatique des salaires qui ne garantirait pas une évolution conforme à la productivité, de prendre des mesures structurelles pour réformer le système de fixation des salaires afin d'éviter que la compétitivité du pays ne se détériore davantage à l'avenir.

Il s'agirait ainsi « d'améliorer sa réactivité à l'évolution de la productivité et aux évolutions sectorielles ainsi qu'à la situation du marché du travail, et de promouvoir la compétitivité »⁸.

b) La logique économique sous-jacente au CSU selon la COM

I. La théorie

Moderniser la fixation des salaires (tout en réformant les marchés des produits, le cas échéant) permettrait de garantir que les changements dans le CSU nominal (à la baisse) se répercutent dans les prix, contribuant ainsi à corriger les déséquilibres macroéconomiques détectés ou supposés et à réduire le chômage.

Selon la COM, il importe pour la zone euro de suivre cet indicateur, « *puisque les ajustements par les coûts et les prix sont la seule façon de réussir un ajustement nominal dans une union monétaire* »⁹.

En effet, pour la COM, « *les développements des salaires affectent la compétitivité-prix extérieure. Les augmentations de salaires peuvent conduire à l'accroissement du CSU nominal et du taux de change effectif réel basé sur le CSU nominal s'ils ne sont pas compensés par les évolutions de la productivité, des réductions de marges ou s'ils ne sont pas suivis dans les pays partenaires ou encore par des adaptations des taux de change nominaux (en dehors d'une union monétaire). L'argument inverse vaut pour les évolutions salariales qui baissent le CSU. Donc, une croissance salariale excessive peut mener à un déséquilibre extérieur de compétitivité-prix* »¹⁰.

Dans un document de travail, les services de la COM indiquent que « *ces évolutions de compétitivité-coût internationale affectent les exportations nettes qui est un déterminant important de la demande extérieure agrégée et donc aussi de l'emploi effectif. [...] Les développements du CSU nominal produisent deux effets majeurs : ils génèrent potentiellement des pressions inflationnistes (déflationnistes) intérieures par les coûts si les salaires nominaux*

⁸ COM(2013) 366 final, recommandation n° 4.

⁹ Key thematic summary on *Wage Setting Systems and Wage Developments*, p.5, Commission européenne.

¹⁰ Ibid.

croissent plus (ou moins) fortement que la productivité du travail, augmentant le risque d'une spirale salaires-prix ; ils affectent la balance extérieure d'un pays et sa compétitivité-coût internationale quantifiées par le TCER [...]

Lorsque le CSU nominal s'accroît, il indique que les salaires nominaux évoluent plus vite que la productivité. Lorsque cela se produit, le risque est présent de voir les prix augmenter davantage que l'objectif inflationniste soutenable légèrement inférieur à 2% par an à moyen terme afin de restaurer l'équilibre entre les coûts salariaux et le taux de marge, sous l'hypothèse de l'absence de réforme structurelle affectant la part salariale d'équilibre. [...] Le TCER basé sur le CSU (ou sur les indices de prix comme dans le RMA) fournit une vue utile sur les développements de la compétitivité internationale à court terme [...] »¹¹.

Selon la position officielle de la COM cette fois, « *Inclure le CSU dans le tableau de bord RMA répond à la logique que des divergences persistantes de compétitivité entre les États membres sont en relation étroite avec les réponses des pays en termes de productivité et de politiques du marché de l'emploi [...]. De fortes et durables augmentations du CSU peuvent conduire à une érosion de la compétitivité, particulièrement si elle s'accompagne d'un creusement du déficit de la balance courante et de parts de marché à l'exportation en déclin.* »¹²

« Autrement dit une mauvaise performance commerciale et une perte de compétitivité sont en soi préoccupantes, notamment en présence d'un problème de viabilité extérieure ou de la nécessité d'améliorer la performance externe pour soutenir un vaste effort de désendettement ou d'une réaffectation des ressources. »¹³

Ces hypothèses sont invérifiées dans le cas du Luxembourg.

II. La pratique

Prenons l'exemple du TCER. En dépit des évolutions négatives du CSU nominal censées indiquer une perte de compétitivité qui se reflète dans le TCER, on peut constater que le Luxembourg ne souffre d'aucun déséquilibre inflationniste, comme le souligne depuis longtemps la CSL. On constatera par ailleurs que les seuls pays montrés du doigt le sont pour des baisses trop prononcées, à l'image de l'Allemagne. Selon la COM, c'est donc plus la sous-inflation allemande qui inquiète que la surinflation, présumée par certains, du Luxembourg.

Pour rappel, la même COM, mais sans doute pas le même analyste, a pourtant démontré par ailleurs que l'évolution d'indicateurs de compétitivité-coût/prix ne témoigne pas de l'évolution du commerce extérieur : « *Lorsque l'on compare les parts du marché international à l'évolution du CSU, il n'y pas de relation évidente. En bref, [...] la preuve est insaisissable. [...] S'il existe une relation entre coûts salariaux unitaires et performances à l'exportation, elle est faible et du second ordre par rapport à la dégradation de la balance commerciale (et donc les premiers ne peuvent être la cause des secondes* ». Elle ajoute : « *L'accent mis sur le CSU est généralement justifié par l'ouverture de nos économies. Cependant les performances à l'exportation (quantifiées par la part du marché mondial) ne semblent pas non plus devoir être affectées par les augmentations des coûts salariaux, même si cela semble théoriquement*

¹¹ Le TCER (taux de change effectif réel) met en relation l'évolution du CSU d'un État membre à celui d'un ensemble d'autres pays. Extraits de *Wage developments in the European Union during a severe economic downturn*, in "Employment and Social Developments in Europe 2012", Commission staff working document, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion, November 2012.

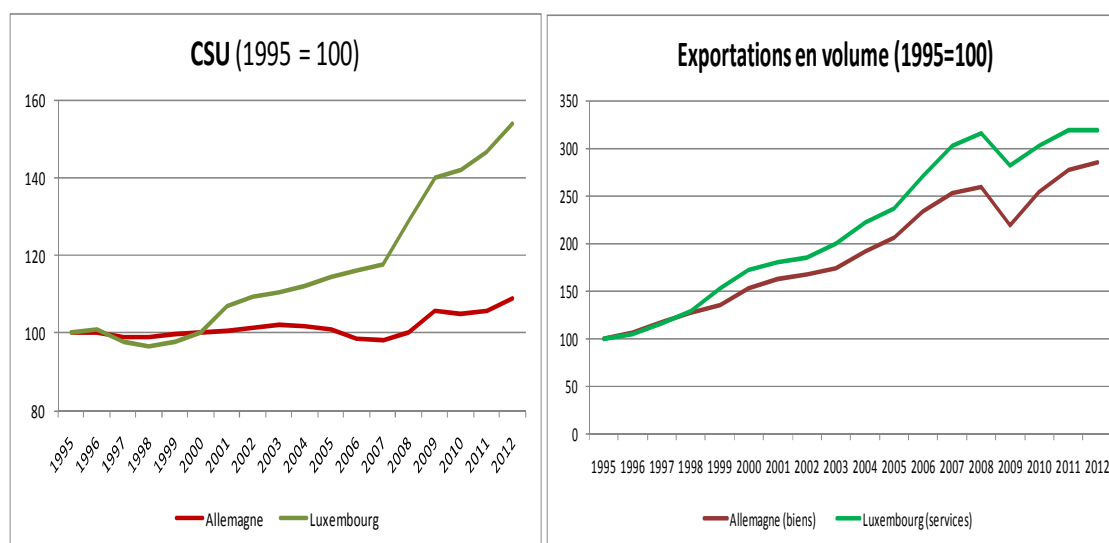
¹² Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances: technical explanations on the scoreboard, DG ECFIN, Occasional Paper, 92/2012.

¹³ Rapport 2014 sur le mécanisme d'alerte, COM(2013) 790 final.

fondé, au moins dans la zone euro »¹⁴. Elle affirme même par ailleurs, concernant le taux de change effectif réel (TCER), indicateur dominant de compétitivité (reposant au choix soit sur le CSU, soit sur un indice de prix), que « plus de 60% du différentiel de parts de marché entre les pays ne peut pas s'expliquer par les évolutions du TCER » (version prix).

Souvent le modèle allemand est présenté comme le modèle à suivre par le reste de l'Europe. Les observateurs de l'économie européenne et luxembourgeoise (tels la BCL ou les Chambres patronales) aiment d'ailleurs à se référer aux performances de l'Allemagne pour mieux souligner le déclin luxembourgeois. **Le Luxembourg souffre-t-il réellement d'un désavantage comparatif ?**

L'Allemagne et le Luxembourg, membres de la zone euro, subissent la même conjoncture, l'une étant davantage sensible aux évolutions de la production et de l'écoulement de biens, l'autre en matière de services. La trajectoire du CSU (graphique de gauche) est nécessairement interprétée par la COM comme une perte de compétitivité par rapport à l'Allemagne.



Pourtant, évalués à l'aune de leur domaine de spécialités respectif, on voit que le **Luxembourg a plutôt surperformé l'Allemagne en matière d'exportations**, même s'il semble que l'Allemagne comble son retard sur la fin de la période à la faveur de la crise (et la dimension financière qui la sous-tend). La prudence reste toutefois de mise sur les années les plus récentes, les comptes, plus particulièrement du Luxembourg, étant susceptibles d'être revus substantiellement (à la hausse ou à la baisse).

S'il n'est pas dans l'intention de la CSL de nier les bonnes performances de l'Allemagne en matière d'exportation de biens, alors que le « made in Germany » dispose indéniablement d'un avantage hors prix, elle souhaite toutefois attirer l'attention sur l'absolue nécessité d'élargir le panorama.

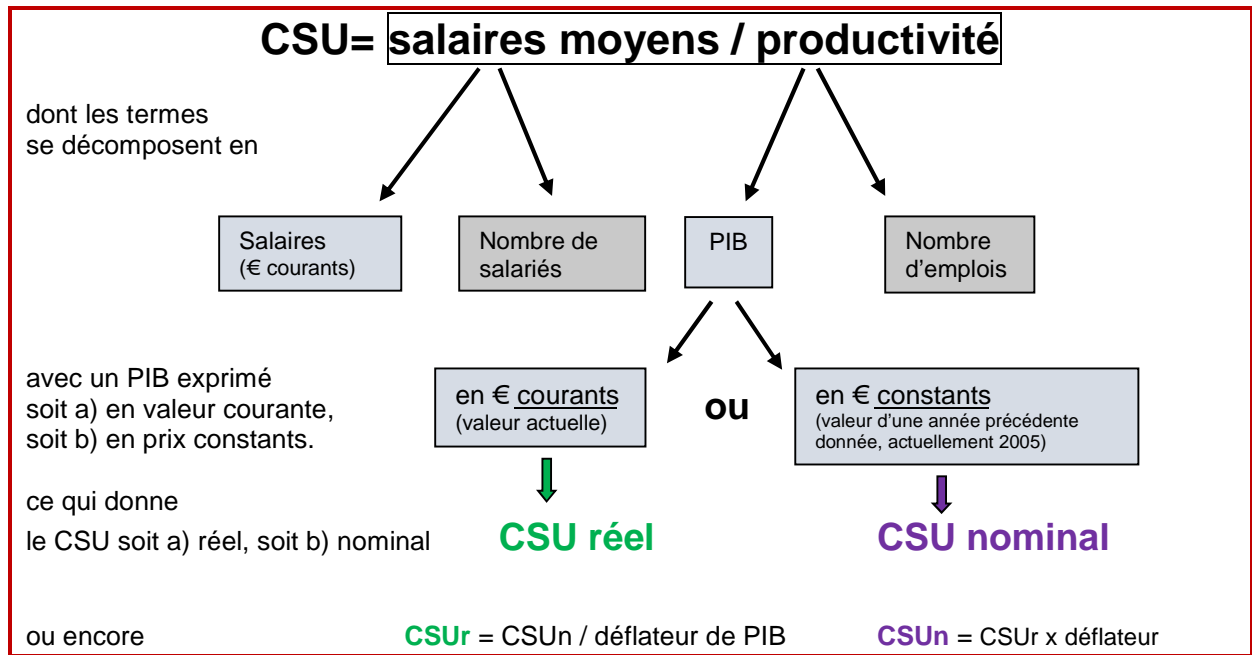
Ainsi le constat est-il implacable en ce qui concerne par exemple la croissance économique observée depuis le lancement de la stratégie de Lisbonne. Pourtant, depuis lors, l'indicateur de compétitivité-coût qu'est le CSU renseigne une dégradation continue de celle-ci par rapport à l'Allemagne. **Faut-il donc perdre en croissance pour être compétitif ?**

¹⁴ Commission Staff Working Document, SEC (2010) 1276 final

c) Comment fonctionne le CSU ?

Le CSU rapporte donc les « salaires » moyens à la productivité.

On a donc :



Dans le CSU, les « salaires » non corrigés de l'inflation (à leur valeur courante) sont mis en rapport avec la productivité.

Il existe toutefois deux variantes du CSU :

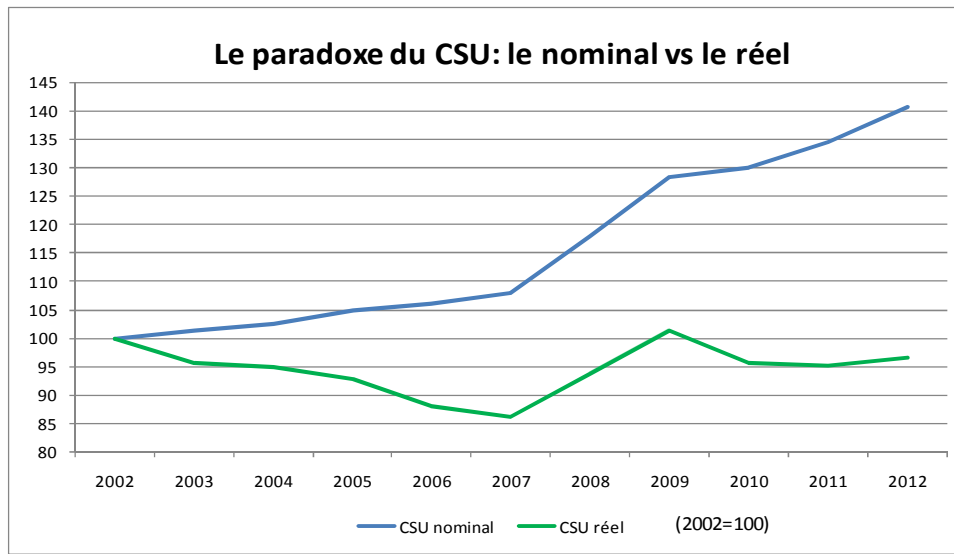
- le **CSU dit « nominal »** (indicateur européen officiel), où les salaires sont en euros courants et la productivité (PIB) en euros constants¹⁵,
- et le **CSU dit « réel »**¹⁶, où tous les termes sont exprimés en euros courants.

¹⁵ Les économistes quantifient généralement et invariablement la productivité en volume, afin d'avoir une estimation dite « réelle » de celle-ci, en euros/prix constants, abstraction faite d'une hausse du prix de vente entre deux points de comparaison sur une période donnée. Pour rappel, dans le jargon économique, nous avons donc des variables qui sont exprimées en euros ou prix constants/en volume/en termes réels par opposition aux variables en euros ou prix courants/en valeur/en termes nominaux.

¹⁶ Autrement dénommé « part salariale » dans une approche plus distributive des revenus primaires. Le CSU réel a ainsi le gros avantage de vérifier à la fois l'évolution des salaires en lien avec la productivité (du point de vue de l'offre) et la distribution des revenus (du point de vue de la demande) dans un souci de cohésion sociale, ce que le CSU nominal, en se focalisant sur le seul premier aspect (et en comparant des euros courants à des euros constants) ne permet pas. Si le CSU réel rapporte en réalité les salaires à la productivité exprimés tous deux en euros courants, il est toutefois réputé « réel » du fait de la neutralisation de l'« inflation » au numérateur et au dénominateur qui a pour effet de les convertir tous deux en euros constants de 2005.

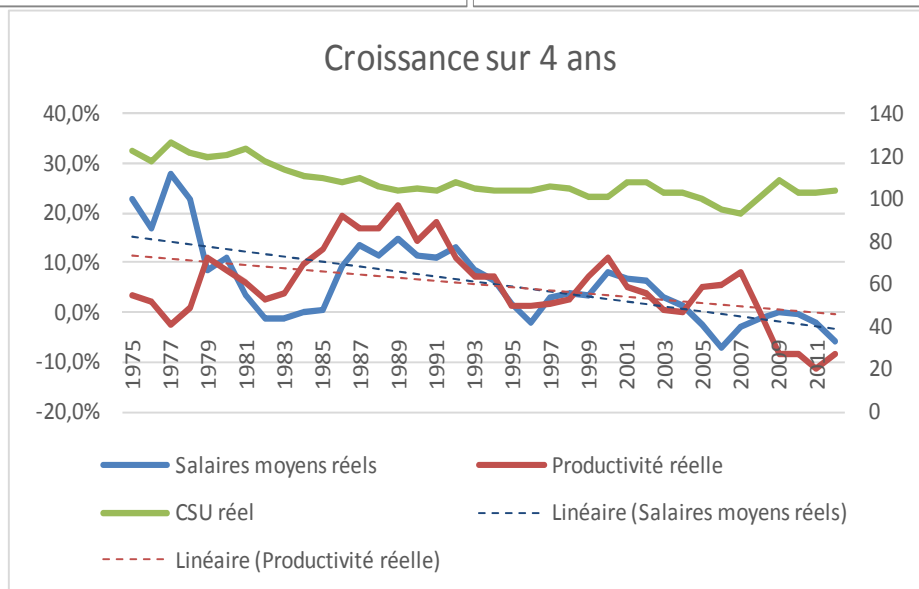
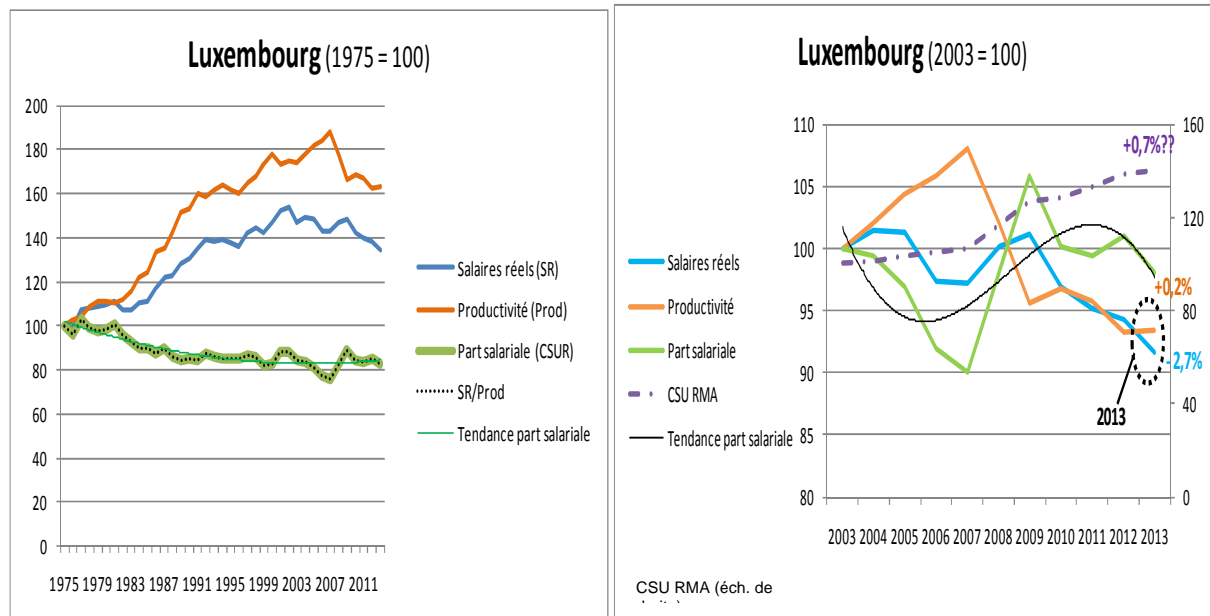
Utiliser le CSU nominal plutôt que le CSU réel n'a rien d'anodin en ce qui concerne l'analyse de la « compétitivité » par les salaires/coûts salariaux, et tout particulièrement dans le cas du Luxembourg (cf. point d) III ci-dessous).

Nous nous trouvons donc face à deux indicateurs qui ont la même vocation du point de vue de l'offre : jauger l'évolution des salaires en lien avec la productivité. Or, leurs tendances respectives sont (généralement) contradictoires : le CSU nominal luxembourgeois se dégrade (la courbe monte), alors que le CSU réel s'améliore (la courbe baisse), le premier indiquant une perte apparente de compétitivité, le second une amélioration de cette dernière.



Le graphique de gauche ci-après sert à illustrer sur la longue période la mécanique du CSU réel : à l'instar d'un mouvement européen généralisé, loin d'être en situation de dérapage, les salaires réels (donc en euros constants) sont en réalité en décrochage par rapport à la productivité réelle (CSU réel). La courbe de la productivité évolue en effet plus rapidement que celle des salaires, ce qui entraîne une baisse du CSU (courbe noire pointillée dit SR/Prod), autrement dit de la part salariale (courbe verte) ¹⁷.

¹⁷ L'effet de base peut influencer le développement des deux courbes principales dans le graphique de gauche. Le graphique central inférieur montre tout de même que la courbe de la productivité est bien souvent située au-dessus de la courbe des salaires, même si épisodiquement elle croît moins rapidement. Généralement, la hausse du CSU réel correspond à une remontée mécanique de sa courbe, dépendant de la tenue de la conjoncture, qui, en cas de retournement, voit les salaires et l'emploi s'ajuster beaucoup moins rapidement que le PIB et la marge d'exploitation des entreprises.



Note : CSU réel = échelle de droite

Source : Ameco ; graphiques : CSL

Le graphique de droite nous montre les mêmes courbes mais depuis l'année de départ du tableau de bord RMA, à savoir l'année 2003. On y voit un CSU réel (courbe verte) plutôt en baisse en début de période, pour augmenter du fait de la crise économique en milieu de période (reflétant une hausse plus rapide ou une diminution moins forte des salaires que celle de la productivité) et à nouveau prendre un virage descendant en fin de période.

L'instrument de diagnostic auquel recourent les institutions européennes pour évaluer les déséquilibres potentiels en matière de compétitivité (CSU nominal RMA en mauve, soit les salaires en euros courants par rapport à la productivité en euros constants, sans avoir corrigé de l'inflation les salaires, comme cela est fait pour la productivité) indique pour sa part une tendance constante à la hausse, signe d'une dégradation apparente de la compétitivité luxembourgeoise depuis un certain temps.

Notons qu'apposer la courbe des salaires nominaux à celle de la productivité dans le graphique de gauche donnerait des allures de croissance exponentielle à l'évolution de ces salaires exprimés en euros courants par rapport à la productivité réelle.

C'est ainsi que, premier constat important, le dérapage des salaires par rapport à la productivité, tel que prétend l'indiquer le CSU nominal, tient au croisement d'une variable déflatée (la productivité est corrigée de l'inflation) à une variable qui ne l'est pas (les salaires ne sont pas corrigés de l'inflation).

Second constat qui s'impose de cette décomposition du CSU : son évolution est influencée non pas par les seuls salaires qui seraient en situation de dérapage, mais aussi simultanément par deux autres variables que sont l'emploi et le PIB¹⁸.

D'ailleurs, selon Eurostat, « *le changement dans le coût unitaire nominal du travail est le changement dans la rémunération totale des salariés par nombre de salariés non couvert par le changement de la productivité du travail ainsi que la variation de la part des salariés dans l'emploi total* ».

Or, de manière générale, mais aussi tout particulièrement vis-à-vis du Luxembourg, **la COM insiste sur l'importance de et l'urgence à moderniser les systèmes de fixation des salaires, y compris l'indexation, donnant ainsi à penser que la dérive des salaires luxembourgeois indexés (mot clé : « inflation salariale ») serait la cause du dérapage du CSU** lui-même indicatif d'une dégradation de la compétitivité au cours des dernières années.

Le paradigme de la COM est en effet que l'inflation est déterminée par l'augmentation moyenne des salaires diminuée de l'augmentation moyenne de la productivité, autrement dit par l'évolution du CSU nominal¹⁹.

d) Décryptage et commentaire des évolutions au GDL

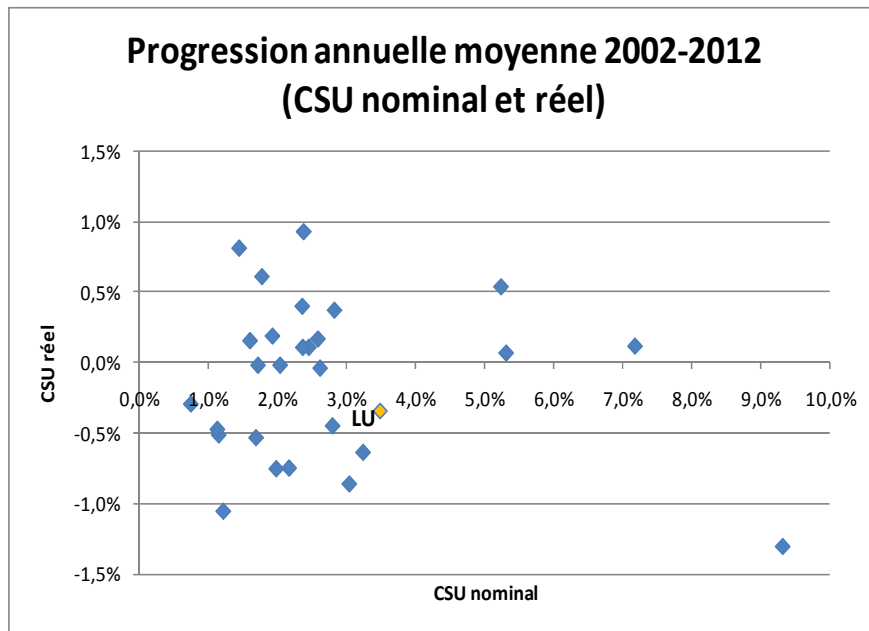
I. Les développements des CSU au Luxembourg

i. Les évolutions du CSU au GDL sur les 10 dernières années

Entre 2002 et 2012, la croissance annuelle du CSU nominal aura été positive, celle du CSU réel négative.

¹⁸ L'intervention du PIB se manifestant à la fois par le biais de sa croissance mais aussi de son prix estimé (déflateur).

¹⁹ Selon la théorie classique, comme les entreprises ne seraient disposées à embaucher que dans la mesure où la production marginale du salarié (son rendement) est égale à son coût marginal, autrement dit si les coûts du travail sont égaux au niveau de productivité, une hausse des salaires supérieure à celle de la productivité entraînerait de la part de celles-ci soit une hausse des prix - si elles bénéficient d'un pouvoir de marché (price maker) -, soit une réduction des heures de travail ou du nombre d'emplois, créant ainsi du chômage. Ce chômage exercerait alors une pression à la baisse sur les salaires pour les remettre en phase avec la productivité.



Ainsi, le **CSU réel** (soit les salaires nominaux rapportés à la productivité nominale ou, autrement dit, l'évolution des salaires réels et de la productivité telle qu'habituellement exprimée en termes réels, si les deux variables sont en même temps déflatées par l'indice des prix du PIB) aura marqué une régression de 0,34% en moyenne chaque année (soit – 3,4% sur la période).

Reprenons la décomposition du CSU présentée supra et regardons les évolutions sur les 10 dernières années²⁰.

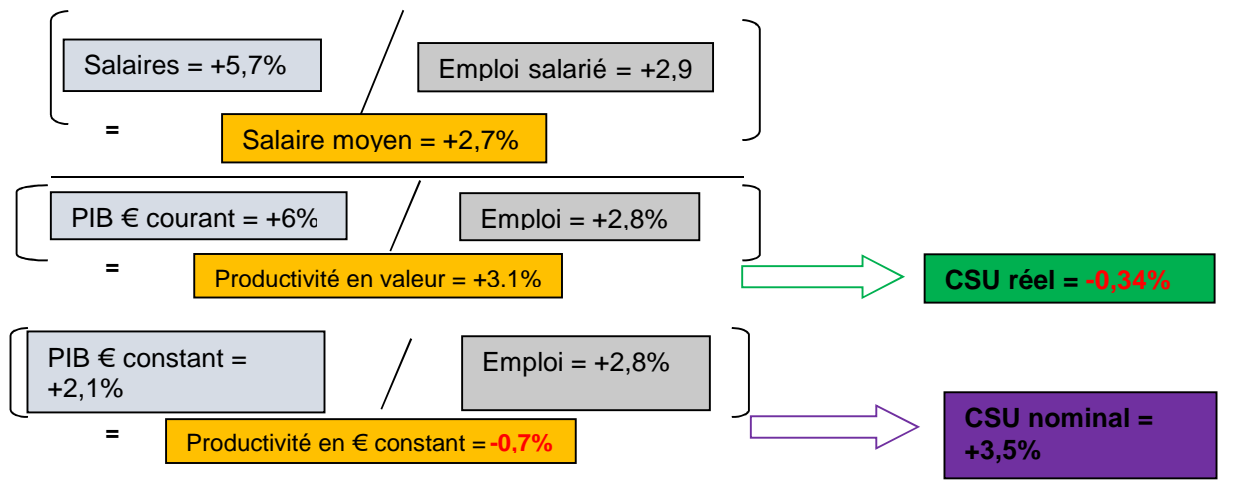
En effet, alors que le salaire moyen progresse en moyenne de 2,7% par an, la productivité en euros courants évolue plus rapidement que le salaire moyen, ce qui a pour conséquence de réduire très légèrement le CSU.

Le PIB nominal a crû en moyenne de 6% par an, donc plus vite que l'emploi (2,8%), ce qui permet à la productivité nominale de connaître une évolution très positive, supérieure à celle des salaires moyens.

Dans le ratio salaires/productivité, le dénominateur aura donc avancé un peu plus rapidement que le numérateur, ce qui force, en moyenne annuelle, la baisse très légère de l'indicateur composite que le CSU représente.

²⁰ Par ailleurs critère complémentaire d'analyse à l'indicateur principal ; cf. point 2 infra.

Croissance annuelle moyenne 2002-2012 du CSU



Source : Statec ; calculs et schéma : CSL

De son côté, le **CSU nominal** (soit les salaires en euros courants rapporté à la productivité en euros constants) aura progressé entre 2002 et 2012 de 3,5% par an sous l'influence, d'une part, d'un salaire moyen en euros courants (+ 2,7%), mais aussi d'une productivité qui recule de presque 1%, d'autre part. Un dénominateur progressant moins vite qu'un numérateur entraîne donc une hausse du CSU, c.-à-d. du ratio des salaires sur la productivité.

La décomposition de l'évolution du CSU ci-dessus illustre aussi le fait qu'y compris en volume (en euros constants), le PIB aura progressé au GDL de 2,1% en moyenne annuelle (contre 6% en valeur courante). Or, comme l'emploi a lui-même progressé plus rapidement (+2,8%), la productivité telle qu'exprimée usuellement en volume (rapport entre le PIB en volume et l'emploi) a logiquement connu une trajectoire négative.

ii. Les évolutions du CSU au GDL sur les 3 dernières années

L'indicateur principal en matière de coût du travail dans le RMA porte sur l'évolution globale en % du CSU sur une période de trois ans.

Croissance en % (2009-2012)									
				Salaires	15,1				
				Nbre salariés	7,4				
				Salaires moyens	7,2				
PIB € courants	20,6						4,9	PIB € constants	
Nbre emplois	7,4						7,4	Nbre emplois	
Prod € courants	12,3						-2,3	Prod € constants	
CSU réel	-4,6						9,8	CSU nominal	

Sources : Eurostat, Statec ; calculs et schéma : CSL

À cette aune, le portrait reste toutefois inchangé. Le CSU réel connaît un net recul du fait de salaires nominaux qui progressent moins vite que la productivité en valeur courante, tandis que le CSU nominal affiche donc, sous l'influence de salaires nominaux plus rapides que la productivité en volume, la plus forte progression de l'UE-28, comme le tableau précédent le résume cette fois dans la forme du RMA, à savoir exprimé en croissance totale sur la période.

Néanmoins, la section suivante montre que la dégradation de la compétitivité (hausse des salaires relativement trop rapide et donc hausse des prix nuisible) que la COM pense détecter du fait de la hausse du CSU nominal est difficilement imputable, loin s'en faut, au compte des salaires.

II. Les causes explicatives de ces tendances : les variables composant les CSU

i. Des salaires atones

On peut résumer la problématique précédente de manière simplifiée, en faisant abstraction de l'emploi, pour mieux encore en souligner l'influence particulièrement dans l'évolution du CSU, version COM, au GDL.

Le tableau suivant confirme que, sur les deux périodes, les salaires nominaux vont moins vite que le PIB nominal et que leur part baisse dans le PIB, comme l'illustration précédente portant sur les composants du CSU le montrait.

Croissance 2009-2012				Croissance 2002-2012			
Salaires € courants	+15,1%	Salaires € constants	+0,1%	Salaires € courants	+33%	Salaires € constants	+19,7%
PIB € courants	+20,6%	PIB € constants	+4,9%	PIB € courants	+79%	PIB € constants	+22,8%
= baisse du CS*		= baisse du CS		= baisse du CS		= baisse du CS	

* coût salarial (non unitaire cette fois, puisque l'emploi est laissé de côté)

Sources : Eurostat, Statec ; calculs : CSL

En revanche, on constate aussi le fait, occulté par la décomposition du CSU supra, que **les salaires, exprimés cette fois en euros constants, progressent également globalement moins vite que le PIB en euros constants**, ce qui revient à dire que leur part baisse aussi dans le PIB²¹ !

La Banque centrale du Luxembourg (BCL) a d'ailleurs indiqué dans ses derniers *Bulletins* que **la dynamique salariale est actuellement largement en retrait** de celle observée avant la généralisation de la crise : **comment pourrait-elle dès lors expliquer la dégradation de la compétitivité qu'est censé quantifier le CSU nominal ?**

Si les salaires moyens ont progressé modérément depuis 2009 (+7,2%) ou 2002 (+31%), plaçant le GDL en milieu (inférieur) de tableau, la rémunération réelle par salarié a par

²¹ Dans l'optique de la compétitivité retenue par la COM, il convient de recourir au déflateur de PIB pour neutraliser l'effet des prix dans l'évolution des salaires et obtenir le salaire réel. Déflater les salaires par les prix à la consommation (IPCN) s'imposerait dans une analyse du pouvoir d'achat des ménages qui n'est pas pertinente ici.

contre connu la plus forte baisse de l'UE-28 entre 2002 et 2012, de même que parmi les trois plus fortes baisses depuis 2009.

Croissance du salaire moyen			Croissance des salaires réels moyens		
	2002-2012	2009-2012		2002-2012	2009-2012
Allemagne	14,3%	8,2%	Luxembourg	-10,0%	-6,8%
Grèce	19,0%	-9,8%	Greece	-6,9%	-11,1%
Italie	20,0%	3,3%	Cyprus	-1,4%	-1,7%
Portugal	22,3%	-0,3%	Malta	3,2%	-3,0%
Pays-Bas	27,0%	4,5%	Germany	3,2%	4,2%
Belgique	27,4%	8,0%	Belgium	4,5%	2,2%
France	29,5%	6,3%	Portugal	4,7%	-1,2%
Espagne	30,6%	0,9%	Austria	6,0%	0,9%
Luxembourg	31,1%	7,2%	Italy	6,2%	1,6%
Irlande	31,3%	-3,2%	Zone-€	7,2%	2,9%
Suède	31,6%	7,3%	UE-28	7,2%	2,4%
Chypre	32,2%	4,3%	UE-15	7,7%	2,4%
Malte	33,4%	4,7%	Denmark	7,9%	-0,7%
Danemark	37,0%	6,0%	Hungary	8,2%	-4,1%
Finlande	37,4%	9,1%	Croatia	8,8%	3,2%
Royaume-Uni	39,6%	7,4%	Spain	9,1%	1,9%
Pologne	48,8%	17,6%	United Kingdom	9,6%	-0,1%
Croatie	49,9%	8,3%	France	9,6%	3,4%
République tchèque	52,9%	6,0%	Poland	11,4%	6,3%
Slovénie	55,7%	3,5%	Netherlands	12,0%	1,7%
Hongrie	56,5%	1,8%	Sweden	12,1%	3,9%
Slovaquie	81,8%	13,2%	Finland	18,5%	2,5%
Estonie	120,6%	7,8%	Ireland	23,3%	-3,0%
Lituanie	121,0%	18,4%	Slovenia	23,5%	4,2%
Bulgarie	135,0%	27,4%	Romania	27,1%	-7,8%
Lettonie	207,3%	14,5%	Bulgaria	32,6%	9,6%
Roumanie	242,1%	6,2%	Czech Republic	36,0%	9,0%
Autriche			Slovakia	44,3%	6,5%
			Estonia	45,3%	2,1%
			Lithuania	48,4%	6,9%
			Latvia	56,4%	6,4%

Ordre croissant pour 2002-2012 ; en couleur, les valeurs inférieures à celles du GDL sur la période 2009-2012. Données manquantes pour l'Autriche dans le tableau gauche.

Sources : Eurostat ; calculs : CSL

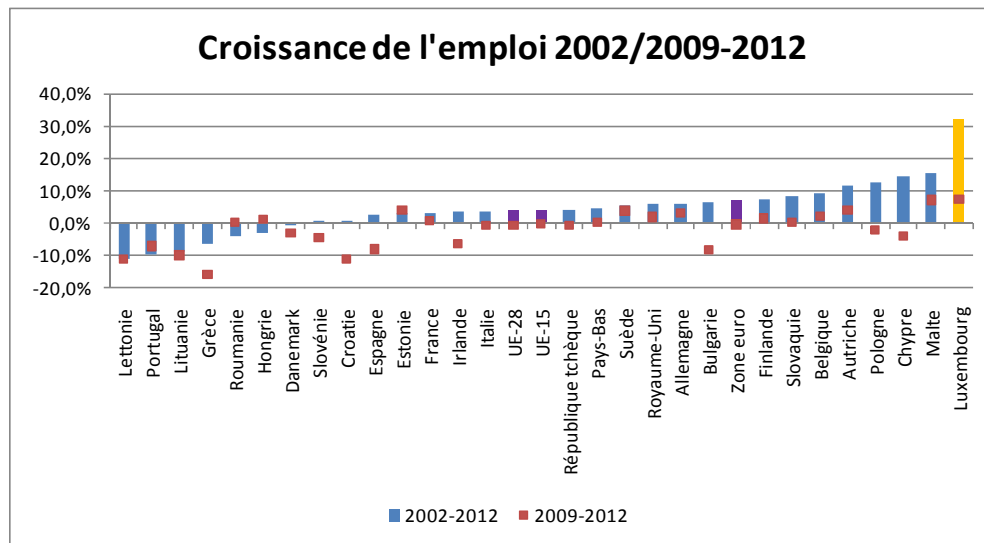
L'indicateur du coût total de la main-d'œuvre d'Eurostat, qui inclut aussi les impôts et subventions liés aux emplois, corrobore cette évolution moyenne qu'a connue le Luxembourg.

ii. Une évolution impressionnante et atypique de l'emploi...

Comme l'*Analyse sectorielle de l'économie luxembourgeoise* que la CSL a publiée le 20 juin 2013 en avait déjà ébauché la piste, **c'est donc l'emploi, bien davantage que les salaires, qui aura fortement pesé sur l'évolution du CSU nominal au cours des 3 ou des 10 dernières années.**

Le Luxembourg fait ainsi partie des rares pays à ne pas avoir vu son emploi se contracter durant la crise.

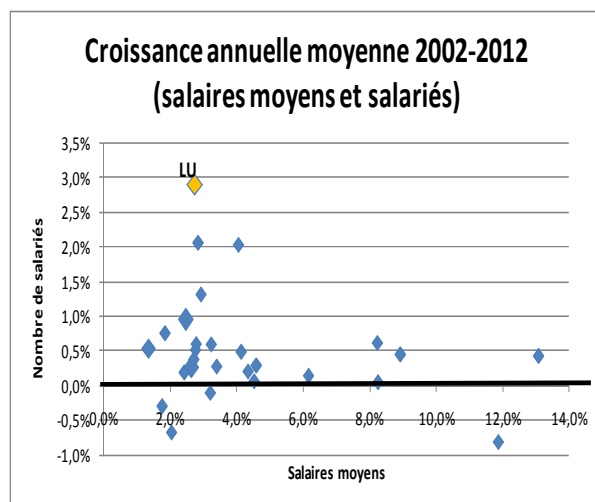
Que ce soit par rapport à 2009 (+7,4%) ou sur les 10 dernières années (+32%), le GDL a en effet connu une croissance de l'emploi inégale en Europe, 8 fois plus forte que la moyenne des 28 EM !



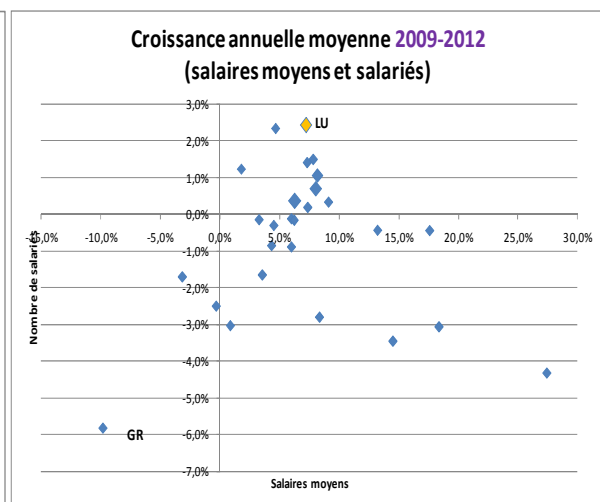
Source : Eurostat ; calculs : CSL

Dès lors, avec une progression du nombre de salariés de 2,9% par an, mais une hausse de 2,7% de la rémunération annuelle moyenne, bien moins favorable pour ce qui concerne les salariés (seulement la 18^{ème} progression sur 27 pays), **la conclusion suivante s'impose** :

l'augmentation de l'emploi limite l'essor de la productivité en euros constants (et donc le dénominateur du CSU nominal) bien davantage que l'évolution du salaire moyen n'augmente le numérateur.



Source : Eurostat ; calculs : CSL



Rappelons néanmoins que la productivité nominale, qui évolue bien plus rapidement que la productivité réelle, ne sort en revanche pas affectée par cette progression du nombre d'emplois grâce au dynamisme de son PIB véritable, le PIB nominal.

Si ce n'est pas le coût moyen du travail qui fait progresser son coût unitaire, c'est donc la productivité qui doit jouer négativement sur le CSU (nominal).

iii. Et une progression corollaire de la productivité en demi-teinte

La productivité du travail (qui, de manière codifiée, est exprimée en euros constants) est un indicateur auxiliaire du RMA relatif à la compétitivité, dont il examine la variation annuelle en %.

Le GDL affiche le plus fort recul de la productivité entre 2011 et 2012, avec – 2,6%. Depuis 2008, il fait systématiquement partie des plus mauvais performeurs européens. Cela étant, le niveau de productivité luxembourgeois reste inégalé.

Or, la productivité du travail (à savoir, le ratio PIB/emploi) est un **indicateur purement conjoncturel, qui baisse mécaniquement en cas de retournement économique, d'autant plus fortement qu'il s'additionne d'ailleurs d'un phénomène de rétention de main-d'œuvre (hautement qualifiée) amplifié au Luxembourg** où les difficultés de recrutement sont connues par rapport au reste de l'Europe²².

Selon la BCL, « *pendant le creux de la crise, l'élasticité de l'emploi au PIB a été relativement moins importante dans les États où la baisse du PIB était en grande partie liée à une diminution des exportations. Cette constatation est d'autant plus plausible au niveau national que le Luxembourg est le pays de la zone euro ayant enregistré le choc extérieur le plus important et qu'il figure parmi les pays où l'élasticité de l'emploi au PIB a été la plus faible* » (0,1 au GDL contre 0,3 dans la zone euro).

Même aux yeux de la BCL « *les hausses salariales ne semblent donc pas constituer le moteur principal de l'accélération [du CSU] observée récemment. Qui plus est, abstraction faite des effets de l'indexation automatique des salaires sur les prix, les progressions salariales observées sur la période récente sont négligeables, voire même négatives. [...] la très forte hausse des CSU a principalement trouvé son origine dans une chute brutale de la productivité du travail, en particulier dans les secteurs de l'industrie et de la finance* ».

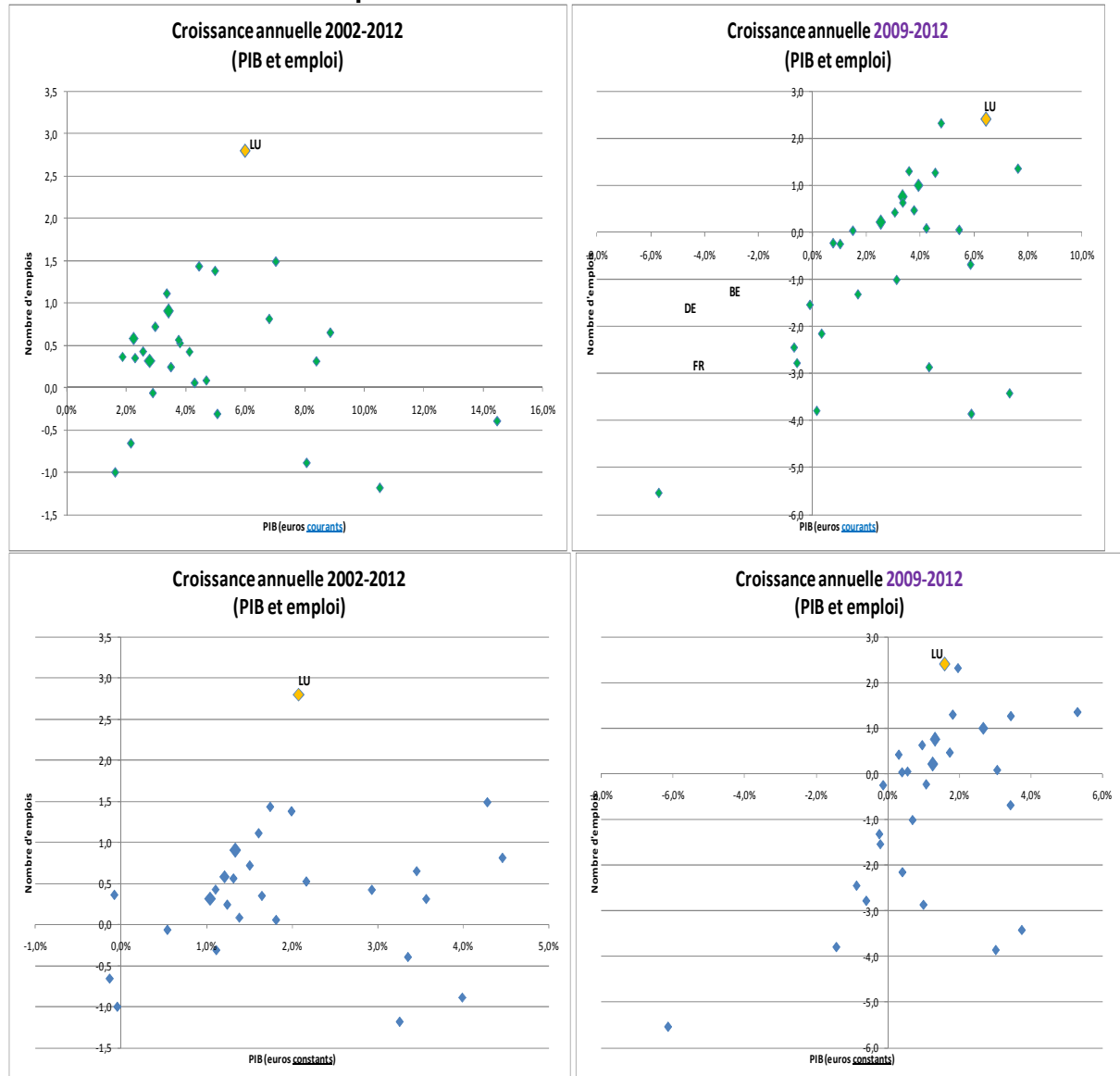
La BCL souligne aussi que, pour ce qui est plus particulièrement de l'industrie, « *la thèse d'une baisse structurelle de la productivité [est] moins plausible. Il est dès lors plus raisonnable de considérer qu'une grande part de la chute de productivité est de nature mécanique, liée au phénomène de rétention de la main-d'œuvre qui a été d'une ampleur sans précédent* ».

Ainsi, le recul plus prononcé de la productivité au Luxembourg peut également s'expliquer par la part relativement plus importante de la sidérurgie dans l'industrie luxembourgeoise où il a été particulièrement marqué. « *Une explication à ce phénomène pourrait être qu'il s'agit d'un secteur où il y a un énorme capital fixe installé et que celui-ci a besoin d'un important travail de maintenance en continu, même si le processus de production est à l'arrêt* ».

Observé isolément, **le PIB a connu un développement annuel plutôt remarquable non seulement en valeur, mais en fin de compte également en volume** sur la période longue ainsi que sur la période d'observation du RMA, l'emploi s'étant concomitamment accru de manière inégalée.

²² Dès lors, le chômage partiel, s'il est un outil très important pour la régulation du marché de l'emploi, ne constitue qu'un élément explicatif de la rétention des salariés par les entreprises.

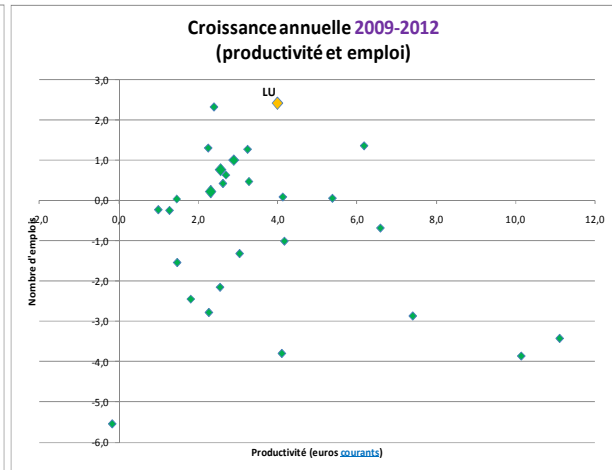
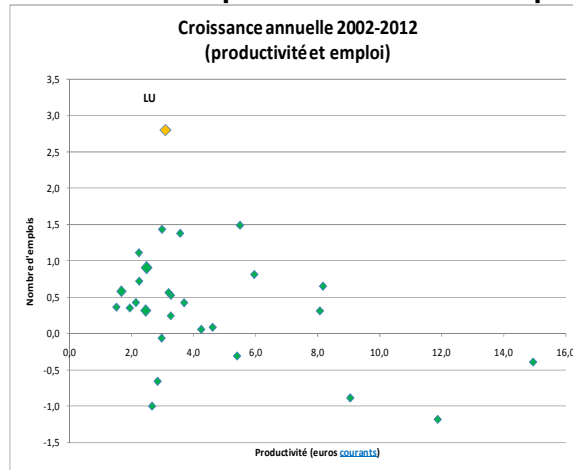
Évolution du PIB et de l'emploi



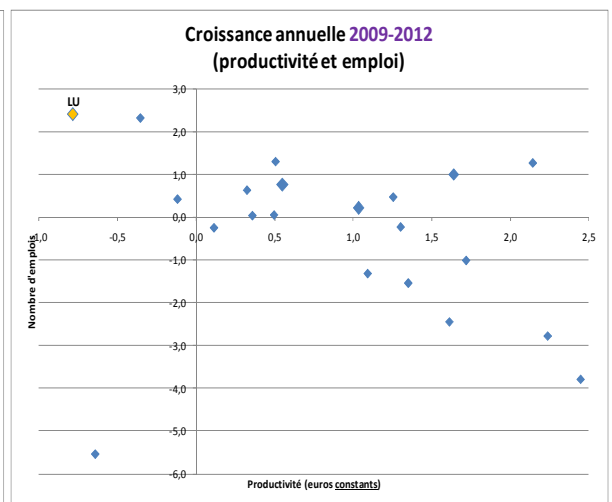
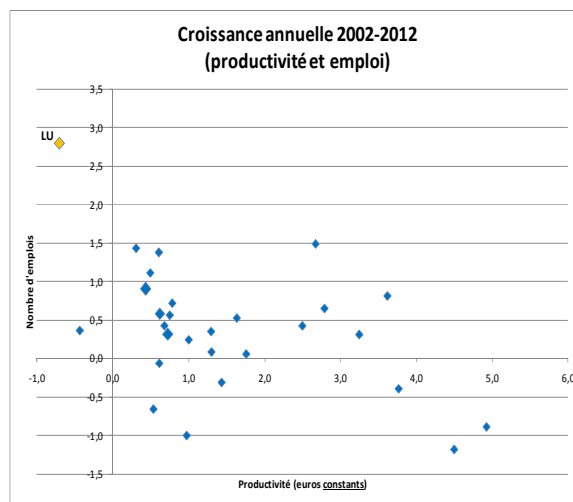
Source : Eurostat ; calculs : CSL

Dès lors, la productivité qui dépend de l'emploi au dénominateur se voit en volume très fortement freinée au Luxembourg (-0,7% par an entre 2002 et 2012, voire -0,8% annuellement depuis 2009) par rapport à la productivité nominale (+3,1% et +4% entre respectivement 2002 ou 2009 et 2012), la seconde n'étant pas impactée comme l'est la première par la progression relativement prodigieuse du nombre d'emplois en raison d'un PIB en euros courants très dynamique (cf. aussi le point III i infra pour comprendre l'évolution divergente des deux PIB).

Évolution de la productivité et de l'emploi



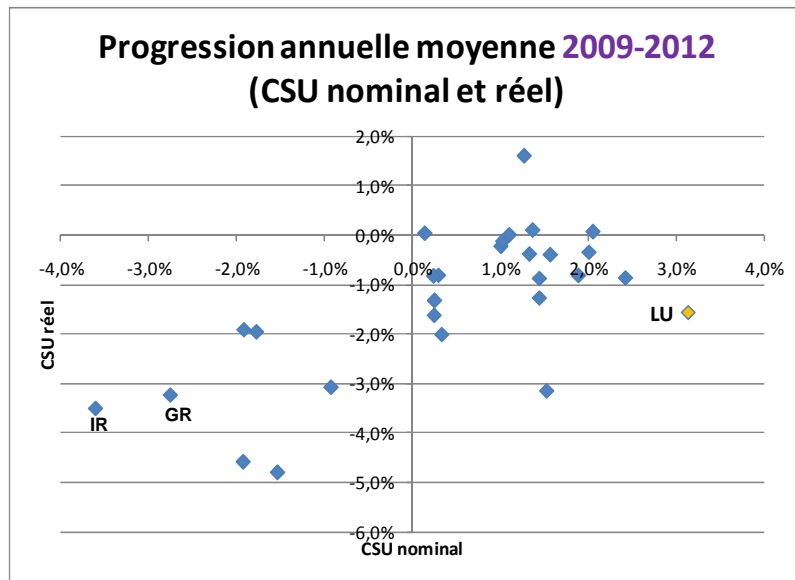
Source : Eurostat ; calculs : CSL



Source : Eurostat ; calculs : CSL

Ces évolutions atypiques de l'emploi dignes des pays émergents, face à un excellent développement du PIB nominal et une croissance du PIB en volume somme toute relativement honorable (10 et 11^e position sur 28), expliquent donc la performance de la productivité luxembourgeoise.

Si l'on ajoute des salaires nominaux moyens qui progressent plutôt modérément (et par opposition à des salaires réels moyens qui reculent très fortement), nous avons là le cocktail d'interprétations à la trajectoire des CSU respectivement réel (en baisse) et nominal (la plus forte hausse de l'UE) au GDL.



Source : Eurostat ; calculs : CSL

On pourrait malgré tout rétorquer que le PIB en euros constants, pas suffisamment dynamique, n'est alors pas en mesure d'amortir l'évolution de l'emploi et la croissance nominale des salaires (même si relativement modérée), à l'instar du PIB en euros courants, et ainsi améliorer les performances de productivité en euros constants qui constitue le dénominateur dans le CSU nominal.

Néanmoins, un pays peut-il être déclaré en perte de compétitivité (-coût) avec de tels résultats, même si la dérive du CSU nominal semble l'indiquer ?

En dernier ressort, ce sont en effet bien les entreprises qui prennent les décisions d'embauches ; en toute logique, si elles embauchent à ce rythme, c'est qu'elles connaissent un développement plus que suffisant de leur activité et anticipent une dynamique durable. **En toute évidence, ces emplois supplémentaires leurs rapportent davantage qu'ils ne leur coûtent, sans aucunement entraver ni leur compétitivité ni leur profitabilité.**

D'autres éléments explicatifs doivent par conséquent être mobilisés pour éclairer ce paradoxe luxembourgeois où l'on voit des entreprises qui seraient en perte de compétitivité constante selon le diagnostic officiel, mais qui continueraient malgré tout à se développer et donc à embaucher à un rythme inégalé. Ceux-ci ont trait à la défectuosité du CSU nominal et de son caractère composite et artificiel, particulièrement dans le cas luxembourgeois.

III. Autres phénomènes explicatifs de ces tendances

i. Des prix en euros courants réels et des prix en euros constants irréels

Le CSU nominal, en comparant les salaires de l'année en cours (salaires nominaux, en valeur courante) **avec la productivité d'une année passée** (par exemple aux prix constants de 2005, en volume), déforme **fortement la perception que l'on peut avoir de l'évolution des salaires par rapport à une quantification de la productivité qui n'est plus d'actualité** (7 ans auparavant).

Or, dans l'optique tant de compétitivité que de répartition, ce sont bien les termes nominaux (en valeur courante) qui importent à la fois pour les salaires et pour la productivité et qui expriment la réalité du terrain à un moment donné.

En effet, de même qu'il serait malvenu qu'une entreprise règle à un prestataire une facture émise en 2012 sur la base des prix facturés en 2005 ou qu'elle paye ses dividendes au prix de l'euro de 2005 ou encore que l'on demande à un salarié de juger le pouvoir d'achat de son salaire de 2012 selon le prix du pain en 2005, il n'est pas recevable de comparer les salaires courants à une productivité passée (en volume/euros constants), comme le propose le CSU nominal.

Si, sur le très court terme, il peut être admis de croiser des variables en valeur avec des variables en volume, la question de la compétitivité et son analyse s'inscrivent davantage dans une perspective de moyen à long terme.

Ceci n'impose toutefois pas le recours à un artefact statistique où des positions salariales de l'année 2012 sont comparées à des évolutions d'une productivité en euros figés à l'année 2005.

Alors que la productivité du travail aurait reculé de 2,3% entre 2009 et 2012 (et de 7,8% depuis 2002), les entreprises auraient embauché 7,4% de salariés supplémentaires, soit 25.000 personnes (+33% depuis 2002). Quelle serait la source de cette logique infernale : un accès philanthropique ? Faut-il se poser la question de la rationalité des entreprises qui continueraient à embaucher alors que le coût marginal du travail n'est plus couvert par la productivité marginale du salarié ?

En vérité, il apparaît que ce n'est pas du tout en fonction de l'activité dite « réelle » (en volume/euros constants) que les entreprises luxembourgeoises ajustent leur emploi, comme l'*Analyse sectorielle de l'économie luxembourgeoise* publiée le 20 juin 2013 l'a révélé (cf. encadré ci-après).

Or, le paradoxe dans lequel les représentants des employeurs ainsi que le Conseil européen veulent enfermer le Luxembourg est pourtant d'exiger que les salaires (indexés automatiquement) soient, eux, ajustés en fonction de cette activité dite « réelle » (en volume) !

Ceci ne paraît donc pour le moins ni rationnel, ni raisonnable. Dès lors, se pose avec force la question de savoir quelle est la valeur ajoutée la plus pertinente pour établir des indicateurs de compétitivité : celle en valeur ou en volume ? Le CSU réel ou le CSU nominal ?

Caducité de l'estimation de la valeur ajoutée en volume avec une incidence non négligeable !

L'Analyse sectorielle a montré qu'au moins 7 branches d'activités connaissent une récession durable que nous qualifions de « méthodologique », tant l'évolution de l'emploi y est en totale discordance avec celle de l'activité « réelle » telle que mesurée par la valeur ajoutée en volume. Dans le même temps, la valeur ajoutée nominale continuait à y croître en corrélation presque parfaite avec l'emploi.

Si l'on interprétait ces évolutions divergentes, on pourrait considérer que les entreprises embauchent, malgré une baisse de leur activité, parce qu'elles augmentent les prix. Considérant toujours les entreprises comme rationnelles, tout le monde conviendra que ce phénomène est peu probable. Est-ce qu'un boulanger vendant de moins en moins de pain mais augmentant ses prix embauchera ?

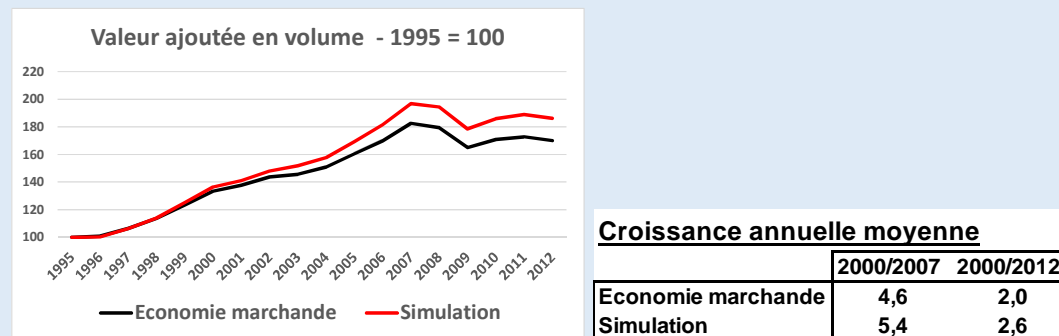
Ces contradictions ont une incidence non négligeable sur la vision de la croissance économique luxembourgeoise.

Effets sur la croissance ?

Comme l'illustre le graphique ci-dessous, c'est à partir du début des années 2000 que se crée le décalage entre l'évolution de l'économie marchande et notre simulation consistant à recalculer l'évolution de l'économie marchande de laquelle ont été soustraites 6 des 7 branches retenues²³ et représentant 10,3% de la valeur ajoutée.

On peut donc constater que la croissance de la valeur ajoutée en volume d'avant-crise aurait été de 5,4% au lieu de 4,6% et que, même après la crise, elle aurait été de 2,6% au lieu de 2%.

En d'autres termes, 90% de l'économie luxembourgeoise a connu, malgré la crise, une croissance annuelle moyenne de 2,6%, résultat qui serait encore accentué si l'on pouvait prendre en compte les services informatiques (3,3% selon la notification à la source de l'étude). Et sans exceptions, les branches neutralisées ont donc malgré tout connu une hausse de l'emploi rendant peu probable, voire incohérente la baisse d'activités réelles détectées par les comptes nationaux.



Source : Statec ; calculs et graphiques : CSL

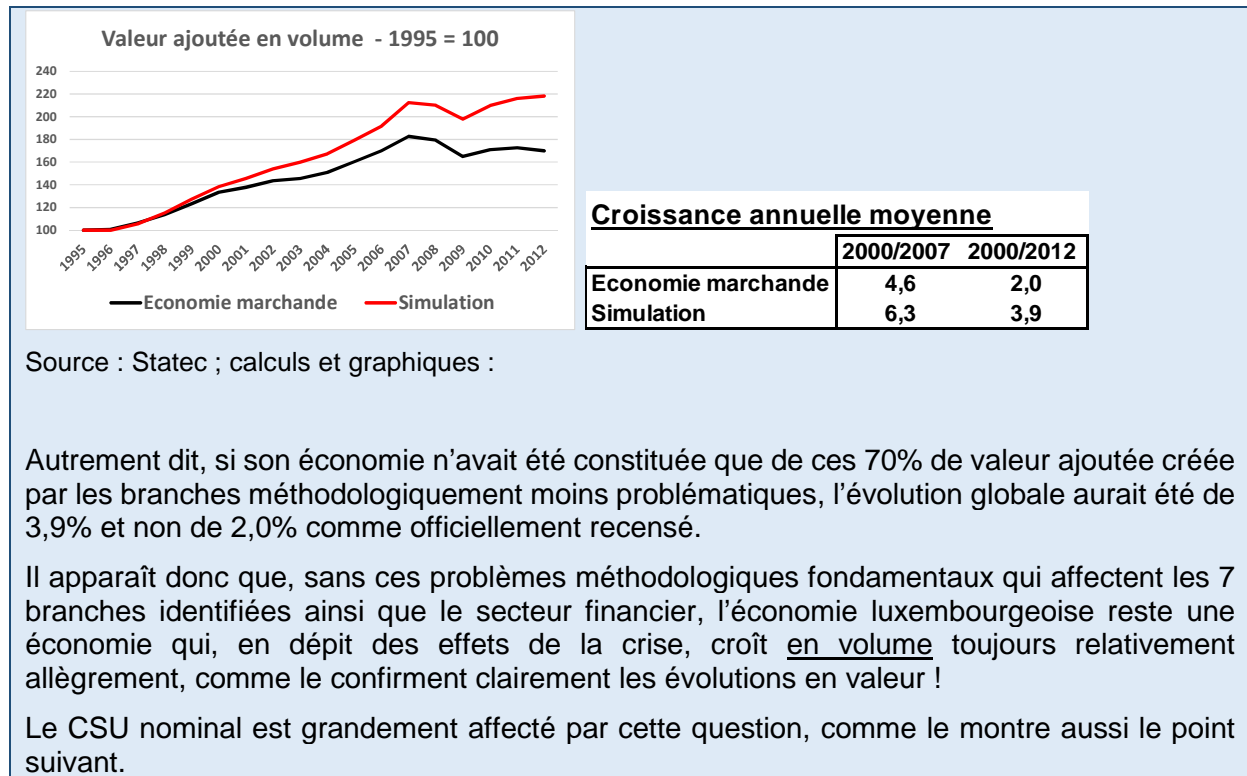
Précisons bien que l'ensemble des branches en récession n'a pas été exclu. Il est bien évident qu'en retirant toutes les branches en récession, la croissance est plus forte. Nous n'avons retiré **que** les 6 branches pour lesquelles le décalage entre progression de l'emploi et de la valeur ajoutée en volume était manifestement incohérent, indiquant la forte probabilité d'une récession purement méthodologique dans ces branches.

Et le secteur financier ?

En allant plus loin et en retirant également le secteur bancaire dont le calcul de l'activité en volume, relève selon le Statec, d'un véritable « casse-tête », le résultat est encore plus spectaculaire : la croissance de l'économie marchande passerait pour la période 2000/2011 de 2% à 3,9%.

Ce taux de croissance correspond donc à la croissance de l'ensemble des autres branches moins ou peu affectées par les questions de quantification des volumes. Ainsi, malgré la crise, l'ensemble du reste des branches (soit tout de même 70% de la valeur ajoutée) a connu une croissance annuelle moyenne de 3,9%.

²³ La branche informatique n'a pu être isolée avec la nouvelle notification des comptes en raison de l'absence de détails publiés en Nace 2.



ii. Une économie très tertiarisée et au déflateur très mal calibré

La productivité en volume augmente au Luxembourg, moins vite que la productivité nominale, comme observé ci-avant (point II iii).

Or, l'estimation de la valeur ajoutée/du PIB en volume, reposant sur un déflateur de PIB (indice des prix du PIB) pose de nombreux problèmes, particulièrement dans une économie hypertertiarisée comme celle du GDL.

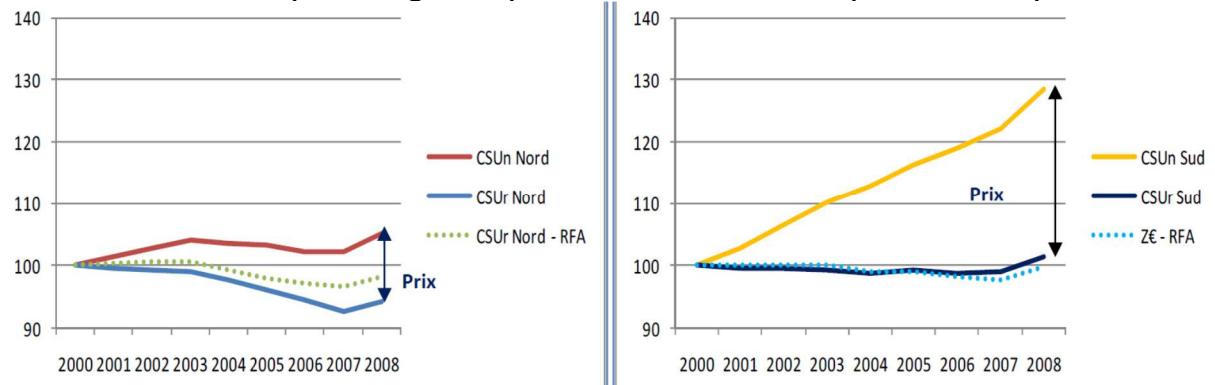
L'Analyse sectorielle de l'économie luxembourgeoise de la CSL a clairement montré les difficultés d'estimation des agrégats en volume, particulièrement dans les services, ce qui engendre de gros soucis d'évaluation de la « compétitivité » des entreprises (par des indicateurs de type prévisionnel – CSU, TCER)²⁴.

Avec le CSU nominal (où le rôle du déflateur est prépondérant), l'interprétation dominante qui est faite de la crise en zone euro cherche l'origine des déséquilibres commerciaux (et in fine d'un déséquilibre de la dette publique) dans le dérapage des salaires par rapport à la productivité dans la zone sud européenne. Le remède consisterait par conséquent à pratiquer des dévaluations internes par les salaires.

²⁴ La productivité nominale est la seule mesure tangible, véritable, dans une forme monétaire sonnante et trébuchante. La productivité en volume n'est pas aussi « réelle » que sa dénomination voudrait le laisser entendre, puisqu'elle résulte d'une estimation, d'une construction économique artificielle à travers le déflateur de PIB. Dit autrement, c'est bel et bien le vrai PIB (nominal) qui est « déflaté » pour obtenir une estimation en volume et nullement un quelconque PIB réel qui est « inflaté » pour être transformé en un PIB nominal artificiel. Il convient de garder en mémoire le sens de cette manœuvre des comptes nationaux pour bien comprendre que le PIB nominal ne constitue donc aucunement une sorte de réalité économique augmentée, mais tout simplement la réalité économique à un instant donné, alors qu'à l'inverse le PIB dit réel (en volume) représente assurément une réalité diminuée (en l'occurrence des prix) ! Ainsi, selon Eurostat, l'« *l'importance croissante du secteur tertiaire dans l'économie, secteur pour lequel la mesure des prix et volumes est insuffisante, peut gravement contrarier la fiabilité et la comparabilité des données de croissance du PIB* ». » Dans leur travail, les comptes nationaux agrègent en effet les données collectées à prix courants, « *dans un cadre comptable, de transactions qui ont eu lieu et dont on peut témoigner. Par contre, les comptes à prix constants décrivent une situation économique d'une année donnée avec les prix d'une autre année* » (Eurostat, « Manuel de la mesure des prix et des volumes dans les comptes nationaux », 2005, pp.2 et 4).

Si pour la zone nord, l'évolution du CSU nominal est plus modérée que dans la zone sud, on constate aussi que le CSU réel (c.à.d. les salaires réels mesurés par rapport à la productivité réelle) est en net recul au Nord sous le poids du gel des salaires allemands et tend à stagner ou à ne diminuer que très légèrement au Sud au cours de la période comprise entre le lancement de la stratégie de Lisbonne et la survenance de la crise économique. On constate d'ailleurs le poids de l'Allemagne dans les performances du Nord et de la zone euro, cette dernière connaissant en réalité, abstraction faite de l'Allemagne, une évolution de son CSU réel pratiquement identique à celle du Sud.

CSU nominal et réel (Nord, à gauche) et CSU nominal et réel (Sud, à droite)



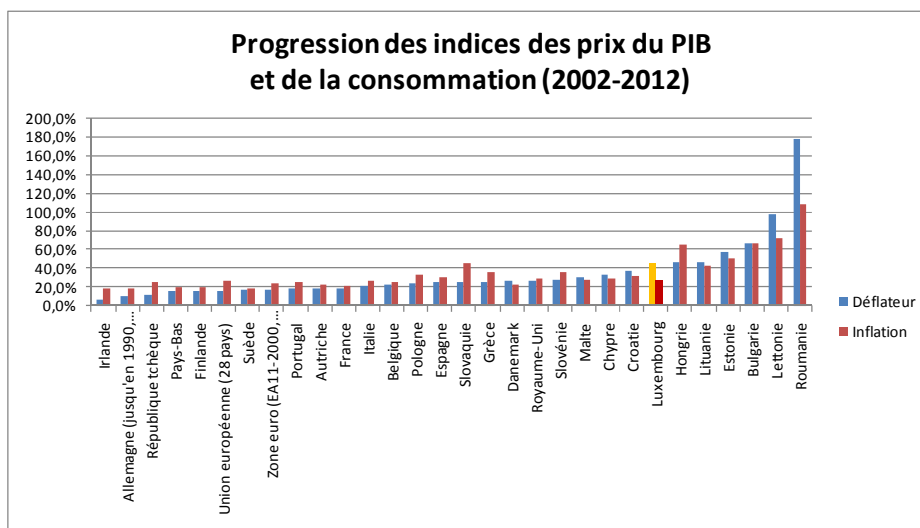
Note : au Nord, sont agrégés les Pays-Bas, l'Allemagne, la Finlande, la Belgique et l'Autriche, au Sud le Portugal, l'Italie, l'Espagne, l'Irlande et la Grèce.

Source : Ameco (notification passée) ; graphiques : CSL

Le différentiel dans l'évolution du CSU nominal entre les deux zones ne s'explique donc, le cas échéant, que très marginalement par l'évolution des salaires, mais plus substantiellement par l'évolution des prix du PIB au Sud, élément prépondérant dans la construction statistique qu'est le CSU.

C'est ce que les évolutions au Luxembourg montrent aussi. Tout comme pour le Sud avant la crise, l'essentiel de la progression du CSU nominal au Luxembourg découle de l'évolution des prix du PIB (à ne pas confondre avec l'inflation des prix à la consommation).

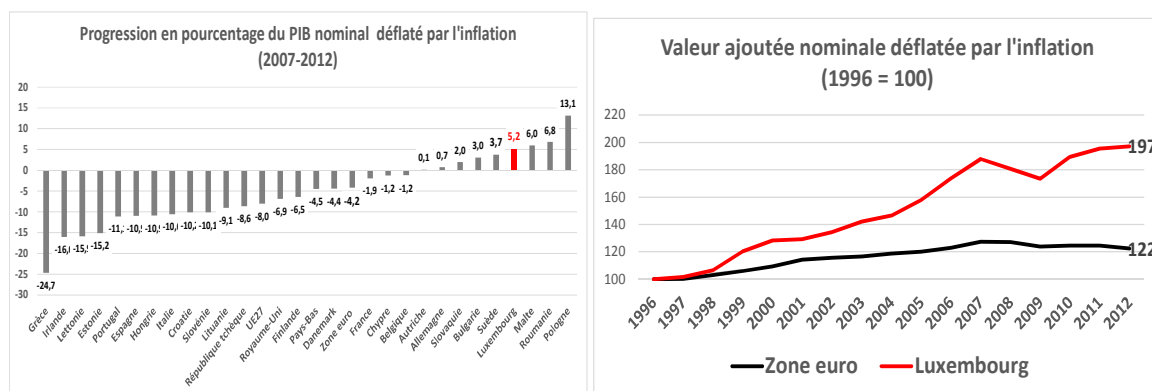
Seuls quelques pays de l'Est connaissent un déflateur de PIB plus dynamique que le GDL entre 2002 et 2012. Par contraste, **l'inflation luxembourgeoise se maintient à des niveaux comparativement faibles au regard des niveaux de croissance économique au GDL.**



Sources : Eurostat, Statec ; calculs et graphiques : CSL

C'est ainsi que le GDL fait partie des rares pays où l'inflation évolue moins vite que le déflateur de PIB. La différence de 19 points de % entre la progression du déflateur et de l'IPCn y est même la plus élevée derrière la Lettonie et la Roumanie.

On peut illustrer le constat de la déconnexion entre inflation et PIB nominal autrement. Si l'on venait à diminuer le PIB nominal de l'inflation, parce qu'elle devrait expliquer un tant soit peu la forte hausse de ce PIB en euros courants, on verrait que ce « volume de production » alternatif du Luxembourg (PIB « en volume ») aurait été parmi les seuls à progresser dans l'UE, avec un supplément de 5,2% depuis la crise (graphique de gauche).



Source : Eurostat (notification passée) ; graphiques et calculs : CSL

Mieux encore (graphique de droite), après le pic de 2007 où le Luxembourg disposait d'un supplément de croissance en « volume alternatif » par rapport à la zone euro de 61 points et le creux commun de 2008-2009, le Luxembourg demeure en légère progression en 2012, amplifiant malgré la crise l'écart de croissance en volume par rapport à la zone euro (de 10 points !).

Puisque l'inflation (les prix à la consommation des ménages) sur la période a été nettement supérieure à la croissance du PIB nominal (et donc du prix du PIB) dans la zone euro, contrairement à ce qui s'est produit au Luxembourg, le volume de production luxembourgeois (en réalité le « pouvoir d'achat » théorique de tous les agents économiques) a donc bel et bien progressé depuis la crise, tandis que celui de la zone euro est en régression et n'a toujours pas atteint son niveau d'avant-crise.

Dès lors, si le décalage entre la très bonne évolution du PIB nominal luxembourgeois et l'avancée moins performante du PIB en volume classique (bien que reflétant une

évolution somme toute naturelle - cf. encadré) **ne peut se comprendre par l'inflation, l'explication est à chercher ailleurs.**

Le prix du PIB est un concept que les économistes peinent à quantifier pour les activités de services qui sont le domaine d'activités économiques privilégié au Luxembourg, alors que les autres pays européens dépendent encore largement de leurs industries pour leurs exportations. Il y est souvent surestimé (et par conséquent le CSU nominal aussi), ce qui entraîne que les gains de productivité sont sous-estimés.

Il est d'ailleurs fort probable que, contrairement à une opinion trop répandue, le GDL soit sans doute, comme l'Allemagne, bien moins sensible à la compétitivité-prix (exemple typique d'un pays *price maker*) en raison de la qualité de ses produits (particulièrement de ses services), de leur spécificité, de leur adaptation à la demande et de leur positionnement.

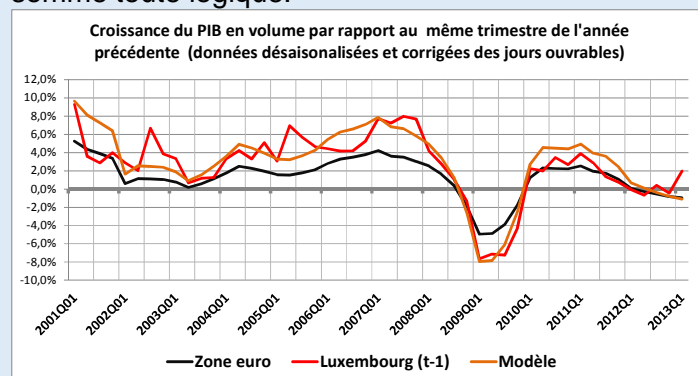
Le CSU nominal n'est par conséquent pas pertinent pour jauger Luxembourg, car son résultat est faussé par le déflateur du PIB difficile à estimer dans une économie à prédominance de services.

Le Statec propose même de passer du CSU nominal au CSU réel, puisque ce dernier est « *l'indicateur le plus fiable et le plus pertinent permettant de constater si la compétitivité coût d'une économie évolue favorablement ou non* ».

Une inflation qui évolue bien moins vite que le déflateur de PIB remet en cause la causalité salaires-prix au GDL.

La croissance luxembourgeoise intimement liée à la croissance de la zone euro

La croissance luxembourgeoise s'explique à 80% par celle de la zone euro. La relation de concordance du PIB luxembourgeois à celui de la zone euro décrite ci-dessous est donc somme toute logique.



Source : Eurostat, Statec (notifications passées) ; calculs et graphiques : CSL

L'interprétation de la droite de régression s'avère hautement intéressante, puisqu'elle nous indique que la croissance luxembourgeoise est égale à 1,5 fois la croissance de la zone euro du trimestre suivant, la constante étant quasiment nulle :

$$\Delta Y_{Lux(t-1)} = 1,49 \Delta Y_{ZE} + 0,006 / R^2 = 0,79$$

Dès lors, quand la zone euro tend vers zéro, c'est également le cas du Luxembourg (zéro multiplié par zéro donne toujours zéro). De même, quand la zone euro est en récession, le Luxembourg rencontre le même phénomène, mais de manière amplifiée. Notons cependant, comme le montre le graphique précédent, que le Luxembourg n'a pas amplifié cette fois le phénomène de crise européenne de ces dernières années.

Le fait que la croissance luxembourgeoise anticipe la croissance de la zone euro ne signifie évidemment pas que le Luxembourg tire la croissance de la zone euro, mais probablement que, de par son ouverture extrême sur celle-ci, les activités économiques luxembourgeoises anticipent les mouvements de reprise (ou de baisse).

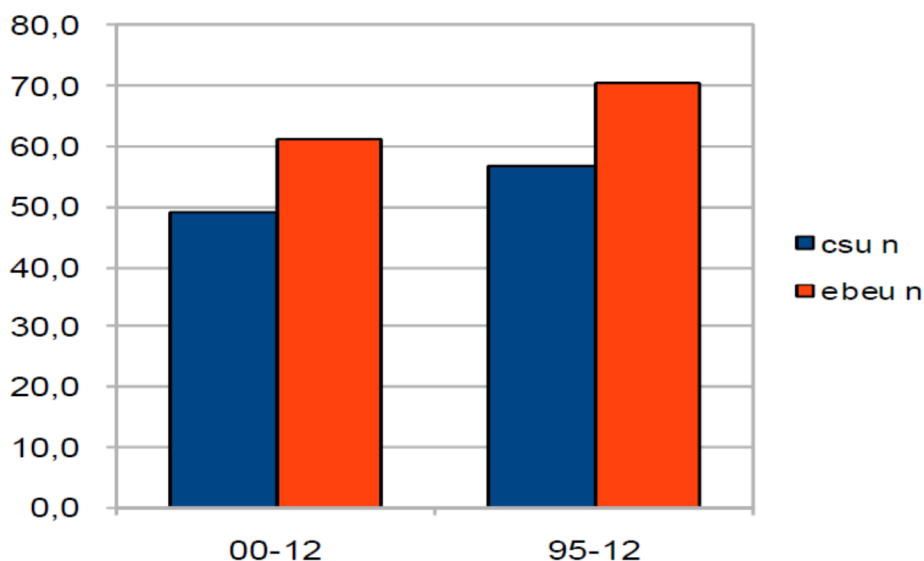
Actuellement, l'évolution économique du Luxembourg est donc toujours dans son évolution naturelle et ne souffre pas d'un problème de compétitivité individuelle et propre ; elle reflète toujours bien la dynamique de la zone euro, même s'il apparaît que le Luxembourg a pu éviter d'amplifier le phénomène de crise au cours de la période 2007-2012, puisqu'il a connu le regain de croissance décrit plus haut alors que la zone euro a globalement plongé.

iii. Autres coûts

Comme le souligne la COM elle-même, il existe d'autres facteurs de « coûts » : coûts bureaucratiques, coût du capital, mais aussi les consommations intermédiaires, etc.

Le pendant du recul du CSU réel (part salariale) est l'avancée du taux de marge des entreprises, ce qui n'est pas le cas pour le CSU nominal, comme l'illustre le graphique suivant (reposant sur une version des comptes nationaux antérieure à la dernière notification).

Évolution comparée de certains coûts au GDL



Si la dégradation de l'indicateur de compétitivité officiel devait, un tant soit peu, exprimer une perte de compétitivité-coût, alors le déclin compétitif serait davantage porté au compte du coût du capital unitaire, c.à.d. de la rémunération du capital ponctionnée sur les gains de productivité.

En effet que ce soit depuis 2000 ou 1995, la progression de l'EBE unitaire nominal devance d'au moins 10 points celle de la rémunération des salariés (CSU) au Luxembourg.

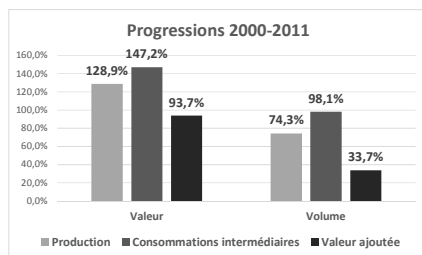
Il va donc de soi, si l'on s'inscrit dans la logique de la Commission et du Conseil, de conclure que l'ajustement compensatoire à la pression intense exercée par la progression trop rapide de la marge unitaire s'opère en réalité par lesdits coûts salariaux... Et c'est ce que l'analyse du CSU réel confirme en vérité.

Les marges sont si élevées au GDL que les prix ne sont pas poussés par les coûts salariaux.

Une très large partie de l'explication de la hausse continue des prix se trouve donc dans l'exigence de fortes marges dans nombre de secteurs actifs dans un environnement économique très dynamique et non dans l'indexation et la revalorisation des salaires, qui ont un effet pratiquement inexistant sur l'inflation.

Par ailleurs, les consommations intermédiaires qui ont évolué très fortement au GDL pèsent sur la croissance du PIB et réduisent donc mécaniquement l'évolution de la productivité que ce soit en prix courants ou constants.

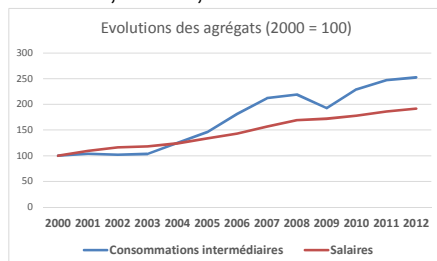
La progression des consommations intermédiaires (ce dont l'entreprise a besoin – énergie, fournitures, etc.- pour produire son bien ou son service) est plus rapide que de la production elle-même ce qui a pour effet mécanique de contracter la valeur ajoutée et de rendre plus difficile les gains de productivité²⁵.



Source : Statec (notification passée) ; calculs et graphiques : CSL

Il importe de revenir à un postulat de base : les entreprises sont responsables de leur propre compétitivité. Les paramètres législatifs mis en accusation n'ont que peu d'influence sur celle-ci. En effet :

- **que pèse l'indexation des salaires quand les consommations intermédiaires** (ce dont l'entreprise a besoin – énergie, fournitures, etc.- pour produire son bien ou son service) **pèsent en réalité bien davantage que les salaires et augmentent en outre bien plus rapidement que ceux-ci** ? En 2011, les entreprises du secteur marchand ont dépensé 78,9 milliards de consommations intermédiaires et 14,5 milliards de salaires, soit 5,4 fois moins...



Source : Statec (notification passée) ; calculs et graphiques : CSL

²⁵ La valeur ajoutée en termes de comptabilité nationale est la résultante de la valeur de la production (pour faire simple du chiffre d'affaires) moins ces consommations intermédiaires.

- **Que pèse l'indexation quand l'emploi augmente plus rapidement que les salaires et l'activité en volume comme c'est le cas dans de nombreuses branches ?**

iv. Indexation-inflation, pas de lien avéré au GDL

La spirale qui existe au GDL serait plutôt celle des prix-salaires que l'inverse. Le débat sur la trilogie fictive (et fallacieuse) « indexation - prix (à savoir l'inflation) - compétitivité » paraît vain.

Un premier point essentiel pour la bonne compréhension de la question : les applications de tranches indiciaires sont par nature postérieures à l'augmentation de prix dont les entreprises ont pu bénéficier et qu'elles ont initiée. Autrement dit, c'est bien la hausse des prix à la consommation qui rend nécessaire la revalorisation des salaires par l'indexation et non l'inverse.

Qu'il s'agisse des travaux du Statec ou de l'économiste allemand Reinhard Hujer²⁶, il résulte que l'application d'une tranche indiciaire ne générerait qu'au maximum un surplus d'inflation pour le moins marginal de 0,3 point de pourcentage par rapport à une économie luxembourgeoise qui ne disposerait pas du système de l'indexation (automatique) des salaires.

De son côté, la Chambre des employés privés (actuelle CSL) avait également calculé que la répercussion intégrale d'une tranche indiciaire générerait tout au plus 0,3 point d'inflation, étant entendu que cette répercussion ne constitue nullement une nécessité pour les entreprises, compte tenu de leurs marges élevées et du poids relativement faible des salaires dans l'éventail de coûts de production qu'elles prennent en charge.

Au Luxembourg, l'essentiel des biens de consommation liés à l'inflation étant en effet importés, les coûts de production luxembourgeois (dont les salaires indexés) ne peuvent en rien influencer leur prix ; seuls les coûts de distribution déterminés localement exercent un effet sur le prix de ces biens de consommation par les ménages.

Or, les salaires ne pèsent qu'environ 10% du chiffre d'affaires dans le secteur du commerce. Ceci signifie que la couverture intégrale d'une tranche indiciaire dans ce secteur amènerait tout au plus 0,25% d'inflation, auquel on peut ajouter l'effet d'une hausse des prix des services à destination des ménages par les prestataires qui répercuteraient ainsi la tranche indiciaire.

v. Aucune relation entre inflation et compétitivité n'existe

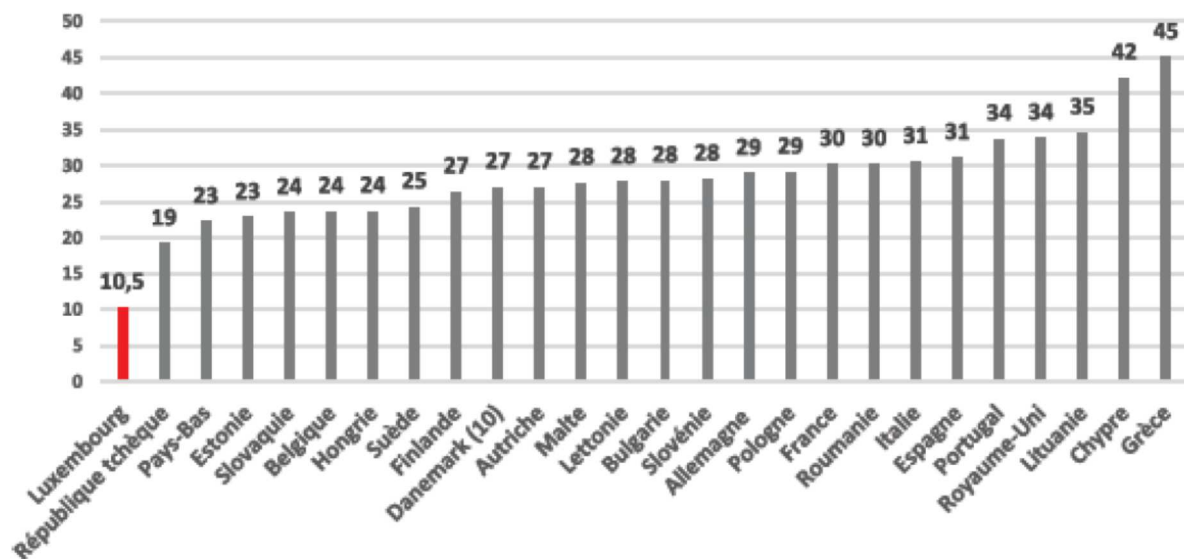
L'inflation ne mesure pas la compétitivité-prix des produits exportés. En effet, la consommation des ménages ne représente qu'une faible partie de la production.

Avec 10,5% de la production nationale, le Luxembourg est de loin le pays où la consommation des ménages est la moins représentative de la production domestique, celle-ci étant notablement majoritairement exportée. Dès lors, l'évolution des prix des

²⁶ Wirtschaftliche Auswirkungen der Lohnindexierung; Dr. Reinhard Hujer et Dr. Paulo J.M. Rodrigues; Perspectives de politique économique n°10 ; Ministère de l'Économie et du Commerce extérieur du GDL; juillet 2008.

biens et services de consommation par les ménages ne peut en rien représenter un indice de l'évolution de la compétitivité-prix du pays.

PART DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES DANS LA PRODUCTION (2011)



Ajoutons de plus que de nombreux biens et services intervenant dans le calcul de l'inflation ne sont pas soumis à la concurrence internationale. L'indice des prix à la consommation qui mesure l'inflation, c'est-à-dire l'évolution des prix à la consommation par les ménages, **comprend donc des biens et services ayant plus trait au pouvoir d'achat des ménages qu'à la compétitivité** des entreprises.

C'est par exemple le cas des loyers et, plus largement, des dépenses de logement, des produits dont le prix est fixé administrativement (eau, chèques-services, transports, etc.), de la restauration ainsi que d'une multitude d'autres services.

Au total, et si l'on considère selon une hypothèse haute que tous les autres biens ou services devaient être soumis à la concurrence, 40% de l'IPCN échapperait à la concurrence internationale. Il s'agit bien sûr ici du plus petit dénominateur commun.

2. Conclusions

Globalement, les évolutions du CSU nominal ne menacent pas la compétitivité des entreprises et ne déséquilibrent pas l'économie réelle.

Les différents éléments développés ci-dessus montrent qu'exprimés en termes nominaux, le CSU évolue négativement du fait

- **d'une croissance ultradynamique de l'emploi,**
- **d'un déflateur de PIB très mal calibré pour une économie relativement surtertiarisée,**
- **d'un poids des consommations intermédiaires qui tempère la croissance du PIB,**
- **d'une révision des comptes nationaux à moyen terme qui peut s'avérer très importante.**

La dégradation de l'indicateur de compétitivité ne constitue pas une perte de compétitivité-coût étant donné que l'évolution des salaires moyens a eu tendance à se tasser depuis le déclenchement de la crise (alors que la courbe du CSU nominal continue, elle, de monter en suggérant une dégradation concurrentielle). Y compris le PIB en volume progresse plus vite que les salaires réels.

Décréter un problème salarial sur foi du CSU nominal au GDL serait une erreur de diagnostic : si problème il y a, il se situe au niveau de l'emploi (tempérant les gains de productivité exprimés en volume, mais pas en valeur) et du déflateur mal calibré.

En poussant au bout la logique de la Commission européenne demandant au Luxembourg de diminuer le coût unitaire du travail (et de réformer le système de fixation des salaires), la recommandation de cette dernière ne devrait pas être de contracter les hausses de salaires, mais celles de l'emploi, ce que bien sur personne ne souhaite.

Or, ce sont bien les entreprises qui décident des augmentations de l'emploi. Ainsi, les entreprises sont-elles responsables de leur propre compétitivité : c'est la progression de l'emploi qui pèse sur le coût unitaire du travail.

Rappelons que, partant d'un niveau largement plus élevé que tous les autres pays, **la croissance luxembourgeoise se fait plus sur un mode plus extensif qu'intensif.**

Concrètement, le Luxembourg disposant déjà d'un grand nombre d'activités à forte valeur ajoutée, lorsque ces dernières se développent, cela génère de la croissance de l'emploi comme de la richesse monétaire sans qu'il y ait pour autant de gains de productivité. En effet, si les chiffres d'affaires et la valeur ajoutée peuvent aussi progresser à vive allure au Luxembourg, les gains de productivité du travail en volume (essentielle dans le CSU nominal) sont en revanche tempérés par la très forte progression de l'emploi, la productivité étant justement le rapport entre la valeur ajoutée et l'emploi.

En outre, cette dynamique dans les secteurs à haute valeur ajoutée amène également au développement d'autres activités, souvent de services (soutien aux entreprises, commerce, construction...), qui génèrent également des créations d'emplois et de valeur, mais qui pèsent aussi sur la productivité, puisque celles-ci sont à moins forte valeur ajoutée et qu'en outre la productivité dans ces activités est pratiquement inquantifiable.

Une analyse dans le détail sectoriel montre que plusieurs branches d'activité semblent rencontrer de gros problèmes quant à l'évolution de leur production/valeur ajoutée en volume alors que celle-ci apparaît totalement incohérente avec celle de l'emploi dans ces branches (ou avec les indicateurs de « compétitivité » de type rétrospectif dits ex-post).

Dès lors, de deux choses l'une : soit ce sont les indicateurs qui sont déréglés ou peu pertinents pour l'économie luxembourgeoise, soit ce sont les entreprises qui sont irrationnelles. Manifestement, il convient de pencher pour la première réponse.

D. Dette consolidée du secteur privé (en % du PIB sur l'année)

1. L'indicateur principal

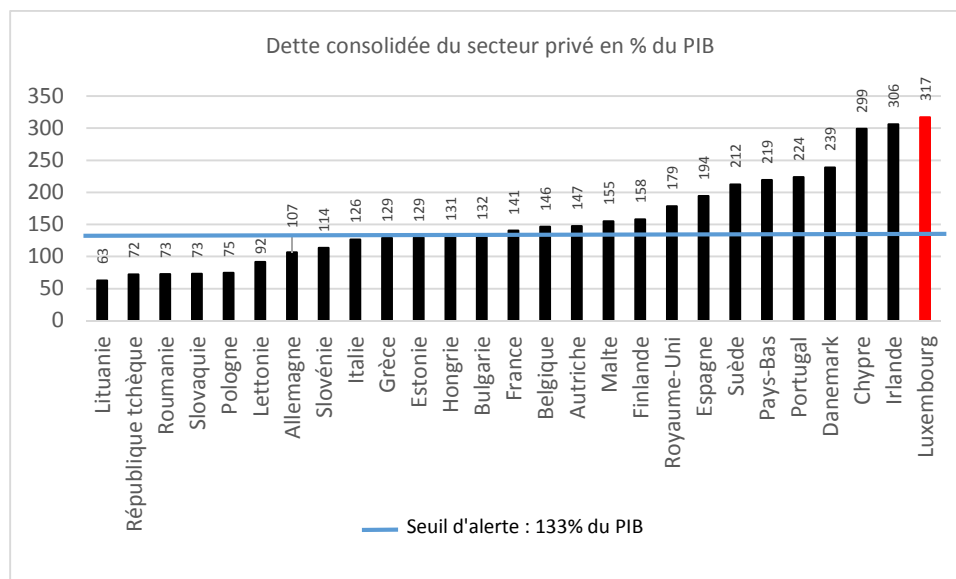
La dette du secteur privé correspond aux encours des passifs à la fois des secteurs des entreprises non financières²⁷, des ménages ainsi que des institutions sans but lucratif au service des ménages²⁸.

Les instruments pris en compte dans le calcul sont les titres autres qu'actions, à l'exclusion des produits financiers dérivés (F.33) et les crédits (F.4) à l'exclusion de tout autre instrument. Les données sont calculées en termes consolidés, c.à.d. en excluant les opérations effectuées entre unités d'un même secteur.

Le tableau de bord a été conçu pour détecter l'endettement excessif et la croissance excessive du crédit. À l'heure des pressions en faveur du désendettement, cela suppose un examen du stock de la dette du secteur privé et de son interaction avec les passifs des administrations publiques, eu égard à leur impact combiné sur l'activité économique.

a) Le constat : un niveau et un profil d'évolution de la dette privée atypiques

Si l'on se focalise sur l'indicateur relatif à la dette du secteur privé, il apparaît que le Luxembourg présente avec 136.221 millions d'euros de dettes consolidées²⁹ un dépassement du seuil de 133% du PIB établi par la Commission puisqu'il affiche 317% en 2012.



Source : Eurostat

²⁷ Ceci correspond à la classification S.11

²⁸ Ceci correspond à la classification S.14_S.15

²⁹ Les données consolidées étant désormais disponibles pour tous les pays analysés, la dette du secteur privé est depuis cette année évaluée sous cette forme. Cela signifie que la valeur de la dette ne prend pas en considération les prêts intra-groupes/filiales mais uniquement les dettes qui résultent de prêts auprès d'institutions financières.

Comme l'illustre le graphique précédent en comparaison internationale en 2012, le Luxembourg est le pays qui affiche la dette du secteur privé en % du PIB la plus substantielle (317%) devant l'Irlande (306%) et Chypre (299%). Du côté des économies voisines, l'Allemagne fait figure de bon élève avec un rapport sous le seuil d'alerte (107%) alors que la France et la Belgique se situent au-dessus du seuil (respectivement 141% et 146%).

Le rapport soutient que ce « *niveau de la dette du secteur privé, et principalement des entreprises non-financières, accroît la vulnérabilité des entreprises* ». Dans ce contexte, il fournit même une explication à savoir qu'« *il pourrait s'expliquer en partie par l'existence, dans la législation fiscale d'une distorsion favorisant l'endettement au détriment du financement par capitaux propres* ».

b) Considérations importantes dans l'exercice d'interprétation de l'indicateur

I. Un poids de l'endettement du secteur privé certes considérable mais seulement partiellement lié au secteur productif

Considérant le particularisme économique du Luxembourg, cette proportion élevée ne peut en réalité résulter que d'un biais statistique lié à la comptabilisation des dettes au Luxembourg. En effet, certaines entreprises multinationales implantées au Luxembourg et dont l'activité est enregistrée dans la rubrique des sociétés non financières réalisent en leur sein des opérations d'intermédiation bancaire et financière.

Ces dernières activités consistent pour ces multinationales à effectuer des levées de fonds auprès de filiales à l'étranger ou à émettre des titres ou encore à souscrire des prêts pour d'autres entités du groupe au sein même de leur entreprise. Or, ces opérations financières par ces sociétés non financières (SNF) ne sont pas isolées dans les statistiques et apparaissent dans la rubrique des sociétés non financières.

Par conséquent, les statistiques relatives à l'encours de la dette des sociétés non-financières pour le Luxembourg sont surestimées en raison de ce biais statistique. Parallèlement, les données consolidées seraient aussi affectées par cette faille statistique puisque ces opérations de refinancement des filiales ne seraient pas intégralement prises en considération.

Ainsi, le poids considérable de la dette du secteur privé relativement au PIB du Luxembourg en comparaison internationale ne reflète pas en soi un risque pour l'économie réelle. Il doit être relativisé à l'aune de la part très importante de ces opérations bancaires et financières au sein des firmes multinationales qui mènent à une surestimation significative la dette des sociétés non financières.

Le dépassement du seuil d'alerte de cet indicateur reflète donc de la spécificité de l'économie luxembourgeoise ancrée sur la place financière et ne constitue pas en soi un risque mais une réalité différente en amont.

Il n'est d'ailleurs pas surprenant de voir apparaître l'Irlande, Chypre ou les Pays-Bas en poste avancé derrière le GDL.

Par conséquent, l'explication fournie par la Commission à savoir « l'existence, dans la législation fiscale d'une distorsion favorisant l'endettement au détriment du financement par capitaux propres » n'est pas totalement avérée.

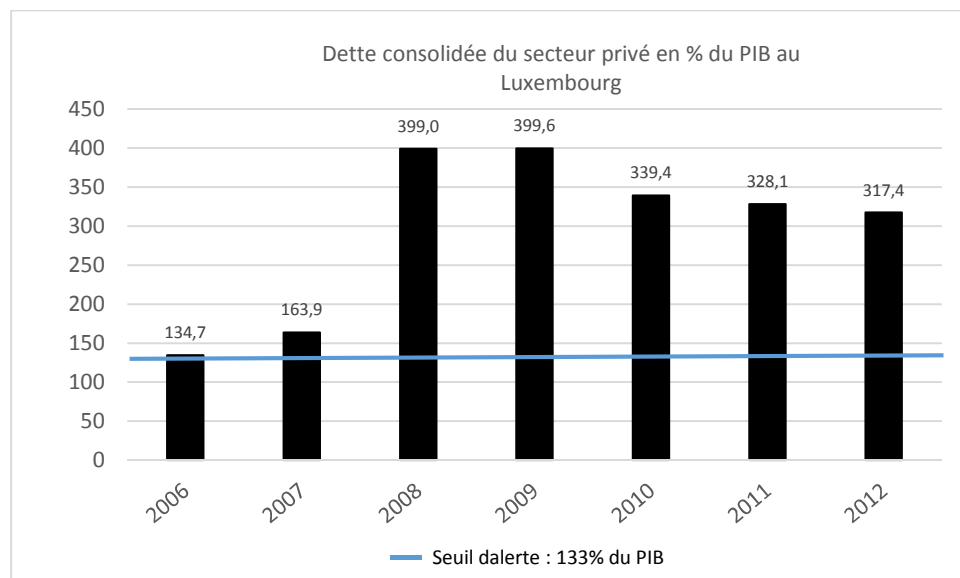
II. Une trajectoire irrégulière d'endettement du secteur privé depuis 2006 due à un biais statistique

En termes d'évolution, le Luxembourg dépasse le seuil d'alerte fixé par la Commission depuis 2006 c'est-à-dire depuis l'existence de cette série pour Luxembourg. On observe une augmentation considérable de cette dette en pourcentage du PIB entre 2007 et 2008 et une tendance constante à la baisse depuis lors.

En effet, en 2008, le montant global de la dette du secteur privé est passé de manière ponctuelle et atypique de 61 450 millions d'euros à 149 121 millions d'euros soit une augmentation équivalente à 2,3 fois le montant du PIB de 2008 ! Cette évolution atypique a été suivie d'une baisse progressive de cette proportion jusqu'en 2012.

Selon les dernières informations disponibles cette évolution atypique observée entre 2007 et 2008 proviendrait d'un artefact statistique, à savoir que la série n'a été mise à jour que de 2008 à 2012. Les données relatives à l'année 2007 et aux années précédentes devraient elles aussi faire l'objet d'une mise à jour mais en octobre 2014 seulement. A ce jour, les données les plus récentes pour Luxembourg ne concernent donc que la série pour l'année 2008 et les années suivantes.

Dès lors, ce n'est qu'à partir de 2008 que l'on peut raisonnablement commenter l'évolution de la dette consolidée du secteur privé. Dans ce contexte, que ce soit dans sa version consolidée ou non (indicateur auxiliaire, cf. point 2), cet indicateur se place dans la zone rouge, c'est-à-dire au-delà du seuil d'alerte, mais il présente une trajectoire descendante.



Source : Eurostat

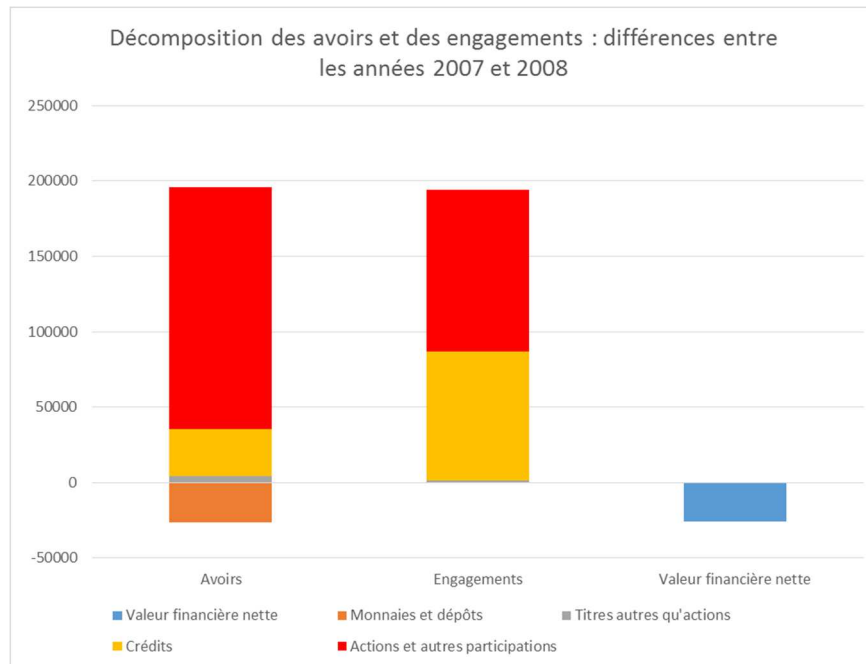
À cela s'ajoute sans doute ce qu'écrivait la CSL dans sa prise de position de mai 2013 relative aux « 10 ans de débats sur la compétitivité au Luxembourg – De Fontagné à nos jours », à savoir que la fusion entre Arcelor et Mittal Steel pourrait avoir également eu un effet haussier, alors que ce groupe pèse à lui seul énormément sur l'industrie manufacturière luxembourgeoise.

En outre, il convient de souligner que la décomposition des avoirs et engagements qui s'observe entre les années 2007 et 2008 met en lumière un jeu d'écritures entre la hausse considérable des crédits que l'on vient d'observer au niveau des engagements et

l'augmentation des actions et autres participations au niveau des avoirs. Le graphique ci-dessous illustre ce véritable jeu des vases communicants entre avoirs et engagements à l'occasion de ce changement méthodologique.

C'est donc la rupture statistique intervenue à cette période révélée par ce jeu d'écritures entre avoirs et engagements qui explique que le Luxembourg affiche depuis 2008 un niveau d'endettement très élevé pour des raisons méthodologiques et non économiques.

D'ailleurs, avant le changement méthodologique, le Luxembourg affichait un endettement relativement à son PIB proche du seuil d'alerte fixé par la Commission. A ce titre, la remarque de la Commission à propos de l'endettement excessif des sociétés non financières pour le Luxembourg n'est pas soutenue par les raisons fiscales qu'elle avance.



Source : Eurostat et calculs CSL

III. Décomposition de la dette du secteur privé

Le tableau ci-après relatif à la décomposition de la dette du secteur privé révèle que plus de 80% de la dette du secteur privé est, en 2012, le fait des SNF.

Plus en détails, en 2012, l'endettement des sociétés non financières provient à hauteur de 75% de crédits et pour 25% d'émissions de titres autres qu'actions.

En termes d'évolution depuis 2008, on observe clairement un moindre recours des SNF au crédit.

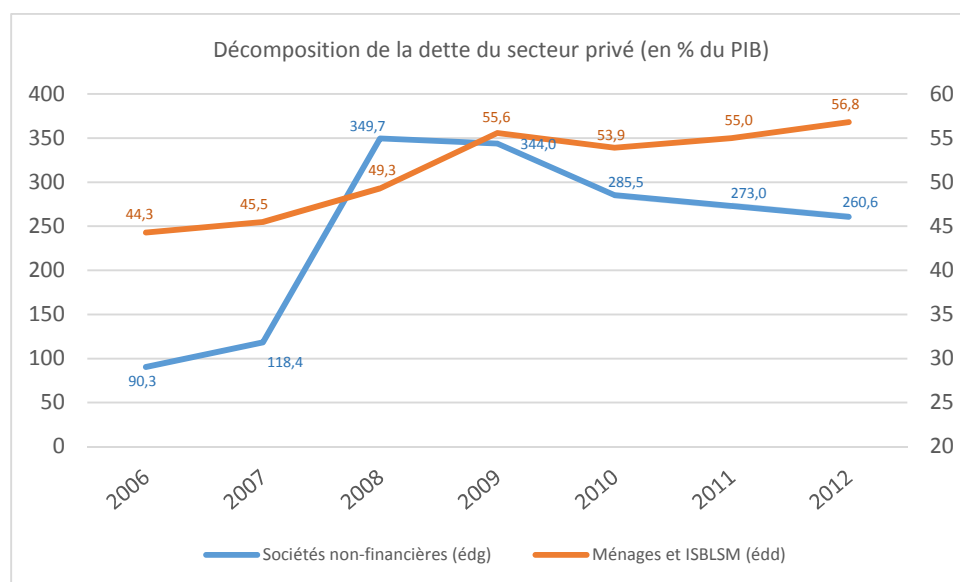
Cette évolution n'est cependant qu'un miroir déformé de la réalité puisqu'elle englobe aussi des opérations financières qui ne devraient pas être incluses dans la dette des sociétés non financières. À ce titre, il semble audacieux de tirer une quelconque conclusion en ce qui concerne une éventuelle vulnérabilité des entreprises dont la dette est actuellement composée à hauteur de deux tiers de crédits.

Décomposition de la dette du secteur privé luxembourgeois de 2006 à 2012 (% du PIB)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sociétés non financières	Titres autres qu'actions	20,2	18,4	21,3	40,2	45,3	43,3	52,2
	Crédits	70,1	100,0	328,4	303,8	240,2	229,7	208,4
	Total	90,3	118,4	349,7	344,0	285,5	273,0	260,6
	En % de la dette du secteur privé	67,0	72,2	87,6	86,1	84,1	83,2	82,1
Ménages et ISBLSM	Titres autres qu'actions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Crédits	44,3	45,5	49,3	55,6	53,9	55,0	56,8
	Total	44,3	45,5	49,3	55,6	53,9	55,0	56,8
	En % de la dette du secteur privé	32,9	27,8	12,4	13,9	15,9	16,8	17,9
Total		134,6	163,9	399,0	399,6	339,4	328,0	317,4

Source : Eurostat, calculs CSL

Pour ce qui est des ménages et des ISBLSM, l'encours de leur dette a connu une augmentation annuelle à la fois régulière et soutenue de 8,4% en moyenne au cours de période sous revue passant de 15 039 à 24 359 millions d'euros. Parallèlement, son poids dans le PIB présente une trajectoire à la hausse comme le décrit le graphique ci-après.



Source : Eurostat

Plus en détails, en 2012, l'encours de l'endettement des ménages et des ISBLSM au Luxembourg est composé à 96% de crédits à long terme. Cette proportion est en hausse de 94% à 96% au cours des six dernières années sous l'effet de l'augmentation continue du montant des crédits à long terme accordés aux ménages.

L'encours des crédits à court terme affiche quant à lui une progression annuelle moyenne modérée de 1,5% de 2006 à 2012 mais avec une évolution plus erratique.

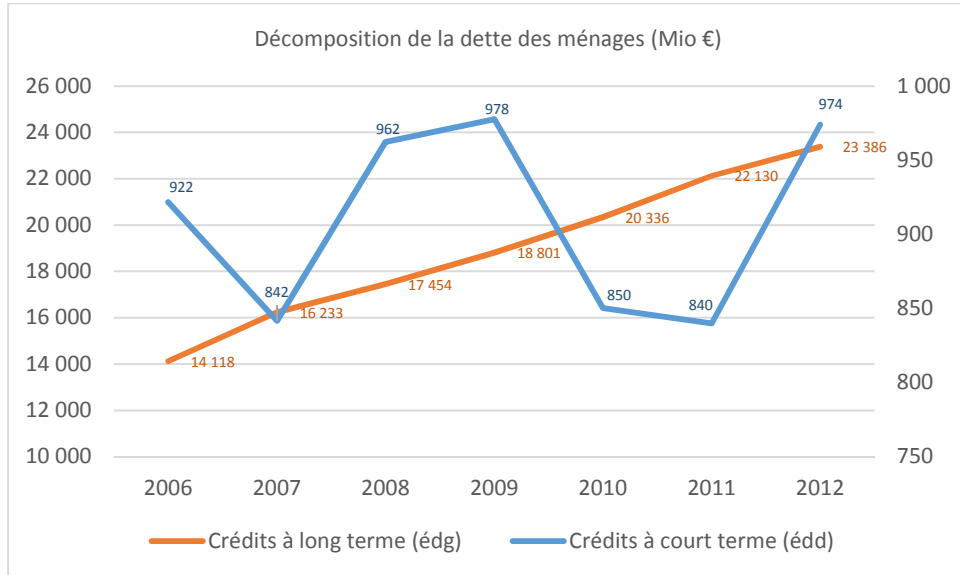
Soulignons que l'augmentation soutenue de la dette à long terme des ménages et des ISBLSM peut s'expliquer par la hausse continue des prix des biens immobiliers³⁰ ainsi que par l'attractivité des faibles taux d'intérêts.

Cette évolution peut être source de déséquilibres dans la mesure où cette prépondérance des crédits à long terme dans l'encours des dettes des ménages s'accompagne du fait que 85%

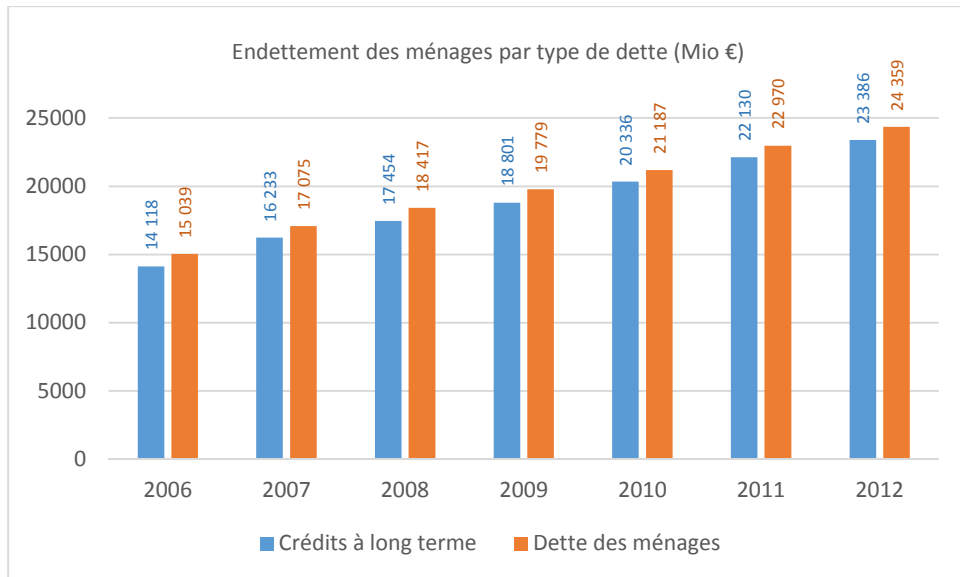
³⁰ Cf. annexe 2 relative aux réflexions à propos des facteurs qui influencent l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg.

des crédits hypothécaires aux ménages sont accordés à un taux variables non plafonnés³¹. Ainsi, dans le scénario d'une reprise de la croissance de la zone euro qui s'accompagnerait, à terme, d'une hausse des taux d'intérêts, le danger est que certains ménages ayant souscrit un crédit hypothécaire à taux variable puissent rencontrer des difficultés pour faire face à leurs engagements.

Le véritable danger n'est pas lié au niveau d'endettement en soi mais il provient de la politique d'octroi de crédit bancaire qui favorise les taux variables non plafonnés - donc non sécurisés sur le long terme - aux ménages dont l'encours des avoirs est inférieur aux dettes.



Source : Eurostat

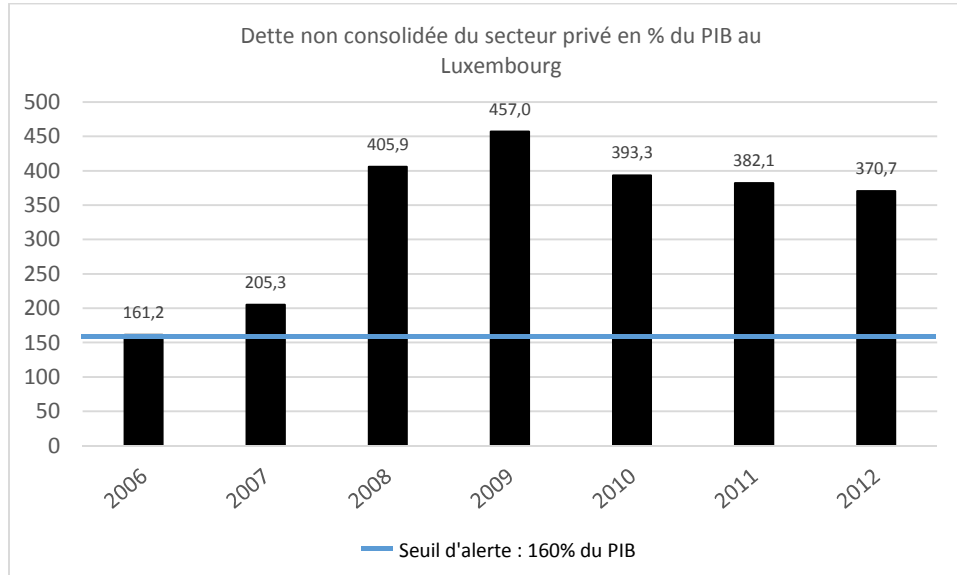


Source : Eurostat

³¹ Un prêt à taux plafonné ou capé est un prêt dont le taux d'intérêt ne dépassera pas un certain plafond (et éventuellement plancher) fixé(s) lors de la souscription avec le banquier. Ce type de prêt est sécurisé car l'emprunteur peut savoir au moment de la souscription du prêt quel sera le montant maximal que pourront atteindre ses échéances en cas de hausse des taux d'intérêts.

2. Sous-indicateurs de contrôle : dette privée non consolidée

À noter que l'indicateur de la dette non-consolidée du secteur privé utilisé jusqu'à l'année passée a été reclassé parmi les indicateurs complémentaires dans le rapport relatif au mécanisme d'alerte. Il détecte que le Luxembourg est au-dessus du seuil d'alerte de 160% du PIB (ajusté en conséquence).



Source : Eurostat

3. Conclusions

Le poids de l'endettement du secteur privé, trop global, n'est pas un indicateur pertinent pour rendre compte de la réalité de l'endettement de ce secteur au Luxembourg, considérant le particularisme du Luxembourg qui compte parmi les places financières européennes de pointe.

D'une part, il a fait l'objet d'une mise à jour uniquement depuis 2008 ce qui explique la forte hausse observée entre 2007 et 2008. Il peut ensuite être sensible au comportement de grosses sociétés implantées au GDL de type « Mittal ».

D'autre part, il prend en considération des opérations bancaires et financières au sein de certaines grandes entreprises multinationales qui surestiment donc l'encours de la dette des SNF³². **Dès lors, des statistiques plus détaillées seraient indispensables en vue rendre compte de l'endettement effectif des entreprises non financières, notamment des petites et moyennes entreprises qui constituent l'essentiel du tissu luxembourgeois³³.**

Au-delà de la nécessité d'une présentation discriminante entre activités d'intermédiation financière par le biais des SNF et activités réelles de production des SNF qui nécessitent le recours à l'endettement, **la décomposition de l'indicateur permettrait aussi de mettre en lumière le risque lié aux 18% du stock restant détenus par les ménages luxembourgeois** qui sont exposés à la hausse des taux d'intérêts.

En effet, plus que le poids de l'endettement en soi, c'est l'alourdissement des échéances à rembourser à la suite de révisions futures à la hausse des taux d'intérêts qui est susceptible de générer des défauts de paiements et de graves déséquilibres économiques et sociaux. La Commission n'en souffle mot.

Globalement, même si le seuil fixé par la Commission est largement franchi, la situation en matière d'endettement du secteur privé relativement au PIB du Luxembourg en comparaison internationale ne reflète pas en soi un risque pour l'économie réelle. Ceci ne devrait donc sans doute pas être analysé comme la source d'un déséquilibre, comme la Commission semble l'avoir bien compris au cours du dernier cycle (cf. annexe).

En revanche l'indicateur lui-même devrait sans doute être affiné pour ce qui concerne le Luxembourg.

³² Et ceci même au niveau de la dette consolidée.

³³ Les entreprises d'1 à 9 salariés représentaient 50% de l'ensemble des entreprises et 80% des entreprises avec salariés en 2011.

Annexes

1. Rappel historique à propos de l'instauration du semestre européen

La crise économique de 2008/2009 a débouché sur une plus forte intégration et coordination des politiques structurelles, économiques et budgétaires des États membres par le biais d'un arsenal législatif intégré dans le « semestre européen ».

La course à la « modération salariale » compétitive, devenue plus que jamais une pierre angulaire de l'action européenne, s'est radicalisée en 2011 avec l'apparition d'un Pacte pour l'euro + (visant notamment les coûts unitaires de la main-d'œuvre) et de la PDM (ciblant également le coût salarial unitaire qui range au nombre des indicateurs de compétitivité).

Selon l'interprétation dominante de la crise européenne, les pays du Sud de l'Europe, moins vertueux, auraient laissé dériver leurs salaires, ce qui aurait engendré un déséquilibre commercial découlant de cette perte apparente de compétitivité, lui-même suivi au bout du compte d'un déséquilibre de la dette publique dont souffre actuellement la zone euro. Pour rétablir leur situation, les pays mis en cause sont invités notamment par la Troïka à réaliser une « dévaluation interne » par les salaires³⁴, invitation qui s'adresse d'ailleurs à tous les pays dont les salaires auraient filé par rapport à la productivité, tels que le Luxembourg (GDL).

Le RMA de la PDM vise à encadrer et surveiller cet aspect macroéconomique de la gouvernance et de la coordination des politiques européennes.

2. Extrait du Rapport sur le mécanisme d'alerte 2013 [COM(2012 751 final)]

« **Luxembourg** : dans le cycle précédent de la PDM, aucun déséquilibre n'avait été décelé dans le cas du Luxembourg.

Dans le tableau de bord actualisé, un certain nombre d'indicateurs dépassent leurs seuils indicatifs: l'excédent des opérations courantes, les coûts salariaux unitaires nominaux, l'endettement du secteur privé et, cette fois, les parts de marché à l'exportation.

Sur le plan extérieur, l'excédent important et durable des opérations courantes, qui se situe au-dessus du seuil, devrait se réduire dans les années à venir. Il n'est pas lié à une atonie marquée de la demande intérieure, mais plutôt à la concentration très élevée des activités économiques au Luxembourg, principalement dans le secteur financier, en raison d'un environnement globalement favorable (notamment la fiscalité).

Si l'excédent courant ne devrait pas constituer un déséquilibre préjudiciable pour le Luxembourg ou ses partenaires, il cache néanmoins un déficit constant de la balance des échanges de biens, qui traduit des pertes globales de parts de marché à l'exportation. Dans le même temps, le Luxembourg continue de gagner des parts de marché à l'exportation dans le secteur des services.

³⁴ En 2012, les pays dans le collimateur européen, très malhabilement surnommés « PIIGS », marquent ainsi un fort recul sur trois ans de leur CSU dans le tableau de bord RMA.

L'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux explique vraisemblablement les mauvais résultats en matière d'échanges de biens; en effet, les coûts salariaux unitaires nominaux ont augmenté beaucoup plus vite que dans la zone euro depuis 2000, et notamment cinq fois plus vite qu'en Allemagne. De plus, les coûts salariaux unitaires devraient augmenter à un rythme supérieur à la moyenne de la zone euro dans les années à venir, malgré les mesures sur les salaires prises récemment par le gouvernement.

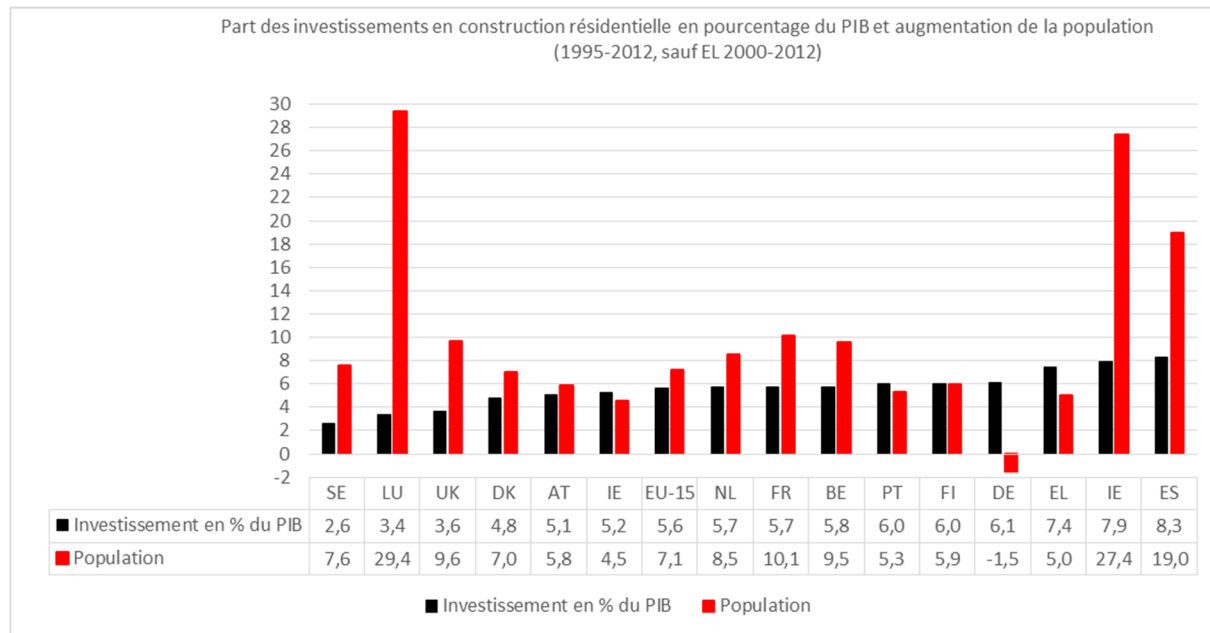
Le fort endettement du secteur privé s'explique principalement par des opérations d'emprunts et de prêts de grande ampleur dans les sociétés non financières internationales, plutôt que par un endettement excessif du secteur privé. Le niveau d'endettement des ménages est relativement limité et lié principalement aux prêts immobiliers.

Si le taux de croissance des prix de l'immobilier a globalement augmenté au cours des dix dernières années, il ralentit maintenant et reflète essentiellement l'interaction entre la forte demande et l'offre limitée.

Enfin, le secteur financier reste globalement sain, mais la crise financière semble avoir écorné son potentiel de croissance. Étant donné sa taille importante par rapport à l'économie globale, l'incidence de sa perte de vigueur sur l'emploi et la viabilité des finances publiques pose question.

Globalement, la Commission ne procédera pas à ce stade à un bilan approfondi dans le cadre de la PDM. »

3. Réflexions à propos des facteurs qui influencent l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg

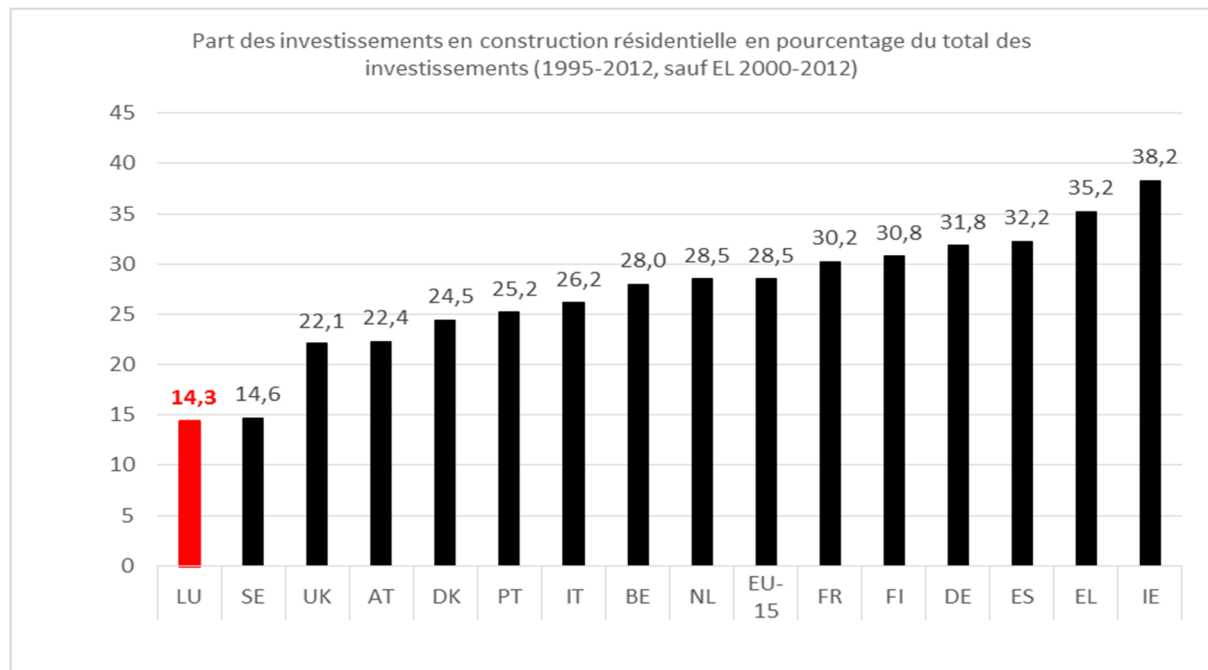


Source : Eurostat, calculs CSL

Entre 1995 et 2012, le Luxembourg est le pays de l'UE-15 derrière la Suède qui a consacré le moins d'investissements à l'immobilier résidentiel avec une part de seulement 3,4% de son

PIB³⁵ par an en moyenne dédiée à la construction résidentielle. Ce type d'investissement a été quasiment deux fois plus élevé en moyenne au sein de l'UE-15 (5,6% du PIB) qu'au Luxembourg au cours des dix-huit années sous revue.

Par ailleurs, la part des investissements consacrée à l'immobilier résidentiel a atteint 18,1% du total des investissements au Luxembourg en 2012 alors que cette proportion s'est élevée à 27,7% en moyenne au sein de l'UE-15. Plus globalement, comme l'illustre le graphique ci-après, si l'on observe l'horizon temporel sous revue, cette part des investissements en construction résidentielle dans l'investissement total a été en moyenne deux fois plus faible au Luxembourg que dans l'UE-15 de 1995 à 2012.



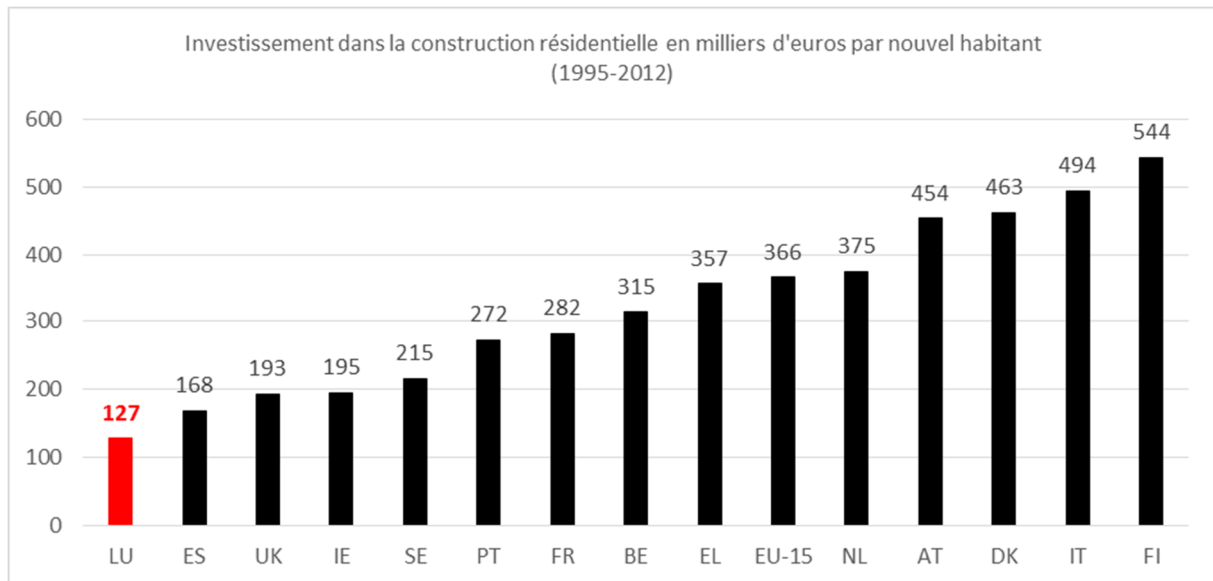
Source : Eurostat, calculs CSL

Ceci est d'autant plus paradoxal que le Luxembourg présente une croissance de sa population de près de 30% (29,4% plus précisément) au cours de cette période alors que l'UE-15 affiche une progression sans commune mesure et bien plus modérée de 6,7%. En effet, alors que la population du Luxembourg a augmenté de 119 203 personnes entre le premier janvier 1995 et le premier janvier 2012, l'investissement dans l'immobilier résidentiel n'a affiché quant à lui qu'une progression totale cumulée de 15 milliards, soit 127 430 euros par habitant supplémentaire.

Ces derniers chiffres révèlent l'insuffisance de l'investissement résidentiel au Luxembourg relativement à sa progression démographique, ce qui n'est certainement sans incidence sur l'évolution soutenue des prix immobiliers observée au cours des dernières années. Dès lors, il semble opportun de constater que c'est l'insuffisance de l'offre de biens immobiliers résidentiels face à une demande très soutenue entretenue par la progression de la population qui pourrait être la principale raison de cette croissance soutenue des prix immobiliers au

³⁵ Le PIB utilisé pour le Luxembourg a été corrigé en vue de prendre en considération le phénomène frontalier très important c'est-à-dire que l'on a retranché les salaires versés au reste du monde et l'on a inclus les salaires reçus du reste du monde.

Luxembourg³⁶. De manière anecdotique mais révélatrice, il semble opportun de souligner qu'il existe aussi actuellement une pénurie de logements à coût modéré pour le locataire au Luxembourg³⁷.



Source : Eurostat, calculs CSL

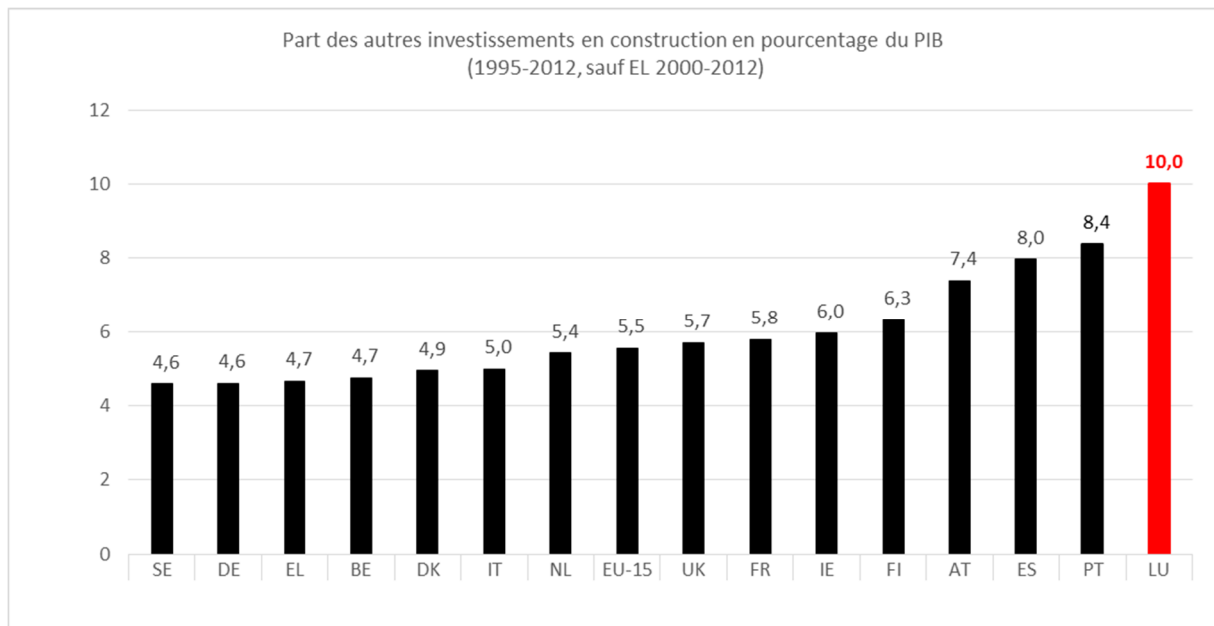
Soulignons que l'Allemagne n'est pas représentée dans le graphique ci-dessus car elle affiche un profil atypique, à savoir qu'elle a vu sa population diminuer d'1,2 millions de personnes de 1995 à 2012 alors que son investissement dans l'immobilier résidentiel a présenté une progression totale cumulée de 2412 milliards d'euros.

Par ailleurs, contrairement à l'investissement résidentiel, les autres investissements en construction (qui regroupent l'immobilier d'affaires ainsi que les constructions d'infrastructures) se portent remarquablement bien au Luxembourg. De fait, entre 1995 et 2012, ces investissements ont représenté en moyenne 10,0% du PIB³⁸, et même 41,8% du total des investissements, soit dans les deux cas la proportion moyenne la plus élevée de l'UE-15.

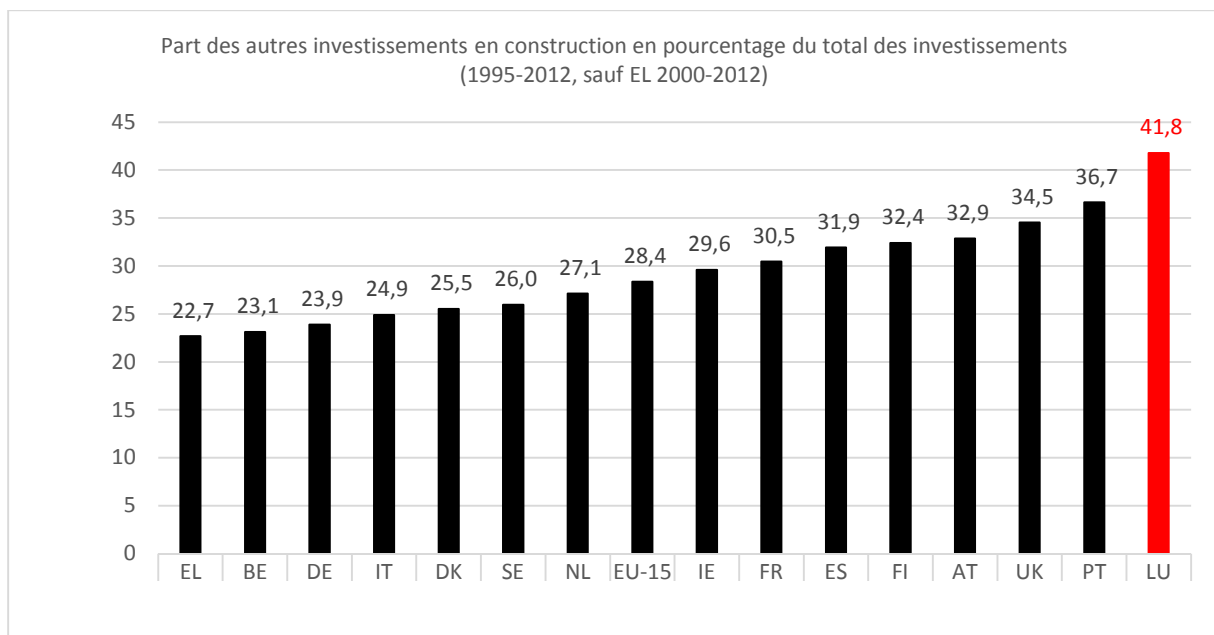
³⁶ La croissance des prix des logements au Luxembourg s'est élevée à 3,1% en moyenne de 2008 à 2012. Soulignons que cette croissance du prix des logements a substantiellement décéléré depuis 2005 (elle affichait une progression annuelle moyenne de 11,8% entre 2001 et 2005).

³⁷ « Sortir de l'échec la politique du logement au Luxembourg », Marco Hoffmann, page 18 : « Toutes choses restant égales par ailleurs, le besoin en logements « sociaux » restera aussi de l'ordre de 15% du nombre total de ménages ».

³⁸ PIB corrigé en vue de prendre en considération l'effet des frontaliers.



Source : Eurostat, calculs CSL



Source : Eurostat, calculs CSL

En conclusion, au Luxembourg au cours des dix-huit dernières années, il existe une dichotomie entre l'évolution démographique très dynamique et le faible montant de l'investissement résidentiel tant en rapport avec le PIB que par rapport l'ensemble de l'investissement. Dans ce contexte, la progression soutenue des prix des logements observée au cours des dernières années reflèterait en grande partie cette insuffisance de l'offre plutôt qu'une bulle immobilière.