

# LETTRE DE L'OBSERVATOIRE

La surveillance des déséquilibres macroéconomiques  
Focus sur les performances du Luxembourg

N° 14  
SEPTEMBRE 2022

La surveillance macroéconomique de l'Union européenne (UE) fait partie intégrante du Semestre européen et vise à identifier, prévenir et traiter l'émergence de déséquilibres macroéconomiques potentiellement dangereux qui pourraient nuire à la stabilité économique d'un État membre particulier, de la zone euro ou de l'UE dans son ensemble. Sa création est devenue nécessaire pendant la crise économique et financière mondiale, car l'interdépendance des économies européennes a posé de nouveaux défis à la politique monétaire et à la coordination des politiques économiques et budgétaires, et les mécanismes existants se sont révélés insuffisants. Il s'est donc avéré important de renforcer davantage la coordination de la politique économique. Jusqu'à présent, l'Observatoire de la compétitivité publiait chaque année, à mi-chemin entre les publications du « Rapport sur le mécanisme d'alerte » par la Commission européenne, une mise à jour du tableau de bord de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques afin de donner une première impression des performances du Luxembourg et de présenter les évolutions dans les différents volets, à savoir les déséquilibres externes, les déséquilibres internes et les indicateurs de l'emploi. Créée en tant qu'instrument de crise, la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques semble redevenir très pertinente dans le contexte actuel. Les données reprises dans la présente publication ont été extraites à la mi-juillet.

## Édition 2021 de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques

La 11<sup>e</sup> édition du tableau de bord de la procédure de suivi des déséquilibres macroéconomiques (PDM)<sup>1</sup> a été publiée dans le rapport sur le mécanisme d'alerte sorti en novembre 2021 dans le cadre du Semestre européen. Dans cette édition, la Commission européenne a dressé la conclusion suivante dans son examen du Luxembourg : « Au commencement de la crise de la COVID-19, le Luxembourg ne présentait pas de déséquilibres macroéconomiques avérés ; il existait cependant des risques liés à la hausse des prix des logements et à la dette des ménages. Ces risques ont encore augmenté. Globalement, la Commission n'estime pas nécessaire à ce stade d'approfondir son analyse dans le cadre de la PDM. »<sup>2</sup>

## Vue générale

De manière générale, la lecture économique des indicateurs montre qu'à ce jour, il n'existe pas de déséquilibres macroéconomiques avérés au Luxembourg. En ce qui concerne le volet des déséquilibres externes, aucun indicateur ne pointe un déséquilibre alors que dans le volet des indicateurs de l'emploi, le taux de chômage des jeunes a connu une hausse sur 3 ans.

Tableau 1

Tableau récapitulatif de la mise à jour du mécanisme d'alerte (juillet 2022)

DÉSÉQUILIBRES EXTERNES					DÉSÉQUILIBRES INTERNES					INDICATEURS DE L'EMPLOI			
Balance courante	Position extérieure nette	Taux de change effectif réel	Part de marché à l'exportation*	Coût salarial unitaire nominal	Prix des logements - déflaté	Flux de crédit privé*	Dette privée*	Dette publique	Taux de chômage	Passifs du secteur financier*	Taux d'activité	Taux de chômage à long terme	Taux de chômage des jeunes
Moyenne sur 3 ans % du PIB	% du PIB	Δ en %	Δ sur 5 ans % du total mondial	Δ en % sur 3 ans	Δ en %	% du PIB	% du PIB	% du PIB	Moyenne sur 3 ans % de la population active	Δ en %	Δ en points de pourcentage sur 3 ans	Δ en points de pourcentage sur 3 ans	Δ en points de pourcentage sur 3 ans
4,5 %	52,8 %	0,6 %	19,8 %	7,8 %	11,2 %	44,1 %	316,8 %	24,4 %	5,9 %	-3,6 %	2,1 pp	0,4 pp	2,7 pp
→	↘	↘	↗	↘	↘	↗	↗	↘	↘	↘	↗	↗	↘
SEUILS**													
> -4 % < 6 %	> -35 %	> -5 % < 5 %	> -6 %	< 9 %	< 6 %	< 14 %	< 133 %	< 60 %	< 10 %	< 16,5 %	> -0,2 pp	< 0,5 pp	< 2 pp

Remarques : \* Données 2020. \*\* Conditions à remplir pour ne pas être considéré comme en déséquilibre (pour certains indicateurs, ces seuils divergent pour les États membres de la zone euro (ZE) et les autres États membres). Dans le cadre présent, seuls les seuils ZE sont considérés. Les codes couleurs des valeurs du Luxembourg indiquent si elles se trouvent dans l'intervalle défini comme ne posant pas de risque de déséquilibre macroéconomique. Si tel est le cas, les valeurs sont marquées en vert, sinon en rouge. Les flèches indiquent s'il s'agit d'une hausse, d'une stagnation ou d'une baisse de la valeur par rapport à l'année précédente. Δ Variation.

La moitié des indicateurs du volet des déséquilibres internes se situent significativement au-dessus de leurs seuils respectifs. En tout, quatre indicateurs, à savoir l'indice des prix des logements, le flux de crédit privé, la dette privée ainsi que le taux de chômage des jeunes, dépassent les seuils retenus dans la PDM. Toutefois, ces constats doivent être nuancés et seront expliqués plus dans le détail dans la suite de cette lettre. Il convient de noter que l'interprétation des indicateurs et de leurs seuils est purement économique et ne couvre pas nécessairement tous les aspects des indicateurs ou de leurs évolutions. → [Tableau 1](#)

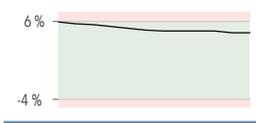
### Aucun risque de déséquilibre concernant le volet « externe »

Actuellement tous les indicateurs relatifs au volet des déséquilibres externes sont dans le vert pour le Luxembourg. Ainsi, les variations du taux de change effectif réel (TCER)<sup>3</sup> et du coût salarial unitaire nominal<sup>4</sup> ont connu une baisse (respectivement de 1,5 % en 2020 à 0,6 % en 2021 et de 11,1 % en 2020 à 7,8 % en 2021) qui fait ralentir la perte de compétitivité du pays. La balance courante<sup>5</sup> est en baisse continue depuis 2010 et se stabilise à 4,5 % alors que la position extérieure nette<sup>6</sup> enregistre une baisse de 0,6 pp depuis 2020, tout en restant largement positive. En ligne avec une balance courante excédentaire, le Luxembourg respecte ainsi les critères fixés en ce qui concerne le solde de la position extérieure nette, ses actifs étrangers étant (largement) supérieurs aux passifs étrangers. Quant à la variation de la part de marché à l'exportation, celle-ci a augmenté de 9,3 pp pour atteindre 19,8 % en 2020 et respecte ainsi largement le seuil de -6 %. → [Tableau 2](#)

### Performances mitigées dans le volet « interne »

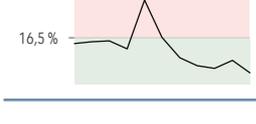
Au niveau des indicateurs relatifs au volet des déséquilibres internes, ce sont ceux liés au prix des logements, au flux de crédit privé et à la dette privée qui dépassent le seuil. La dette publique<sup>7</sup> enregistre, elle, une baisse de 0,4 pp par rapport à 2020 (à 24,4 %) et respecte toujours le seuil. Le taux de chômage moyen sur 3 ans<sup>8</sup>, quant à lui, a diminué de 0,1 pp en un an (à 5,9 %) et reste largement inférieur au seuil limite de 10 %. La variation des passifs du secteur financier<sup>9</sup> a également diminué de 3,8 % en 2019 à -3,6 % en 2020 et reste ainsi en dessous du seuil de 16,5 %. → [Tableau 3](#)

Tableau 2

INDICATEUR MIP	VALEUR 2021	TENDANCE ANNUELLE	ÉVOLUTION DEPUIS 2010
Balance courante	4,5 %	→	
Position extérieure nette	52,8 %	↘	
Taux de change effectif réel	0,6 %	↘	
Part de marché à l'exportation*	19,8 %	↗	
Coût salarial unitaire nominal	7,8 %	↘	

Remarques : \* Données 2020

Tableau 3

INDICATEUR MIP	VALEUR 2021	TENDANCE ANNUELLE	ÉVOLUTION DEPUIS 2010
Dette publique	24,4 %	↘	
Taux de chômage	5,9 %	↘	
Passifs du secteur financier*	-3,6 %	↘	

Remarques : \* Données 2020

3 Le TCER vise à évaluer la compétitivité-prix ou la compétitivité-coûts d'un pays par rapport à ses principaux concurrents sur les marchés internationaux. Les variations de la compétitivité-coûts et de la compétitivité-prix dépendent non seulement des modifications du taux de change, mais aussi de l'évolution des coûts et des prix. Une valeur positive signifie, toutes choses étant égales par ailleurs, que le pouvoir d'achat de cette monnaie augmente également. Cela réduira le coût des importations mais sapera la compétitivité des exportations.

4 Le CSU nominal est l'indicateur traditionnellement utilisé afin de mesurer la compétitivité-coûts d'une économie, qui compare l'évolution du coût salarial unitaire nominal domestique d'un pays, donc le coût du travail par unité de valeur ajoutée produite, à celui de ses principaux partenaires commerciaux. Une augmentation signifie que le rapport entre le coût salarial moyen et le niveau de la productivité diminue.

5 La balance des paiements est l'état statistique qui récapitule systématiquement, pour une période donnée, les transactions économiques d'une économie avec le reste du monde. Elle se décompose en trois sous-balances principales : le compte des opérations courantes, le compte de capital et le compte financier. Le compte des opérations courantes est le principal déterminant de la capacité ou du besoin de financement d'une économie ; il fournit d'importantes informations sur les relations économiques d'un pays avec le reste du monde. À l'opposé d'un besoin de financement (solde négatif) d'un pays en matière de solde de la balance courante, une capacité de financement (solde positif) semble être moins le signe d'un déséquilibre puisque celle-ci ne menace pas la soutenabilité de sa dette externe.

6 La position extérieure nette est définie comme le rapport entre le patrimoine extérieur et la dette externe d'un pays. Elles constituent une importante mesure de la situation nette des secteurs intérieurs d'une économie par rapport au reste du monde.

7 Cet indicateur tient compte de la contribution potentielle de la dette publique à des déséquilibres macroéconomiques. La définition retenue est celle fixée par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Cet indicateur n'est pas inclus en vue de surveiller le risque de finances publiques non viables, mais doit être considéré comme un complément à l'indicateur sur la dette privée. Un niveau élevé de la dette des administrations publiques est plus alarmant lorsqu'il accompagne une dette privée élevée.

8 Cet indicateur est destiné à la surveillance des taux de chômage élevés et persistants et pointe une éventuelle mauvaise allocation des ressources (incompatibilité) et le manque général de capacité d'ajustement supplémentaire dans l'économie. Il devrait ainsi être lu en complément d'autres indicateurs plus tournés vers l'avenir et être utilisé pour mieux comprendre la gravité potentielle des déséquilibres macroéconomiques.

9 Cet indicateur mesure l'évolution de la somme des passifs de l'ensemble du secteur financier dans un pays.

### Prix des logements

Cet indicateur mesure les changements du prix d'acquisition de l'immobilier au sein des États membres de l'UE pour pouvoir détecter un déséquilibre interne lié à une potentielle « bulle immobilière ».

En ce qui concerne l'évolution réelle des prix de l'immobilier (logement) au Luxembourg, ceux-ci augmentent couramment depuis des décennies. Après s'être rapproché du seuil en 2016, celui-ci a été dépassé en 2019 et s'est établi à un taux de 8,3 %. Cette tendance s'est encore renforcée pour atteindre un taux de 13,8 % en 2020.

En 2021, la croissance s'est toutefois ralentie par rapport à 2020. Néanmoins, l'année 2021 a été la troisième année consécutive où le seuil a été dépassé. Il est utile de noter que l'indice présent ne prend que les prix d'achat de logements en compte et il ne fournit donc qu'une vue partielle sur le marché du logement, car la location est exclue.

Sujet omniprésent au Luxembourg, l'évolution des prix du logement, tant au niveau national qu'euro-péen est prise au sérieux par la Commission européenne. C'est ainsi qu'elle l'évoque explicitement dans le rapport sur le mécanisme d'alerte. Entre 2015 et 2020, l'indice des prix des logements a augmenté de plus de 40 %, alors que le revenu médian disponible net ajusté n'a augmenté que de 7 % sur la même période. Selon la Commission européenne, l'évolution récente comporte un risque de surévaluation qui, en plus d'accroître potentiellement le risque pour la stabilité financière, détériore la capacité du ménage médian à acquérir un bien immobilier, la croissance des revenus ne pouvant pas suivre le rythme du dynamisme des prix de l'immobilier.

Tableau 4

INDICATEUR MIP	VALEUR 2021	TENDANCE ANNUELLE	ÉVOLUTION DEPUIS 2010
Prix des logements – déflaté	11,2 %	↘	6 % 

### Flux de crédit privé

Cet indicateur mesure le flux de crédit du secteur privé qui correspond aux variations nettes des passifs des secteurs des entreprises non financières, des ménages ainsi que des institutions sans but lucratif au service des ménages.

Dans le passé, les valeurs du Luxembourg pour cet indicateur ont fortement fluctué à la hausse comme à la baisse. Cela s'explique en grande partie par la structure de l'économie luxembourgeoise, très petite et ouverte, abritant un certain nombre de grandes entreprises non financières dont les décisions de structuration financière peuvent avoir un impact important sur l'économie nationale. En 2019 et 2020, le flux de crédit du secteur privé s'élevait à respectivement 19,6 % et 44,1 % du PIB, bien au-dessus du seuil (14 %).

Selon la Commission européenne, l'indicateur sur les flux de crédit au secteur privé compléterait l'indicateur de la dette privée (voir ci-après). Un niveau de flux de crédit élevé semble être l'un des meilleurs indicateurs pour prédire l'incidence des crises à un stade précoce. Ainsi, les grandes fluctuations de crédit sont très souvent associées à des cycles d'expansion et de ralentissement sur les marchés des actifs, à des vulnérabilités potentielles du système bancaire, à des bulles immobilières et à des déséquilibres des comptes courants. Cependant, comme indiqué précédemment, les grandes fluctuations du Luxembourg ne constituent pas un risque immédiat, car elles résultent principalement des activités stratégiques des multinationales et ne reflètent pas nécessairement le flux de crédit d'une entreprise moyenne.

Tableau 5

INDICATEUR MIP	VALEUR 2021	TENDANCE ANNUELLE	ÉVOLUTION DEPUIS 2010
Flux de crédit privé*	44,1 %	↗	14 % 

Remarques : \* Données 2020

### Dettes privées

L'indicateur d'endettement du secteur privé est important, car un endettement privé excessif entraîne des risques considérables pour la croissance et la stabilité financière d'un pays. L'indicateur mesure le niveau d'endettement privé de l'économie, en % du PIB, c'est-à-dire des entreprises non financières, des ménages privés et des institutions sans but lucratif au service des ménages. L'indicateur repose sur des données consolidées, c'est-à-dire qu'il exclut par exemple les dettes intra-secteurs au niveau national.

Au Luxembourg, depuis 2001, cet indicateur dépasse de loin le seuil fixé par la PDM. Cependant, cet indicateur doit être interprété avec prudence. En effet, compte tenu de la liquidité des marchés financiers et de l'expérience dans les transactions internationales, une entreprise peut choisir de contracter une dette à travers un financement au Luxembourg non pas pour son propre besoin, mais pour une autre entité liée qui peut être localisée à l'étranger (p.ex. prêts intragroupes). Cette dette contribue alors au numérateur de l'indicateur « Dette privée par rapport au PIB », sans pour autant prendre en considération la valeur ajoutée produite grâce à ce financement si celle-ci se produit en dehors du Luxembourg, le PIB (dénominateur) étant un concept national. Pour une petite économie très ouverte comme le Luxembourg, cet indicateur a donc tendance à être surévalué, car le numérateur (dette) est surévalué et le dénominateur (PIB) est sous-évalué, faute de prise en compte de la valeur ajoutée créée à l'étranger à partir de ces sources de financement (dette) levées au sein du pays.

En ce qui concerne plus particulièrement la répartition de l'endettement, les entreprises non financières représentent 78,2 % de l'endettement privé total et les ménages 22,8 %. L'endettement des ménages s'explique principalement par les crédits contractés pour l'acquisition d'un logement.

Par ailleurs, la Commission européenne note dans le rapport sur le mécanisme d'alerte que : « Les activités de prêt transfrontières des entreprises intragroupes opérant dans le centre financier mondial du Luxembourg représentent 80 % de la dette des entreprises, ce qui réduit les risques. » Pourtant, à l'égard de la dette des ménages, elle note que « La dette des ménages a encore augmenté en 2020 pour atteindre environ 69 % du PIB, ce qui est inférieur aux critères de référence, bien qu'elle soit sensiblement plus élevée lorsqu'elle est rapportée au revenu disponible (170 %). »

Tableau 6

INDICATEUR MIP	VALEUR 2021	TENDANCE ANNUELLE	ÉVOLUTION DEPUIS 2010
Dettes privées*	316,8 %	↗	

Remarques : \* Données 2020

### Bonne évolution de l'emploi, sauf pour les jeunes

Au niveau des indicateurs relatifs au volet de l'emploi, la variation sur 3 ans du taux d'activité des résidents s'est stabilisé autour de 2 pp depuis 2019 et respecte ainsi largement le seuil défini dans le cadre de la PDM. Par contre, l'évolution du taux de chômage de longue durée était moins favorable en 2021 et affiche actuellement un taux de variation sur trois ans de +0,4 pp. Ainsi, l'indicateur relatif au chômage de longue durée continue sur sa trajectoire à la hausse et se rapproche sensiblement du seuil, sans le dépasser toutefois à ce stade.

Tableau 7

INDICATEUR MIP	VALEUR 2021	TENDANCE ANNUELLE	ÉVOLUTION DEPUIS 2010
Variation du taux d'activité	2,1 pp	→	
Variation du taux de chômage à long terme	0,4 pp	↗	

### Taux de chômage des jeunes

L'indicateur mesure l'évolution du taux de chômage des jeunes (15 à 24 ans) au sein des États membres et est exprimé en variation en points de pourcentage sur 3 ans. Pour cet indicateur, il a été retenu qu'un pays est potentiellement à risque si ce taux augmente de plus de 2 pp sur la période considérée.

Le Luxembourg affiche une variation du taux de chômage des jeunes fluctuant autour du seuil limite (2 pp). Certaines années, cet indicateur dépasse (largement) le seuil, alors que d'autres années, il se situe (bien) en dessous de celui-ci. En 2020, année marquée par le début de la pandémie de la COVID-19, la variation du taux de chômage des jeunes a considérablement augmenté par rapport à l'année précédente (7,8 pp en 2020 contre -1,9 pp en 2019). La tendance s'est ensuite inversée et la variation du taux de chômage des jeunes est descendue à 2,7 pp en 2021, mais dépasse toujours le seuil. En ce qui concerne le niveau de chômage des jeunes, le Luxembourg (16,9 % en 2021) se situe dans la moyenne des États membres de l'UE.

Tableau 8

INDICATEUR MIP	VALEUR 2021	TENDANCE ANNUELLE	ÉVOLUTION DEPUIS 2010
Variation du taux de chômage des jeunes	2,7 pp	↘	

### Quelques remarques à l'égard du taux de chômage des jeunes

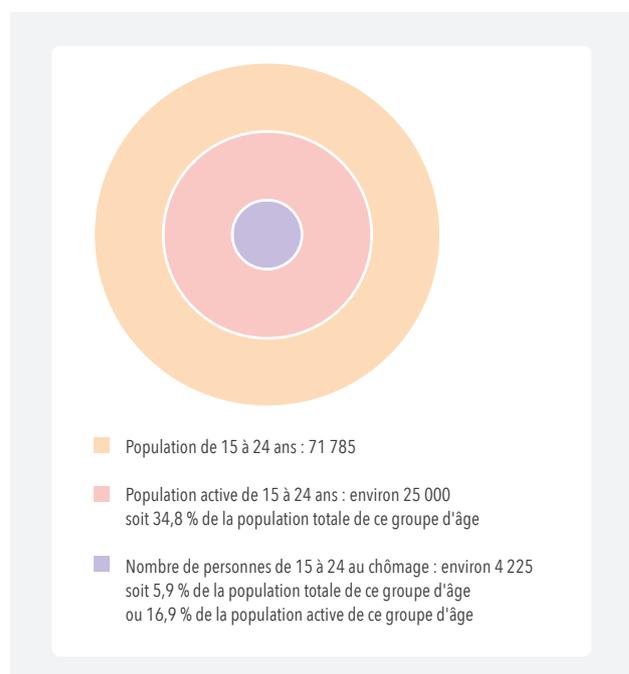
Le taux de chômage des jeunes est le pourcentage de chômeurs âgés de 15 à 24 ans dans la population active du même âge. Les chômeurs incluent les personnes âgées de 15 à 24 ans qui remplissent les trois conditions suivantes au moment de l'enquête effectuée par Eurostat/Statec :

- Elles sont sans emploi pendant la semaine de référence de l'enquête ;
- Elles sont disponibles pour commencer à travailler dans les deux semaines suivantes ;
- Elles ont activement recherché un emploi pendant les quatre semaines précédentes ou ont trouvé un emploi à commencer dans les trois mois suivants.

Par ailleurs, les personnes sont classées comme employées ou sans emploi, qu'elles suivent ou non des études formelles. En d'autres termes, les statistiques du chômage d'Eurostat, conformément aux normes de l'Organisation internationale du travail (OIT), n'excluent pas les étudiants du chômage simplement parce qu'ils sont encore en étude. Les mêmes critères, qui s'appliquent au reste de la population, s'appliquent également à eux. Cela signifie que le fait que quelqu'un suive ou non une formation formelle n'est pas un élément pertinent pour son statut en matière d'emploi ou de chômage.

De plus, étant donné que les jeunes ne font pas tous partie de la population active, le taux de chômage des jeunes ne reflète pas la proportion de jeunes adultes au chômage. Les taux de chômage des jeunes sont souvent mal interprétés dans ce sens. Par exemple, lorsque le taux de chômage des jeunes est égal à 25 %, cela ne signifie pas qu'un quart de l'ensemble de la population jeune est au chômage, mais que parmi les jeunes actifs, qu'ils soient employés ou au chômage, un quart est au chômage et trois quarts sont employés. Les jeunes qui ne font pas partie de la population active ne sont pas inclus (ou pas pris en compte) dans ce taux, ils ne sont ni au numérateur ni au dénominateur. Aussi, le taux de chômage des jeunes peut être élevé, même si le nombre de chômeurs est limité, le taux dépendant du nombre de jeunes qui sont employés. Ce problème ne se pose pas pour le taux de chômage de l'ensemble de la population en âge de travailler en raison de la participation plus élevée de cette population au marché du travail.

Concrètement, cela signifie ce qui suit au Luxembourg : il y a une population âgée de 15 à 24 ans de 71 785 personnes, dont 25 000 font partie de la force de travail. Parmi ces personnes, 4 000 sont au chômage selon les critères de l'enquête LFS. En termes de pourcentage, 34,8 % des 15-24 ans font partie de la population active et 16,9 % de ces 34,8 % sont au chômage. Par rapport à la population totale de cet âge, cela représente 5,6 %.



Enfin, de nombreux jeunes rejoignent la population active avant la fin de leurs études ou participent à l'éducation formelle alors qu'ils font déjà partie de la population active. Cela signifie que des personnes peuvent être simultanément dans l'enseignement et dans la population active. (Il convient de noter que la participation à la population active, selon les définitions de l'OIT, se traduit par un travail d'une heure par semaine, ou par la recherche et la disponibilité d'un tel travail). Autrement dit, ceux qui sont dans l'enseignement formel et ceux qui font partie de la population active ne sont pas toujours des groupes différents, car il existe un chevauchement entre les deux groupes.