

Luxembourg, le 20 septembre 2005

PRESENTATION DU BULLETIN 2005/2 DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

Croissance économique

L'estimation préliminaire des comptes nationaux dresse le tableau d'une légère décélération du rythme de l'activité économique au cours du premier trimestre de 2005 : la croissance annuelle du PIB réel est estimée à 3,1% après 6,1% au cours de la même période de l'année précédente. Cette évolution observée au cours du premier trimestre de 2005 est à placer dans le contexte de la situation économique de la zone euro, qui a dû supporter les retombées de la hausse des cours du pétrole et les effets différés de l'appréciation antérieure de l'euro.

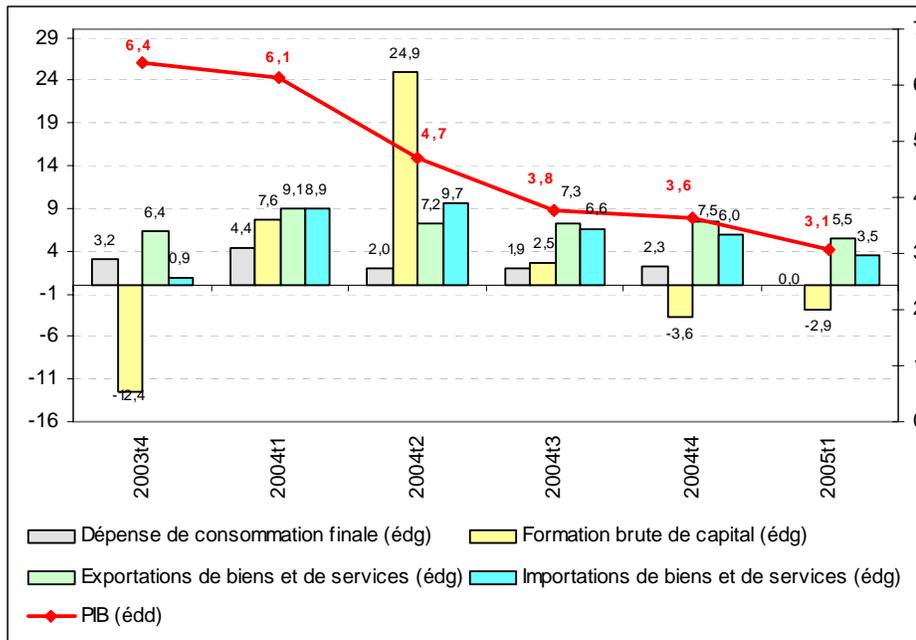
Comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses, le ralentissement de la progression du PIB au Luxembourg qui émerge de ces estimations pour le premier trimestre de 2005 s'explique principalement par le moindre dynamisme de la demande domestique. De fait, les effets de la hausse des cours du pétrole au cours des derniers mois pourraient constituer un des facteurs explicatifs de l'absence de croissance annuelle de la consommation et du recul de l'investissement.

Les exportations nettes ont constitué le pilier de la croissance du PIB au cours du premier trimestre 2005. Plus précisément, la décélération de la croissance annuelle des exportations observée au cours du premier trimestre de 2005 s'est accompagnée d'un fléchissement plus important encore de des importations. Ceci a contribué à soutenir la progression annuelle du PIB au cours du premier trimestre de 2005.

Ces estimations des comptes nationaux doivent cependant être considérées avec la plus grande prudence lors de leur interprétation en raison du caractère encore

incomplet de la couverture statistique de l'année 2004 et du premier trimestre 2005.

Graphique 1 *Évolution du PIB et de ses agrégats constitutifs (variations annuelles en pourcentages)*



Source : STATEC

Prix à la consommation

Concrètement, l'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a progressé en juillet et août 2005 pour s'établir respectivement à 2,6% et 2,7%, après avoir fléchi en mai et juin. Le taux d'août 2005 est le plus élevé depuis août 2001. Les cours du pétrole ont constitué le principal facteur inflationniste au cours des derniers mois. En effet, le rythme de variation annuel des prix des produits pétroliers a fluctué entre 13,4% et 21,8% au cours de la période allant d'avril à août 2005, ce qui représente un coût pour l'économie du Luxembourg. L'inflation sous-jacente, après s'être maintenue à 1,7% au cours de la période allant de mai à juillet 2005, a augmenté à 1,9% en août. La hausse des prix des services demeure soutenue, avec 2,7% en juillet et août 2005, contre respectivement 2,3 et 2,5% en mai et juin. La contribution de cette composante à l'inflation globale demeure de ce fait importante, avec quelque 0,9 point de

pourcentage. Ces développements impliquent que la prochaine tranche indiciaire interviendra plus tôt que prévu, à savoir en octobre 2005, alors qu'elle était initialement escomptée pour la fin de l'année 2005. L'indexation automatique des salaires d'octobre 2005 exercera à son tour une pression à la hausse sur les prix des services.

Les différentiels d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et aux pays limitrophes se sont détériorés depuis fin 2004 en ce qui concerne à la fois l'IPC total et l'IPC hors produits alimentaires non transformés et énergie. Cette détérioration résulterait essentiellement du recul des tensions inflationnistes sous-jacentes au sein de la zone euro et dans nos pays limitrophes.

Selon les dernières projections de la BCL, l'inflation annuelle globale devrait culminer au troisième trimestre 2005 en raison du maintien du prix du pétrole à un niveau élevé. L'inflation tendrait par la suite à décélérer, mais ce reflux serait très graduel. Contrairement aux résultats obtenus lors des exercices de projection précédents, l'inflation demeurerait nettement supérieure à 2% sur l'horizon de projection. Ainsi, l'inflation moyenne devrait s'établir à quelque 2,4% en 2005.

Tableau 1 *Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)*

	2003	2004	2005	2005-1er sem	2005-2e sem	2006-1er sem
IPCN	2,1	2,2	2,4 (0,2)	2,3 (-)	2,6 (0,4)	2,4 (0,7)
IPCH	2,6	3,2	3,7 (0,2)	3,4 (-0,2)	3,9 (0,6)	3,6 (1,0)
IPCH énergie	1,2	11,8	14,2 (4,8)	12,3 (-)	16 (9,1)	12,7 (10,6)
IPCH hors énergie	2,7	2,5	2,4 (-0,4)	2,4 (-0,2)	2,3 (-0,5)	2,3 (-0,3)
Impact des mesures gouvernementales ¹ sur l'IPCN, en pp	0,4	0,6	0,4 (-0,1)	-	-	-
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,0	1,5	1,3 (-0,4)	-	-	-

Source : BCL

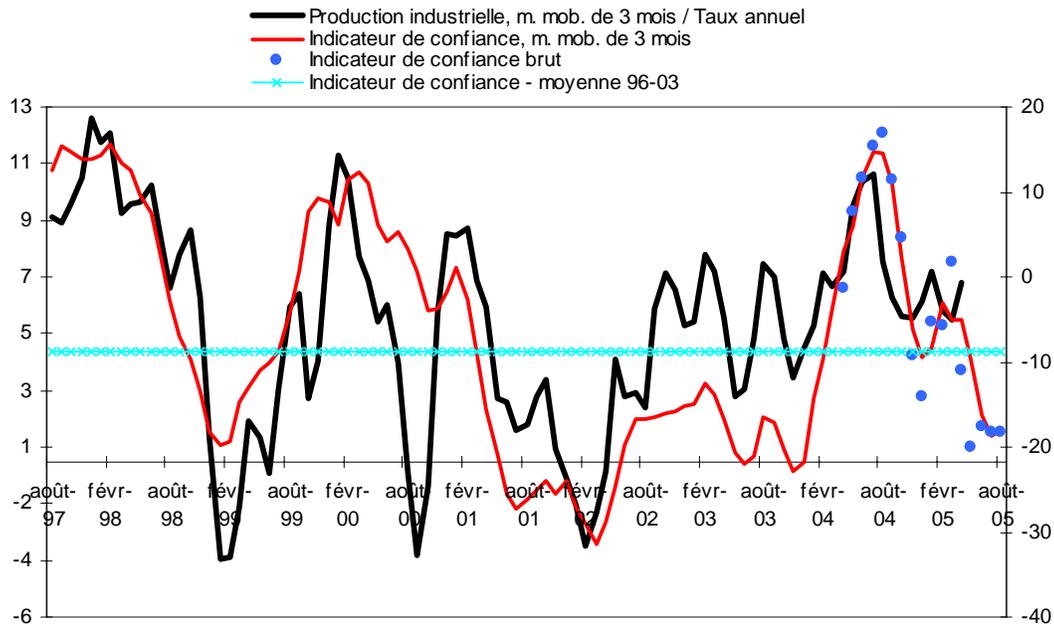
¹ Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. Pour plus de détails, voir Bulletin de la BCL 2004/3, pp.76-81.

L'industrie

Dans le sillage d'une conjoncture internationale très favorable, la production industrielle du Luxembourg a connu une progression de l'ordre de 6,9% en 2004, une performance supérieure à celle observée dans la zone euro et parmi les meilleures des dix dernières années. Ce dynamisme s'est d'ailleurs également manifesté au début de 2005, comme l'atteste une progression annuelle de 6,5% de la production par jour ouvrable lors des cinq premiers mois de l'année. Cette évolution positive a en particulier résulté du dynamisme du secteur de l'énergie, qui a vu le développement de nouvelles activités.

Selon les enquêtes de conjoncture, l'évolution favorable enregistrée dans l'industrie devrait s'affaiblir au cours des prochains mois. En effet, la sensible diminution de l'indicateur de confiance calculé sur base des enquêtes de conjoncture s'est poursuivie en juin et juillet 2005, de sorte que l'indicateur demeure nettement en dessous de sa moyenne historique. Sur base de la relation observée dans le passé, les taux de progression annuels de la production par jour ouvrable devraient continuer à décélérer au cours des prochains mois, sans toutefois devenir négatifs.

Graphique 2 *Indicateur de confiance et production industrielle²*



Source : STATEC, calculs BCL

L'emploi

Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance annuelle de l'emploi intérieur total a amorcé une décélération en juillet 2001 qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2002, suivant ainsi avec retard la détérioration de la conjoncture. Le rythme de progression annuel de l'emploi est graduellement passé de 4,3% en janvier 2002 à 2,3% en décembre 2002. Par la suite, la tendance à la baisse de la progression annuelle de l'emploi s'est interrompue, comme en témoigne la stabilisation du taux annuel autour de 2,0% en 2003. Depuis lors, la croissance de l'emploi s'est redressée tout au long de 2004, pour atteindre 2,5% en moyenne annuelle. Les données définitives pour les quatre premiers mois de 2005, ainsi que les estimations disponibles de mai à juillet 2005 s'inscrivent dans ce sillage de la

² Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de

reprise de la progression annuelle de l'emploi. A la faveur de cette vitesse de croisière plus soutenue (3,1% en moyenne au cours des sept premiers mois de 2005), l'emploi total a dépassé la barre des 310 000 personnes occupant un emploi au Luxembourg au cours du premier semestre 2005, pour finalement s'établir à 311 359 personnes en juillet. Ce repositionnement de la progression de l'emploi sur un sentier de croissance consolidé répond au redémarrage de l'activité économique entamé depuis 2002.

Tableau 2 **Croissance annuelle (en %) de l'emploi et taux de chômage « strict » et « large »**

	Emploi salarié intérieur*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage "large"
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,6%	3,7%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,6%	3,7%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,9%	4,2%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,5	2,3	3,7%	5,2%
2004	2,6	1,9	2,5	4,7	1,7	1,8	4,2%	5,8%
2004 T1	2,0	0,4	1,9	3,9	0,7	1,4	4,3%	5,8%
2004 T2	2,6	1,8	2,6	4,7	1,3	1,8	4,0%	5,6%
2004 T3	2,8	2,6	2,8	4,9	1,6	2,0	4,1%	5,6%
2004T4	2,9	3,0	2,9	5,2	1,6	2,0	4,4%	6,1%
2005T1	3,2	3,2	3,2	5,8	1,6	2,0	4,7%	6,3%
2005T2	3,0	3,1	3,0	5,2	1,6	2,1	4,5%	6,2%
mars-05	3,1	3,5	3,1	5,5	1,6	1,9	4,5%	6,2%
avril-05	2,8	3,3	2,9	5,1	1,5	1,9	4,6%	6,3%
mai-05	3,0	3,0	3,0	5,2	1,6	2,2	4,5%	6,1%
juin-05	3,1	2,9	3,1	5,3	1,7	2,2	4,4%	6,0%
juillet-05	3,3	2,7	3,3	5,6	1,9	2,3	4,4%	6,0%

Source : IGSS, STATEC, calculs BCL

* Les données concernant l'emploi de mai à juillet sont des estimations.

L'économie luxembourgeoise a donc créé un nombre grandissant d'emplois tout au long des sept premiers mois de 2005. La décomposition sectorielle de la croissance annuelle de l'emploi révèle que ce décollage trouve principalement sa source dans le secteur des « Administrations publiques, santé et autres activités de services » (1,3 point de pourcentage sur les 3,1% de croissance moyenne observée, soit près de deux emplois sur cinq créés). Viennent ensuite les secteurs des « Activités immobilières, locations et services aux entreprises » (0,5 point de pourcentage), du

confiance.

«Commerce» (0,3 point de pourcentage) et de la «Construction» (0,3 point de pourcentage). Du côté des moteurs traditionnels de la progression de l'emploi, qui s'étaient enrayés lors du ralentissement conjoncturel, force est de constater un redémarrage relativement poussif de la croissance dans les secteurs des «Activités financières»²⁴ (0,2 point de pourcentage) et dans celui de l' «Industrie et manufacture» (0,1 point de pourcentage).

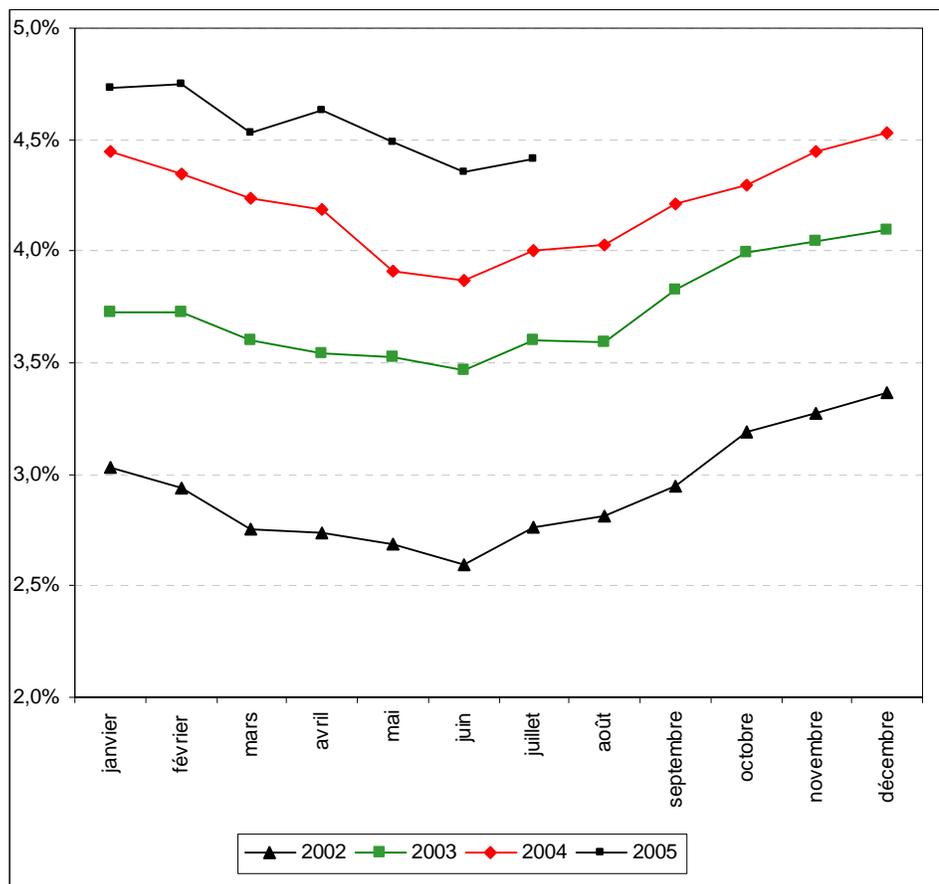
Ce sont les non-résidents, dont le nombre total s'élève à 118 509 personnes en juillet 2005 (après 112 231 personnes douze mois plus tôt) qui continuent à satisfaire la plus grande partie de ces emplois nouveaux. Cependant, leur poids dans les créations d'emplois n'a cessé de diminuer graduellement tout au long des sept premiers mois de l'année 2005. Ils représentent cependant encore respectivement 64,9% des nouveaux emplois et 37,7% de l'emploi total au cours de la période sous revue (après respectivement 70,3 % et 36,9 % l'année précédente).

Le chômage

Parallèlement à la reprise graduelle de la croissance économique et de l'emploi, la situation sur le front du chômage est demeurée dans une phase de convalescence encore empreinte des séquelles du récent ralentissement de l'activité au cours des sept premiers mois de 2005. De fait, en dépit de la décélération de la croissance annuelle du nombre de demandeurs d'emplois au cours de cette période sous revue (12,3% après 17,0% l'année précédente), toutes les valeurs mensuelles observées au cours des sept premiers mois de cette année (9 579 personnes en moyenne) ont été supérieures aux valeurs respectives de l'année précédente (8 540 chômeurs en moyenne).

Dès lors, le taux de chômage «strict» moyen pendant les sept premiers mois de 2005 s'est établi à 4,6% après 4,1% au cours de la même période de l'année précédente. Sur base «désaisonnalisée», une hausse du taux de chômage s'est manifestée au cours des premiers mois de 2005 (partant de 4,4% en janvier, il a gravi jusqu'à 4,7% en juillet) menant à la conclusion que le sentier intra-annuel de baisse emprunté par le taux de chômage non ajusté est de nature saisonnière et ne découle pas d'une amélioration de fond de la situation.

Graphique 3 *Taux de chômage au sens « strict » (en pourcentage de la population active)*



Source : IGSS, STATEC

Le secteur financier

L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Au 30 juin 2005, l'emploi dans le secteur financier s'est élevé à 29 899 unités, ce qui représente 9,5% de l'emploi intérieur total au Luxembourg. Par rapport au 30 juin de l'année précédente, l'emploi dans le secteur financier a augmenté de 1 937 unités soit 1,2%. L'effectif du secteur financier se compose de 26,2% de Luxembourgeois et

73,8% d'étrangers.

L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Le retour à l'accalmie sur les marchés financiers et des perspectives économiques plus favorables ont redonné confiance aux investisseurs, stimulant ainsi les investissements sur les marchés des actifs financiers. Dans ces conditions, les banques de la place ont pu dégager un résultat avant provisions et impôts de 2 173 millions d'euros au 30 juin 2005, ce qui représente une hausse de 7,1 % par rapport au 30 juin 2004. Le résultat brut, couvrant l'ensemble des revenus bancaires de la place, augmente de 6 % pour s'établir à 3 971 millions d'euros au 30 juin 2005.

La marge sur intérêts est quant à elle en progression de 6,6%. L'évolution positive de la marge sur intérêts reflète la progression du volume d'affaires.

Le solde sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et par les fonds d'investissements – pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire, voire pour certaines d'administration centrale – a bénéficié des conditions favorables prévalant sur les marchés financiers et en particulier du regain considérable de l'activité boursière. Ainsi, les revenus nets sur commissions ont augmenté de 8,3%.

Du côté des dépenses, les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) affichent une hausse de 5,3%. Cette hausse est majoritairement (75%) imputable aux frais de personnel, qui ont augmenté suite à une progression de l'emploi dans les établissements de crédit de l'ordre de 400 unités entre juin 2004 et juin 2005.

Tableau 3 *Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois 1) 2)*

		2004 / 06	2005 / 06	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	14 483	16 277	12,4	1 794
2	Intérêts bonifiés	12 616	14 287	13,2	1 671
3	Marge sur intérêt (1-2)	1 866	1 990	6,6	123
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	277	224	-19,1	-53
5	sur commissions	1 430	1 548	8,2	117
6	sur opérations de change	154	150	-2,6	-4
7	sur divers	19	59	217,3	41
8	Revenus nets (4+5+6+7)	1 880	1 981	5,4	101
9	Résultat brut (3+8)	3 746	3 970	6,0	225
10	Frais de personnel	888	950	7,0	62
11	Frais d'exploitation	671	692	3,1	21
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 559	1 643	5,3	83
13	Impôts divers, taxes et redevances	19	20	6,0	1
14	Amortissements sur immobilisé non financier	141	136	-3,1	-4
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	2 027	2 171	7,1	145

Source : BCL

1) Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois

Les finances publiques

En l'absence d'un ralentissement significatif du rythme de progression des dépenses dès 2006, la situation patrimoniale de l'Etat central au sens large devrait sensiblement se dégrader, comme l'illustre le graphique ci-joint.

Le point de départ de l'élaboration du graphique présenté ci-dessous est un déficit de l'Etat central lato sensu équivalent à 3% du PIB en 2005. Un ajustement à la baisse de ce déficit de 3% projeté par la BCL au printemps ne paraît guère approprié à ce stade. Ainsi, ces projections ne prenaient pas en compte les conséquences budgétaires du récent accord salarial dans la fonction publique.

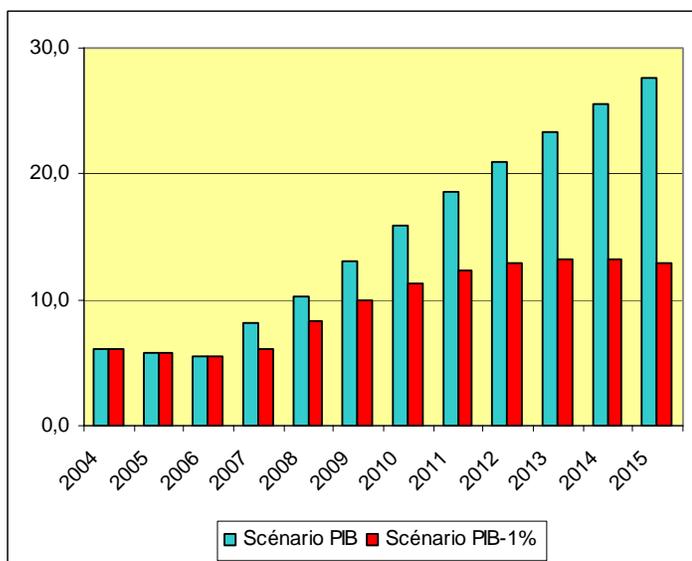
Il est supposé que le financement des déficits budgétaires successifs sera tout d'abord assuré au moyen des réserves des fonds spéciaux, l'émission de nouveaux titres d'endettement ne prenant le relais que lorsque ces réserves seront épuisées.

Par hypothèse, la réserve budgétaire et les participations de l'Etat seront préservées tout au long de l'horizon de simulation. Sont également pris en compte les emprunts devant être émis au profit du fonds des routes et du fonds du rail. Enfin les recettes sont censées évoluer au même rythme que le PIB nominal à partir de 2008.

Sous les hypothèses précitées, le scénario d'une progression des dépenses parallèle à celle du PIB (« scénario PIB »), qui paraît pourtant assez rigoureux à l'aune de la pratique de ces dernières années, donnerait lieu à une nette progression de l'endettement brut de l'Etat central au sens large au cours de l'horizon considéré. Alors que l'endettement brut diminuerait quelque peu de 2004 à 2006 à la faveur d'amortissements importants, il en serait tout autrement dès 2007. Les réserves des fonds spéciaux étant alors épuisées, elles ne permettraient plus d'assurer le financement de déficits, ce qui contraindrait l'Etat à contracter de nouveaux engagements. L'endettement brut de l'Etat central atteindrait près de 28% du PIB en 2015.

Une progression des dépenses de l'Etat central limitée à la croissance du PIB diminuée d'1% (« scénario PIB-1%»), par an permettrait de plafonner l'endettement brut à partir de 2012, à un niveau certes plus élevé qu'actuellement. Sous les hypothèses précitées, une telle norme de conduite équivaldrait à un accroissement annuel nominal des dépenses de l'Etat au sens large (y compris les dépenses effectives des fonds spéciaux) égal à 5% par an. Une telle stratégie devrait être mise en œuvre dès la confection du projet de budget 2006, qui sera déposé à la Chambre des Députés le 13 octobre prochain.

Graphique 4 Dette brute de l'Etat central au sens large en fonction de deux scénarios de progression des dépenses (pourcentages du PIB)



Source : STATEC, calculs BCL

L'endettement brut de l'Etat central doit certes être appréhendé à l'aune des plantureuses réserves de la sécurité sociale, qui sont essentiellement alimentées par le régime général de pension. Ces réserves doivent cependant être exclusivement affectées au financement des prestations présentes et futures de la sécurité sociale et ne peuvent de ce fait servir à financer une quelconque diminution de l'endettement brut de l'Etat central. Les traditionnels excédents de la sécurité sociale devraient d'ailleurs s'étioler graduellement, sous l'influence notamment de la forte progression à venir des prestations de pension et de la hausse soutenue des dépenses de l'assurance maladie-maternité.

Selon le décompte 2004 de l'Union des Caisses de Maladie (UCM), les dépenses effectives de cette dernière branche de la sécurité sociale auraient progressé de plus de 10% en 2004 après correction pour un retard dans la transmission à l'UCM de factures provenant de Belgique. En l'absence de nouvelles mesures, le patrimoine

de l'UCM deviendrait inférieur au fonds de roulement légal en 2006 – à raison de 28 millions d'euros selon l'UCM – ce qui contraindrait à accroître le taux des cotisations sociales ou à endiguer la hausse des dépenses à l'occasion de l'établissement du budget 2006, soit à la fin de 2005.

La compétitivité telle qu'appréhendée par les indicateurs du taux de change effectif réel

Un encadré inclus dans le Bulletin confirme la récente détérioration de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise par la mise à jour de ces cinq indicateurs avec des pondérations plus récentes et une couverture géographique plus étendue. Cette conclusion implique une augmentation plus rapide de l'indice des prix à la consommation, de l'indice des prix à la production, du déflateur du PIB et des coûts salariaux au Luxembourg comparativement à ses principaux partenaires commerciaux.

*

* *

Le bulletin 2005/2 comprend également quatre analyses plus spécifiques. La première analyse traite de la spécialisation sectorielle ainsi que de son impact sur l'évolution de la productivité du travail en comparaison internationale. La deuxième analyse fournit une estimation du taux d'intérêt réel naturel pour la zone euro et pour le Luxembourg, alors que la troisième analyse examine la rigidité des prix à la consommation au Luxembourg en se basant sur des données microéconomiques. La quatrième et dernière analyse présente la politique de change actuelle de la République du Cap-Vert et diverses alternatives à cette politique.

La première analyse traite de la spécialisation sectorielle et de son impact sur l'évolution de la productivité du travail en comparaison internationale. Cette contribution indique que le changement structurel qui constitue, un indicateur de l'adaptabilité de l'économie, a été particulièrement rapide au Luxembourg. Ce changement structurel, qui s'est opéré au détriment du secteur industriel, explique dans une large mesure la progression de la productivité, ce qui distingue clairement le Luxembourg des autres pays analysés.

La deuxième contribution fournit des estimations du taux d'intérêt naturel pour la zone euro et pour le Luxembourg. Le taux d'intérêt naturel est le taux d'intérêt réel compatible à la fois avec l'absence d'écart de production (le PIB est à son niveau potentiel) et avec la stabilité des prix. Pour la zone euro, les estimations suggèrent une certaine stabilité du taux d'intérêt naturel depuis 1970 et confirment qu'il a baissé au cours de la dernière décennie. Pour le Luxembourg, le taux d'intérêt naturel estimé est beaucoup plus élevé, ce qui reflète une croissance potentielle plus importante. Les résultats suggèrent que la politique monétaire de l'Eurosystème a eu un impact expansif au cours des périodes récentes, en particulier au Luxembourg.

La troisième analyse montre que la durée «de vie» moyenne des prix est de 8 et de 12 mois. Les résultats suggèrent un degré d'hétérogénéité substantiel entre la fréquence d'un changement de prix à travers les 5 types de produits. Alors que pour la catégorie énergie les prix changent en moyenne une fois tous les 1,5 mois, les prix des services changent moins d'une fois par an. En général, il n'y a pas de signes évidents de rigidités à la baisse des prix, puisque les reculs de prix constituent presque 40% des adaptations. L'ampleur des changements de prix est relativement large par rapport à l'évolution de l'inflation agrégée. L'analyse montre que la fréquence la plus élevée est constatée au mois de janvier. Des événements spécifiques tendent à augmenter la probabilité d'un changement de prix. Ainsi, l'analyse suggère que l'échéance d'une nouvelle tranche de l'échelle mobile augmente la probabilité d'un ajustement des prix des services. L'analyse montre que la probabilité de changement est plus faible lorsque les prix sont attractifs.

Finalement, la quatrième contribution présente une analyse de la politique de change actuelle du Cap-Vert et cherche à déterminer si des alternatives viables existent. Le Cap-Vert a adopté un régime de change fixe et l'escudo capverdien est lié à l'euro. L'étude aboutit à la conclusion qu'un régime de change alternatif ne réduirait pas considérablement les taux d'intérêt, bien qu'il puisse présenter d'autres avantages. En outre, un régime de change alternatif pourrait ne pas constituer la solution la plus appropriée pour aboutir à une baisse des taux en raison aussi des déficiences structurelles du secteur bancaire. Les mesures structurelles destinées à corriger ces déficiences au niveau micro-économique seraient sans doute plus efficaces.